



**UNIVERSIDADE DO SUL DE SANTA CATARINA**

**ALEX JUNIOR CARDOSO FLORIANO**

**ESTUDO COMPARATIVO ENTRE AS CRISES ECONÔMICAS E FINANCEIRAS  
DE 1929 E 2008**

Tubarão, SC.

2020.



**UNIVERSIDADE DO SUL DE SANTA CATARINA**

**ALEX JUNIOR CARDOSO FLORIANO**

**ESTUDO COMPARATIVO ENTRE AS CRISES ECONÔMICAS E FINANCEIRAS  
DE 1929 E 2008**

Monografia apresentada ao Curso de Relações Internacionais, da Universidade do Sul de Santa Catarina, como requisito à obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Linha de pesquisa: Crises econômicas, crises financeiras, grande depressão, grande recessão, crise do subprime, ciclos econômicos, (des)regulamentação, sistema financeiro.

Professor da Unidade de Aprendizagem: Agostinho Schneiders, Dr.

Orientador temático: Ricardo Neumann, Dr.

Tubarão, SC.

2020



**UNIVERSIDADE DO SUL DE SANTA CATARINA**

**ALEX JUNIOR CARDOSO FLORIANO**

**ESTUDO COMPARATIVO ENTRE AS CRISES ECONÔMICAS E FINANCEIRAS  
DE 1929 E 2008**

Esta monografia foi julgada adequada à obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais, e aprovada em sua forma final pelo Curso de Bacharelado em Relações Internacionais da Universidade do Sul de Santa Catarina.

Tubarão, 24 de Novembro de 2020.

---

Professor e Orientador Ricardo Neumann, Dr.

Universidade do Sul de Santa Catarina

---

Professor Murilo Medeiros, Me.

Universidade do Sul de Santa Catarina

---

Professora Silvia Natália Back, Dra.

Universidade do Sul de Santa Catarina

## RESUMO

FLORIANO, Alex Junior Cardoso. **Estudo comparativo entre as crises econômicas e financeiras de 1929 e 2008**. Monografia – Curso de Relações Internacionais, UNISUL, Tubarão/SC, 2020.

Este estudo tem por objetivo descobrir pontos de semelhança e diferença entre as principais crises, financeiras e econômicas, da história dos Estados Unidos. Para isso, o presente trabalho descreverá as referidas crises; abordando seus períodos pré, durante, e pós evento, discutindo assim suas origens, desenrolar, respostas e consequências.

Como estruturação do estudo, primeiramente é apresentado uma breve introdução, que contempla uma explanação superficial sobre os assuntos principais do trabalho (as duas crises), bem como as características técnicas do projeto, como por exemplo: a pergunta de pesquisa, os objetivos do estudo, a justificativa de escolha de tema, a classificação completa da pesquisa, e a estruturação de capítulos. No capítulo seguinte são apresentadas informações técnicas e teóricas sobre o funcionamento do mercado financeiro, e de crises; econômicas e financeiras, servindo como base para auxiliar no entendimento dos capítulos seguintes. Destes capítulos subsequentes, os dois primeiros descrevem as crises tema do estudo, foram utilizadas informações e análises teóricas, históricas, e estatísticas para validar as ideias transmitidas. Por fim, o capítulo 5, sendo o último antes das considerações finais, faz um contraponto entre os capítulos 3 e 4, utilizando-se como base principal os próprios capítulos já escritos e devidamente referenciados; e ainda, de algumas outras fontes que agregam à apuração do resultado do estudo.

Palavras-chave: Crises econômicas, crises financeiras, grande depressão, grande recessão, crise do subprime, ciclos econômicos, (des)regulamentação, sistema financeiro.

## **ABSTRACT**

This study aims to discover similarities and differences between the main economic, and financial, crises in the history of US. To do it so, this paper will describe those crises, addressing the periods before, during, and after the events; through discussing its origins, developments, answers, and consequences. This study is structured with a brief introduction at first, which includes a superficial explanation about the main subjects of this project (both crises), as well as technical characteristics of this paper, such as: The research question, the study goals, how the theme is justified, a complete classification of the research, and the chapters structure. In the next chapter is presented technical and theoretical information about the functioning of the financial market, and economic and financial crises, which is going to be essential to understand the next chapters. The next two will describe both crises themed in the study, utilizing theoretical, historical, and data analysis, to validate the ideas of the project. Next, the chapter 5 is the last one before the conclusion, and it will make a counterpoint between the chapters 3 and 4, using as its main source the chapters itself (already written and duly referenced), other sources are used to add value to the calculation of the study results.

**Keywords:** Economic crises, financial crises, great depression, great recession, subprime crises, economic cycle, des(regulation), financial system.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Fluxo de financiamento direto e indireto. ....	10
Figura 2 – Taxa de redesconto do FED Nova York (%) de 1921-1929. ....	38
Figura 3 – Índice Dow Jones Industrial mensal (outubro/1928 = base 100) de 1928-1932. ....	41
Figura 4 – Produção industrial em diferentes países entre 1929-1938 (1929 = base 100). ....	43
Figura 5 – Fluxo de securitização dos contratos de hipotecas nos Estados Unidos. ....	60
Figura 6 – Quantidade de financiamentos imobiliários anuais nos bancos comerciais norte-americanos entre 1999-2009. ....	62
Figura 7 – Mediana do preço de venda de imóveis novos nos Estados Unidos entre 1963-2013. ....	63
Figura 8 – Proporção dos contratos de empréstimos imobiliários nos Estados Unidos, pela modalidade de juros ARM, entre 2001-2006. ....	65
Figura 9 – Preço dos imóveis, inadimplências, e execuções, no mercado de crédito imobiliário norte americano entre 2002-2007 (%). ....	67
Figura 10 – Inadimplência no mercado de crédito imobiliário norte americano entre 2000-2010 (valores monetários). ....	67
Figura 11 – Inadimplência no mercado de crédito imobiliário norte americano entre 2000-2010 (%) de contratos com taxas de juros fixas e variáveis, de contratos Prime e Near Prime, e Subprime. ....	68
Figura 12 – Variação percentual da renda pessoal nos Estados Unidos entre 2000-2012 (2001 = base 0). ....	71
Figura 13 – Índice de gastos com consumo pessoal por trimestre nos Estados Unidos entre 2006-2010 (2018Q3 = base 100). ....	72
Figura 14 – Produção industrial total dos Estados Unidos entre 2006-2014 (2018Q1 = base 100). ....	72
Figura 15 – PIB real norte americano entre 2003-2016 (2007 = base 100) e taxa de desemprego estadunidense entre 2003-2016 (%). ....	73
Figura 16 – Variação percentual do PIB norte americano entre 2007-2010. ....	74
Figura 17 – Taxa de desemprego norte americano entre 2006-2020. ....	75
Figura 18 – Utilização da capacidade instalada dos Estados Unidos (%) entre 1925-1934 / 2005-2014. ....	81
Figura 19 – Índice PIB dos Estados Unidos entre 1929-1937 / 2007-2015. (2007 = base 100; 1929 = base 100). ....	81
Figura 20 – Investimento total dos Estados Unidos (% do PIB) entre 1929-1937 / 2008-2016. ....	82
Figura 21 – Tabela verdade das opções de política ( <i>Big Bank</i> e <i>Big Government</i> ) adotadas na grande depressão (GD) e na grande recessão (CFI). ....	88

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Mudanças na tributação do imposto de renda estadunidense entre 1913-1929.....	28
Tabela 2 – Déficits públicos de países selecionados entre os anos de 1914-1918. ....	29
Tabela 3 – Dados selecionados da economia alemã entre 1913-1919; (1913 = base 100). ....	30
Tabela 4 – Preços de países selecionados entre 1914-1919; (1914 = base 100). ....	31
Tabela 5 – Datas de alteração de políticas do padrão-ouro de países selecionados. ....	32
Tabela 6– Finanças públicas federais norte-americanas entre 1914-1919 (milhões de dólares).....	33
Tabela 7 – Finanças públicas federais norte-americanas entre 1919-1922 (milhões de dólares).....	34
Tabela 8 – Dados selecionados norte-americanos entre 1921-1929. ....	35
Tabela 9 – Utilização da capacidade instalada norte-americana entre 1925-1934.....	40
Tabela 10 – Dados selecionados norte-americanos entre 1928 -1933. ....	42
Tabela 11 – Dados econômico-agrícolas norte-americanos entre 1929-1933.....	42
Tabela 12 – Investimentos em países selecionados entre 1926-1937 (em % do PIB). ....	44
Tabela 13 – Comparativo (%) das tarifas <i>Smoot-Hawley</i> e <i>Fordney-McCumber</i> sobre as importações dos Estados Unidos em 1928. ....	45
Tabela 14 – Desemprego e emprego emergencial nos Estados Unidos entre 1929-1943.....	51
Tabela 15 – Indicadores econômicos selecionado dos Estados Unidos entre 1929-1941.....	52
Tabela 16 – Evolução dos preços, atacado e varejo, nos Estados Unidos entre 1929-1938. ....	53
Tabela 17 – Finanças federais, dos Estados Unidos entre 1933-1941. ....	53
Tabela 18 – Proporção dos contratos de hipotecas subprime, e de securitização destas, nos Estados Unidos, entre 2001-2006.....	64
Tabela 19 – Dívida pública federal (% do PIB), variação do PIB (%), taxa de desemprego (%) de 1932-1938 / 2006-2012. ....	80

## SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO .....	3
2.	SISTEMA FINANCEIRO E AS TEORIAS DA CRISE .....	8
2.1.	SISTEMA FINANCEIRO.....	8
2.1.1.	Relações intermediadas .....	9
2.1.2.	Relações desintermediadas.....	10
2.1.3.	Mercados de crédito e mercado de títulos ou de capitais .....	11
2.1.4.	Mercado primário e mercado secundário .....	11
2.1.5.	Sistema bancário e os depósitos à vista.....	12
2.1.6.	Juros .....	12
2.2.	TEORIA NEOCLÁSSICA.....	13
2.3.	TEORIA GERAL DE KEYNES.....	15
2.4.	HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA E CICLOS ECONÔMICOS NA VISÃO PÓS-KEYNESIANA .....	17
3.	A GRANDE DEPRESÃO.....	27
3.1.	A PRIMEIRA GUERRA MUNDIAL.....	27
3.2.	O PADRÃO OURO .....	31
3.3.	OS LOUCOS ANOS 20.....	33
3.4.	O <i>CRASH</i> DE 1929 E A DEPRESÃO DE 1930 .....	39
3.4.1.	Tarifa Smoot-Hawley .....	45
3.4.2.	Secas.....	46
3.4.3.	Crises bancárias.....	47
3.4.4.	Hoover.....	49
3.5.	FRANKLIN DELANO ROOSEVELT E O NEW DEAL .....	50
4.	A GRANDE RECESSÃO .....	55
4.1.	PROCESSO DE DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA ESTADUNIDENSE .....	55
4.2.	MERCADO HIPOTECÁRIO NORTE-AMERICANO.....	56
4.2.1.	Mercado hipotecário norte-americano tradicional.....	57
4.2.2.	Inovações financeiras .....	57
4.2.3.	Mercado hipotecário norte-americano modernizado.....	58
4.2.4.	Hipotecas Subprime .....	61
4.3.	DESENHO DA CRISE .....	66
4.4.	CRISE DO SUBPRIME.....	69
4.5.	RESPOSTAS E O FIM DA GRANDE RECESSÃO.....	74
5.	A GRANDE DEPRESSÃO E A GRANDE RECESSÃO COMPARADAS .....	77

5.1.	DESREGULAMENTAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NORTE-AMERICANO...	77
5.2.	CICLO MINSKIANO .....	77
5.3.	MOMENTO HISTÓRICO .....	78
5.4.	CRISES BANCÁRIAS .....	79
5.5.	RESPOSTAS.....	79
5.6.	DADOS EM COMPARAÇÃO .....	80
6.	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	83

## 1. INTRODUÇÃO

À 1h00min da manhã do dia 15 de setembro de 2008, na cidade de Nova York, o quarto maior banco de investimentos do mundo declarou falência, com um débito de mais de 650 bilhões de dólares, e criou diretamente cerca de 25 mil novos desempregados. Este foi o estopim para a chamada Grande Recessão, uma crise econômica e financeira, com uma profundidade não vista desde o dia 24 de outubro de 1929, quando ocorreu o *crash* da bolsa de valores de Nova York e iniciou-se o período conhecido como a Grande Depressão (CROCE, 2018; DINHEIRO VIVO, 2018).

Na década de 1920, os Estados Unidos emergiram da Primeira Guerra Mundial consolidados como a nação mais próspera da terra, eram chamados de locomotiva do mundo ocidental, fortes militar e economicamente, grande parte graças aos volumosos empréstimos que haviam feito às outras nações do globo, dos quais a maioria devia dinheiro aos americanos. Além disso, o seu isolacionismo geográfico proporcionou aos estadunidenses saírem da guerra sem a necessidade de reconstruir seu país, pois não houve batalhas travadas em seu território. Dentro deste contexto, com o resto do mundo colocando seus esforços na reconstrução de seus próprios países, os Estados Unidos alavancaram sua indústria e a sua exploração energética. Então, grandes empresários criaram negócios que apressaram ainda mais o desenvolvimento americano, pois agregavam tecnologia para sustentar outras indústrias, como por exemplo; o empresário Henry Ford, que com sua linha de montagem conseguia produzir um Ford T a cada 24 segundos, isso em meados dos anos 1920, proporcionando maior eficácia na produção e transporte de outras indústrias, e impulsionando a exploração de novas, como a de petróleo e borracha.

Com toda essa prosperidade e novas indústrias sendo criadas, mais empregos foram gerados, proporcionando assim: maior poder de compra, aumento dos salários, baixo custo dos produtos; devido às novas linhas de produção, e concessão de crédito barato e facilitado. Este crédito também foi utilizado por investidores e aventureiros da bolsa de valores de Nova York para operações alavancadas. Criou-se então uma euforia por demanda, com isso os preços dos ativos começaram a subir, descolando-se do seu preço real para uma variação especulativa, os investidores acreditavam que os preços continuariam subindo, e por isso, continuavam demandando, inflando assim uma enorme bolha no preço dos ativos. A festa durou até o *crash* de outubro de 1929 e só acabou realmente, com o advento da Segunda Guerra Mundial.

Roosevelt assumiu o governo dos Estados Unidos no dia 04 de março de 1933 e se deparou com o sistema financeiro nacional destruído. A necessidade de reestruturação era clara, tão clara quanto a de uma real regulamentação, a qual o conselho controlador de 1864<sup>1</sup> não fez. Neste contexto, foram criados os *Banking Acts* de 1933 e 1935; uma complexa estrutura organizacional e regulatória para o sistema, não só bancário, mas financeiro; estes basearam-se em dois princípios básicos: Segmentação e Transparência (LIMA, 1997).

Já na década de 1950, com o *Banking Holding Company Act*, observa-se o início de um processo de abrandamento da regulamentação do sistema bancário, que havia sido feita pós crise de 1929. Este processo começou a se intensificar a partir da década de 1980 e perdurou até os anos 2000, culminando na crise do *subprime* (LIMA, 1997).

A partir dos anos 90, a economia norte americana viveu um período de quase duas décadas de relativa estabilidade econômica, devido à desregulamentação, securitização, inovações financeiras, crédito fácil e barato. A confiança na economia era tanta, que alguns importantes economistas, como Robert Lucas e Ben Bernanke, declararam publicamente, em 2003 e 2004 respectivamente, que recessões graves não seriam mais vistas na economia moderna (INÁCIO, 2009).

Este sentimento de estabilidade econômica trouxe mais segurança para que investidores aproveitassem as inovações do mercado, fugindo das aplicações tradicionais; que agora rendiam menos pois eram atreladas à taxa básica de juros, para “arriscar” maiores rendimentos nestes novos produtos financeiros. Uma destas inovações foi no setor de hipotecas imobiliárias, com grande foco no submercado *subprime* (INÁCIO, 2009).

De acordo com Carvalho (2008, p. 18)

O termo *subprime*, que se tornou tão conhecido em todo o mundo, identifica precisamente os indivíduos que não teriam renda, ou garantias, ou história de crédito que justificassem a concessão do empréstimo. Em outras palavras, essas eram as pessoas que ficavam de fora do mercado de financiamento de imóveis, por falta de qualificações suficientes para convencer as instituições financeiras de que era um risco aceitável.

O mercado foi tomado então por euforia, e por uma confiança infundada de que os imóveis continuariam a valorizar. Aventureiros inexperientes operando neste mercado, operações altamente alavancadas, irracionalidade da economia, ganância das corporações,

---

<sup>1</sup> No ano de 1864 foi criado um conselho controlador com a missão de supervisionar, fiscalizar e examinar os resultados dos bancos nacionais dos Estados Unidos. Porém, esta tentativa de regular o mercado financeiro americano se mostrou ineficiente, pois mesmo com a sua existência o sistema bancário nacional continuou instável (LIMA, 1997, p. 15).

desregulamentação e desintermediação; estes foram apenas alguns dos ingredientes da receita do desastre chamado de crise do *subprime*.

As crises mencionadas acima têm semelhanças e diferenças, em sua origem, desenrolar e desdobramentos. Neste sentido, o presente trabalho tem por problema de pesquisa: **Quais as semelhanças e diferenças entre as crises estadunidenses de 1929 e 2008?**

Tem-se por objetivo geral deste trabalho compreender as semelhanças e diferenças entre as crises, econômicas e financeiras, ocorridas em 1929 e 2008; este por sua vez é dividido nos objetivos específicos de: Apresentar as teorias a respeito das crises econômicas e financeiras, observar a crise de 1929 e a crise de 2008 no que diz respeito às suas origens, desenrolar e desdobramentos, e por fim compará-las, com o intuito de responder o problema de pesquisa.

O presente trabalho se justifica pela **importância** e pelo impacto direto que o sistema econômico e financeiro exerce sobre às relações humanas, também pelo prejuízo, monetário e social, que se têm em ocorrências de tremores econômicos. Estes prejuízos são traduzidos em diminuição do consumo e da produção, aumento do desemprego, diminuição da renda e do crédito, déficit público, maior precariedade dos serviços sociais, aumento dos níveis de pobreza e da criminalidade, e tantos outros que se resumem a uma qualidade de vida pior, e que afeta a todos.

O mundo está cada vez mais globalizado e os Estados cada vez mais interdependentes, a economia segue esta tendência, seja no comércio internacional de bens e serviços, no fluxo de pessoas, ou na exploração de produtos financeiros estrangeiros; sendo assim, mesmo turbulências financeiras ou econômicas em países centrais, causam impacto em países adjacentes que mantêm relações econômicas ou políticas com o mesmo. Um exemplo a ser citado é o caso da crise financeira da Islândia em 2008, que foi desencadeada pela crise do *subprime* nos Estados Unidos. A Islândia, segundo o site Estrategistas (2013); é um país insular com cerca de 320 mil habitantes, com apenas 9 sobrenomes diferentes em uso no país, e que sua capital fica a aproximadamente 4.500 km de distância de Washington, DC, nos Estados Unidos. Mesmo assim, a taxa de desemprego na Islândia, segundo o FMI, subiu de menos de 3% em 2008, para mais de 7% nos anos seguintes; retratando assim a dimensão da crise mesmo em lugares tão remotos e distantes do epicentro dela.

Justifica-se, desta forma, **a abordagem do tema em questão no curso de Relações Internacionais**, pela influência direta nos relacionamentos entre Estados e empresas de diferentes nacionalidades. As respostas às crises, quando estas são de grande magnitude como

as crises foco deste trabalho, causam mudanças nas formas de negociações e estratégias, que transcendem o sistema financeiro internacional, interferindo em outras áreas dos relacionamentos internacionais, como por exemplo a área militar e política.

**A comparação entre as crises**, afim de identificar semelhanças e diferenças, é válida para que se possa compreender suas origens e consequências, afim de que se evite, retarde ou ao menos contenham-se as consequências no menor nível possível, pois uma crise equivalente à de 1929 e 2008, em um mundo tão mais globalizado e interdependente como o atual, certamente seria mais impactante e desencadearia um cenário pior dos que os vividos anteriormente.

Quanto ao delineamento da pesquisa, o presente estudo classifica-se, quanto ao **método de abordagem**, como **indutivo**, pois segundo Prodanov; Freitas (2013), nesse método, partimos da observação de fatos ou fenômenos cujas causas desejamos conhecer. A seguir, procuramos compará-los com a finalidade de descobrir as relações existentes entre eles. Por fim, procedemos à generalização, com base na relação verificada entre os fatos ou fenômenos. Quanto ao **método de procedimentos**, como **monográfico**; pois segundo Gil (2008), este método entende que o estudo profundo de um caso pode representar muitos, ou todos, os casos semelhantes, e **comparativo**; pois segundo Prodanov; Freitas (2013), esse método é centrado em realizar comparações através do estudo das semelhanças e diferenças de algum fenômeno.

Uma pesquisa científica pode ainda ser classificada quanto a sua natureza, objetivos, procedimentos técnicos e formas de abordagem (PRODANOV; FREITAS, 2013).

A **natureza** do presente trabalho é **básica**, pois segundo Prodanov; Freitas (2013) envolve verdades e interesses universais. O **nível** da presente pesquisa é **descritivo**, pois segundo Gil (2008), este nível procura descrever, interpretar e relacionar fatos. Os **procedimentos técnicos** utilizados na coleta de dados do presente trabalho são o **bibliográfico**; pois, segundo Gil (2008), a pesquisa bibliográfica é aquela elaborada a partir de um material já publicado, e **documental**; pois segundo Gil (2008), a pesquisa documental diferencia-se da bibliográfica nas fontes de dados, onde a documental utiliza-se de materiais que ainda não receberam um tratamento analítico. No que tange as **formas de abordagem**, uma pesquisa pode ser classificada entre qualitativa e quantitativa. O presente trabalho classifica-se como **qualitativo**; pois segundo Prodanov; Freitas (2013), este tipo de pesquisa utiliza o ambiente natural como fonte para coleta de dados, e **quantitativo**; pois segundo Prodanov; Freitas (2013), este tipo de pesquisa traduz informações e opiniões em números, para classificá-las e analisa-las.

Segundo Gil (2007, apud ZANELLA, 2013); os procedimentos adotados na coleta de dados podem ser classificados entre primeiro grupo (pesquisa bibliográfica e documental) e segundo grupo (se utilizam de fontes de “gente”). Desta forma, os procedimentos utilizados para a coleta de dados deste estudo serão os procedimentos **bibliográficos** e **documentais**. Segundo Zanella (2013), os procedimentos bibliográficos se utilizam exclusivamente de fontes bibliográficas, e os procedimentos documentais são semelhantes aos bibliográficos, porém se utilizam de fontes documentais, ou seja, de dados secundários.

Visto que a pesquisa se dará através da busca por informações em bases bibliográficas e documentais, os instrumentos para a coleta de dados deste estudo serão o **levantamento bibliográfico e documental**.

A estruturação desta monografia é feita a partir desta introdução como **capítulo 1**, onde é: Feito uma breve descrição dos principais assuntos que serão apresentados ao longo do trabalho, exposto os objetivos e justificativas que levaram a monografia a ser feita, descrito e classificado a pesquisa quanto a sua metodologia e por fim, apresentado de forma resumida a estruturação do trabalho.

O **capítulo 2** busca satisfazer o primeiro objetivo específico, e para isso apresenta: termos técnicos e conceitos econômicos e financeiros importantes para a compreensão do assuntos trabalhados nos próximos capítulos; além de 3 teorias de crises econômicas (teoria neoclássica, teoria geral de Keynes, hipótese de instabilidade financeira e os ciclos financeiros na visão de Minsky).

O **capítulo 3** busca satisfazer o segundo objetivo específico, descrevendo o pré, durante e pós depressão da década de 1930.

O **capítulo 4** busca satisfazer o terceiro objetivo específico e para isso descreve o pré, durante e pós crise de 2008.

O **capítulo 5** busca satisfazer o quarto objetivo específico, bem como responder à pergunta de pesquisa desta monografia. Esse, compara os dois momentos econômicos descritos nos dois capítulos anteriores.

Por fim, deixo para o **capítulo 6** minhas considerações finais acerca do que fora apresentado no decorrer do trabalho.

## 2. SISTEMA FINANCEIRO E AS TEORIAS DA CRISE

### 2.1. SISTEMA FINANCEIRO

Para Hillbrecht (1999, apud INÁCIO, 2009), sistema financeiro é uma rede de instituições e mercados, que têm por finalidade a transferência de recursos de agentes superavitários à agentes deficitários; ou seja, os poupadores, que possuem sobra de recursos devido à seus gastos serem inferiores às suas receitas, alocam estas sobras transferindo-as aos investidores, que possuem oportunidade de investimento que necessita de mais recursos cujo os líquidos disponíveis por eles. Conclui-se desta forma que; os financiamentos de investimentos possuem poupança prévia.

Cavalcanti e Misumi (2002, apud DIAS, 2007, p. 14), adicionam liquidez ao conceito, trazendo que o sistema financeiro “é o conjunto de instituições e instrumentos financeiros que possibilita a transferência de recursos de ofertadores finais para tomadores finais, e cria condições para que os títulos e valores mobiliários tenham liquidez no mercado.”

Mas é Carvalho (2000), que traz um conceito mais amplo sobre o sistema financeiro, para ele; é o conjunto de mercados financeiros, as instituições financeiras participantes, as inter-relações entre elas e as regras impostas pelo poder público para a sua organização. Três grandes demandas são supridas por este sistema:

1. A canalização de recursos gerados pelas unidades superavitárias para as deficitárias, o que permite à economia uma alocação mais inteligente dos recursos, aumentando assim a sua capacidade de crescimento.
2. A realização da operação e a manutenção da organização dos sistemas de pagamento da economia.
3. A criação de ativos com perfil e volume adequado, a fim de satisfazer demandas específicas de diferentes tipos de poupadores.

Carvalho (2000) nos traz ainda a definição de mercado financeiro, onde, este é toda transação feita através de obrigação emitida por agente deficitário ou por intermediários financeiros que busquem atrair recursos para eles. Estes recursos são negociados através de ativos que se diferenciam entre eles, sobretudo com relação ao risco.

Um ponto crucial para que as economias possam se desenvolver, é o investimento. Ou seja, a habilidade dos agentes econômicos de recusar o consumo imediato de parte de sua

renda, para utilização posterior como investimento no crescimento de sua atual, ou nova, fonte de renda (CARVALHO, 2000).

As relações descritas no conceito sistema financeiro de Carvalho se dão, segundo ele mesmo, fundamentalmente entre dois tipos de agentes:

1. As unidades superavitárias; cujos planos de dispêndio corrente são inferiores à sua renda esperada para o mesmo período, estes gastos podem ser classificados como gastos de consumo e gastos de investimento. Com este excesso de recursos, as unidades superavitárias precisarão decidir como, ou melhor, que objeto, servirá como acúmulo de capital; e se bens de consumo já foram considerados, resta aos agentes a alocação em ativos financeiros. Esta alocação transforma-os em demandantes de ativos financeiros, ou seja, ofertantes de poupança financeira, que são recursos disponibilizados à terceiros para uso imediato.
2. As unidades deficitárias; cujas pretensões de gastos correntes são superiores à sua renda, devem estar dispostas a trocar parte de seus possíveis ganhos futuros por acesso imediato à capital, o qual lhes permitirá realizar seu dispêndio desejado.

As relações podem ainda ser classificadas entre relações intermediadas e relações desintermediadas, que acontecem respectivamente nos mercados de crédito e de títulos ou de capitais (CARVALHO, 2000).

### **2.1.1. Relações intermediadas**

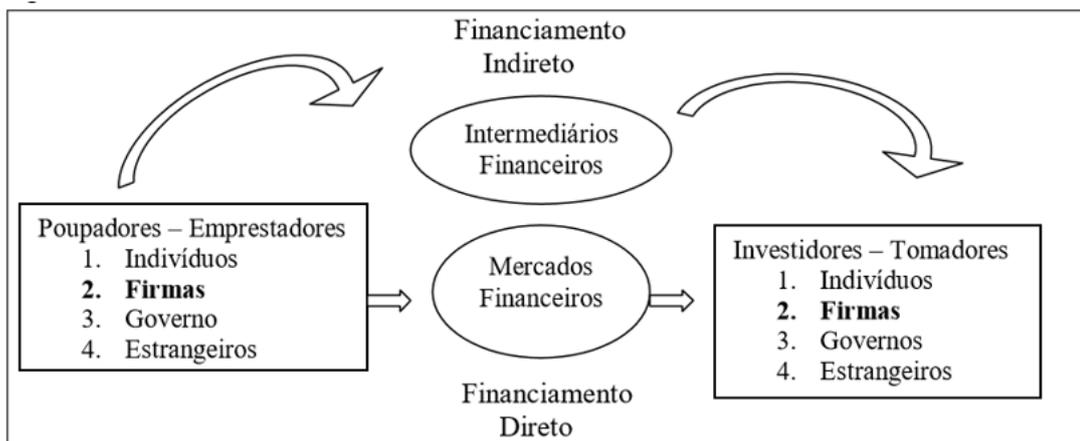
Relações financeiras intermediadas são aquelas em que instituições financeiras participam das operações a fim de propiciar a troca de recursos entre agentes superavitários e deficitários de forma indireta, não sendo necessário assim que estes se conheçam ou que tenham as mesmas necessidades (CARVALHO, 2000).

O risco neste tipo de relação é transferido, tanto pelo agente deficitário quanto pelo agente superavitário, para a instituição financeira intermediadora. A remuneração destas instituições nas relações intermediadas se dá através do *spread*, que é a diferença entre o custo da captação e o retorno do emprego do recurso (CARVALHO, 2000).

Um exemplo simples é no mercado bancário, no caso de depósito à vista. Os bancos operam captando depósitos, ou seja, emitindo obrigações junto aos depositantes. Estes

depósitos entram como recursos disponíveis ao banco para que ele os utilize para conceder crédito à tomadores de recursos, emitindo assim direitos próprios contra os tomadores finais (CARVALHO, 2000).

Figura 1 – Fluxo de financiamento direto e indireto.



Fonte: Mishkin, 1998.

Hillbrecht (1999, apud INÁCIO, 2009) aponta como uma vantagem das relações intermediadas a diminuição dos custos de transação (tempo e dinheiro gastos na negociação dos ativos); pois as instituições intermediadoras beneficiam-se da utilização de economias de escala e da redução de assimetrias de informações, visto que elas têm mais aparatos para a aquisição de informações e análise de risco.

De acordo com Silva (2006, p. 247, apud SILVA, 2008, p. 14)

A existência do sistema financeiro está condicionada a imperfeições de mercado, tais como falhas no canal de transmissão de informação entre os agentes econômicos e distanciamento do mercado competitivo (poder de mercado). As trocas entre os agentes tornam-se mais onerosas quanto mais graves são as falhas de mercado, podendo, como caso limite, inviabilizá-las. A intermediação financeira surge, então, como um mecanismo para minimizar tais imperfeições, facilitando (intermediando) a alocação dos recursos entre poupadores e tomadores de empréstimos e, dessa forma, transmitindo aos investimentos produtivos os recursos necessários.

### 2.1.2. Relações desintermediadas

Relações financeiras desintermediadas são aquelas onde há, contato e risco direto entre o alocador e o tomador de recurso (CARVALHO, 2000). Os tomadores de recurso emitem então *securities*, que são “promessas de pagamento futuro baseadas na renda futura ou nos ativos do tomador do empréstimo.” (HILLBRECHT, 1999, p. 20; apud INÁCIO, 2009, p. 22).

Nestes mercados de relações desintermediadas, as instituições financeiras realizam a colocação dos papéis no mercado, bem como disponibilizam ferramentas para que as operações sejam possíveis, sendo remuneradas através de taxas, muitas vezes chamadas de corretagem (CARVALHO, 2000).

### **2.1.3. Mercados de crédito e mercado de títulos ou de capitais**

O mercado de crédito, segundo Carvalho (2000), é um mercado individualizado, que têm suas relações sob a intermediação, e seus contratos de empréstimo são definidos de forma personalizada, de modo à atender as necessidades individuais, tanto dos emprestadores quanto dos tomadores, no tocante à juros, prazos, garantias, entre outras delimitações relevantes à operação.

O mercado de títulos, ou mercado de capitais, também segundo Carvalho (2000), diverge do mercado de crédito. Seus contratos são mais genéricos, devendo assim as partes contratantes adaptarem-se às especificidades de cada título; porém não significa que o mercado de capitais não tenha regras de padronização, elas existem para conferir uniformidade e qualidade de substituição entre títulos de mesma natureza. Estes, quando podem ser negociados no mercado secundário, adquirem liquidez, ou seja, capacidade de transformação em moeda aumentada.

De acordo com Carvalho (2000, p. 244)

A segurança do sistema financeiro também depende de como estes mercados são estruturados. Espera-se que mercados de crédito se mostrem mais seguros do que mercados de títulos, porque nos primeiros os transacionadores se conhecem melhor do que nos segundos, Em mercados de crédito estabelecem-se com frequência relacionamentos de longo prazo entre as partes, o que não ocorre no mercado de títulos, onde as transações são normalmente anônimas, especialmente se tem lugar em mercados públicos como bolsas.

Há ainda, no mercado de títulos, as agências de rating, que servem como instituições especializadas no repasse de informações ao público, sobre a qualidade de tomadores de recursos e de títulos emitidos por estes; servindo como indicador de risco para potenciais investidores (CARVALHO, 2000).

### **2.1.4. Mercado primário e mercado secundário**

Mercados primários referem-se à colocação inicial de um título no mercado, ou seja, a primeira operação que o produto financeiro sofre. Este mercado é onde ocorre a real canalização dos recursos por parte dos agentes deficitários (CARVALHO, 2000).

Quando o título de mercado primário é renegociado, ele se transforma em um título de mercado secundário. Estes mercados são importantes pois dão liquidez aos produtos. Este é um ponto muito importante, pois liquidez reduz risco, sendo assim ao realizar a aquisição de um produto de um mercado secundário organizado, ou seja, que tenha liquidez, o alocador não fica preso ao papel, por mais que o valor, ou melhor, o preço do ativo seja variável (CARVALHO, 2000).

### **2.1.5. Sistema bancário e os depósitos à vista**

Os bancos têm duas opções para destinar os recursos que captam através de depósitos a vista, eles podem operar com estes recursos, ou reservá-los para quando seus depositantes os exigirem (CARVALHO, 2000).

De acordo com Dias (2007, p. 24)

Para utilizar os recursos de que dispõem, os bancos podem optar em mantê-los sob a forma de dinheiro, um ativo totalmente líquido, ou realizar os empréstimos que serão recompensados pelas taxas de juros. Neste caso, se o banco mantiver sob a forma de reservas um valor menor do que o necessário para cobrir os saques, deve realizar um empréstimo junto ao Banco Central, pelo qual deverá pagar uma alta taxa de juros devido a não ter agido com precaução.

Nesse sentido, Carvalho (2000), nos mostra que os custos de uma instituição financeira ao decidir operar os recursos captados é expresso pela taxa de juros que terá que pagar, caso ocorra uma demanda dos seus depositários por liquidez superior à sua reserva. Já os custos ao decidir manter a reserva destes depositários é o chamado custo de oportunidade, ou seja, é expresso pela renda que deixa de obter caso optasse por realizar operações com estes recursos.

### **2.1.6. Juros**

A taxa de juros é considerada como um benefício trocado pela recusa de liquidez. Desta forma a sua definição não se faz apenas pelas políticas monetárias aplicadas, mas também pelos riscos que os participantes do mercado estão dispostos a assumir. Sendo assim, o seu valor

depende de fatores psicológicos e das expectativas do mercado, que quando pessimistas, devido às incertezas sobre a atividade econômica de uma dada economia, deve aumentar, para que o investimento sob juros ainda lhes valha a pena (KEYNES, 2012).

De acordo com Bresser (1991, apud SILVA, 2015), a taxa de juros é o preço do capital, e sua definição ocorre pelas relações de oferta e demanda. Desta forma, a taxa de juros pode ser considerada como um prêmio por escolher adiar o consumo presente, neste caso, o tempo de espera caminha junto com o tamanho da gratificação. Para ele, é através da taxa de juros que se alcança um equilíbrio entre o investimento e a poupança.

## 2.2. TEORIA NEOCLÁSSICA

De acordo com Fonseca (1981), Alfred Marshall inicia com a teoria neoclássica a partir da tentativa de juntar os pensamentos marginalistas (valor-utilidade) e clássico (valor e formação de preços); desta forma para Marshall há uma ligação na formação de preços entre a utilidade e os custos de produção (SILVA, 2015).

Para Silva (2015), de acordo com o princípio da utilidade crescente, criada pela escola de Viena fundada por Karl Menger, a utilidade de um bem flui em sentido oposto em relação à sua quantidade, ou seja, a sua utilidade decresce quando a sua quantidade aumenta.

Uma premissa importante da teoria neoclássica é que ela não admite a existência do sentimento de incerteza, pois se baseia na racionalidade (OCIO, 2000).

De acordo com Carneiro (2004, p. 17, apud SILVA, 2015 p. 16)

Por ser racional, o homem avaliaria todas as alternativas colocadas para escolher uma que oferecesse o máximo de prazer e um mínimo de dor. O homem seria capaz de ser frio e calculista a ponto de abandonar o instinto, o hábito, as convenções e se concentrar apenas em uma avaliação racional do prazer e da dor.

A teoria neoclássica acredita ainda que as crises econômicas são passageiras, e ocorrem devido à intervenção excessiva dos governos e dos sindicatos na economia, sendo assim para o seu bom funcionamento é necessário liberdade; e a economia se ajustará automaticamente (SILVA, 2015).

De acordo com Mattei (2011, apud SILVA, 2015), a teoria neoclássica é baseada na ideologia de livre mercado, onde todo participante deste, deve ter plena liberdade para satisfazer seus desejos, sendo que para isso a economia não poderia apresentar travas, ou seja, interferências do Estado. Como consequência têm-se o bom funcionamento e a auto regulação

da economia, além de estímulo à concorrência e, conseqüentemente; melhora na qualidade dos produtos com a diminuição dos custos, através de investimentos em novas técnicas de produção. Desta forma, cumpre-se um dos objetivos da economia, que é o uso eficiente dos recursos que são limitados.

De acordo com Silva (2015, p. 16)

O liberalismo econômico presente na escola neoclássica defende a não intervenção do Estado na economia, pois todo seu embasamento teórico pressupõe que a economia se autorregula, tendendo naturalmente para o pleno equilíbrio. Para os defensores do laissez faire, o Estado teria um papel ínfimo na sociedade, cabendo-lhe apenas a função mais básica da economia, como manter a liberdade individual, assegurar os direitos da propriedade privada, zelar pela segurança, cuidar do bem estar do cidadão investindo em saúde e educação.

De acordo com Souza (2000, p. 18, apud SILVA, 2015, p. 17)

Toda a atenção estava centrada no ato de produzir, de onde derivou a lei dos mercados ou lei de Say: tudo o que fosse procurado seria vendido, pois as rendas geradas pela nova produção correspondia, ao mesmo tempo, aos recursos necessitados pelos consumidores para a aquisição da produção aumentada. Desse modo, não haveria crise econômica pela existência de produção não vendida, com aumento de estoques, seja pelo fato das empresas terem produzido acima das necessidades de consumo (crise de superprodução), seja porque o consumo não cresce na proporção da oferta por insuficiência de renda, ou achatamento salarial (crise de subconsumo).

De acordo com Bresser (1968, apud SILVA, 2015); os salários e preços podem ser reduzidos a fim de estimular a produção e a demanda, quando esta última enfrentar problemas que tenham consequência no desemprego. Desta forma, com a flexibilização dos salários e preços, pode-se reestabelecer o pleno emprego, sem que para isso haja a necessidade de intervenção governamental. Prebisch (1998, apud SILVA, 2015) acrescenta que; segundo a teoria neoclássica, se há desemprego, o mesmo só pode ser de caráter voluntário e friccional; pois, ao desemprego voluntário é atribuído que os trabalhadores não aceitam ganhar menos, e que pela remuneração oferecida há a preferência de não trabalhar; e ao desemprego friccional, que este ocorre devido à ajustes temporários na economia.

Para a teoria neoclássica, crises só existem por conta de extrema intervenção estatal na economia, distorcendo assim o funcionamento natural do sistema (BASILIO, 2008).

De acordo com Basílio (2008)

De qualquer sorte, dado que a crise financeira requer proposições de política econômica, a corrente neoclássica, obviamente, defenderá a necessidade de um forte ajuste fiscal por parte do governo com o objetivo de aumentar a poupança doméstica, liberando, dessa forma, recursos adicionais aos empresários.

### 2.3. TEORIA GERAL DE KEYNES

Para Keynes (2012) o investimento é a variável mais importante da economia. Uma queda na taxa de emprego decorrente de uma queda na demanda (o que ocasionaria queda também no nível de renda) somente seria vencida através do aumento do investimento, também poderia se ter sucesso com mudanças na propensão a consumir, mas estas mudanças são mais difíceis de serem alcançadas.

De acordo com Keynes (2012, p. 105)

[...] o emprego só pode aumentar *pari passu* com um aumento do investimento, a não ser, bem entendido, que se verifique uma mudança na propensão ao consumo. Na realidade, quando o emprego sobe, os consumidores vão gastar menos do que o aumento no preço da oferta agregada e o aumento de emprego terá como saldo uma perda, a não ser que um acréscimo no investimento venha preencher a lacuna.

De acordo com Mattei (2011, apud SILVA, 2015); a teoria keynesiana é uma crítica à lei de Say, ao pleno emprego dos mercados decorrentes da flexibilidade dos preços, a neutralidade da moeda e a existência do desemprego voluntário.

Neste último, Keynes (2012) propõe que os trabalhadores não se opõem a uma queda dos salários reais, o que acontece na verdade é que não há demanda suficiente para o consumo de toda a produção, e não sendo necessário produzir mais; não há necessidade de investimento em força de trabalho. Sendo assim, o emprego depende das expectativas dos investidores em obterem rendimento através de investimentos na cadeia produtiva.

De acordo com Bresser (1968, p. 23, apud SILVA, 2015, p.21); “A denúncia de Keynes ao laissez-faire partia da verificação que, deixado o sistema econômico por sua própria conta, tenderia ele, inexoravelmente, à crise crônica de subconsumo e ao desemprego.”

O pleno emprego, na teoria geral de Keynes, só poderia ser alcançado através da intervenção do Estado, por meio de políticas de aumento de gastos públicos, pois isso amenizaria a queda na demanda e no consumo (BRESSER, 1968, apud SILVA, 2015).

Keynes (2012) nos traz um conceito de eficiência marginal do capital, que demonstra o quão eficiente é um capital com relação ao seu retorno de rendimento.

De acordo com Keynes (2012, p. 133)

A relação entre o rendimento prospectivo de um bem de capital e o seu preço de oferta ou custo de reposição, ou seja, a relação entre o rendimento prospectivo de uma unidade adicional daquele tipo de capital e o seu custo de produção, nos dá a eficiência marginal deste capital. Mais precisamente, defino a eficiência marginal do capital como sendo a taxa de desconto que faria com que o valor presente da série de anuidades dadas pelos rendimentos esperados desse capital durante toda a sua

existência fosse exatamente igual ao seu preço de oferta. Isso nos dá as eficiências marginais dos tipos específicos de bens de capital.

Keynes (2012) continua; esclarecendo que o rendimento considerado é em expectativa, enquanto o preço de oferta considerado é o corrente. Quando se tem um período de aumento de investimentos em um bem de capital específico, este tende a ter sua eficiência marginal diminuída, devido a lei da oferta e demanda; a parte da oferta, que tem mais importância no longo prazo, aumentará devido à maiores investimentos, reduzindo assim a expectativa de rendimento; e a parte da demanda, que tem mais importância no curto prazo, sob os recursos necessários a produção do tal bem de capital, aumentará, acarretando em provável elevação de preços, ocorrendo em aumento nos custos de produção. Keynes conclui então, que os investidores irão investir nos bens de capital até que a eficiência marginal deles seja igual à taxa de juros vigente, caso contrário, não valeria à pena investir no bem de capital e sim no mercado financeiro atrelado à taxa de juros.

O professor Irving Fisher, na sua *Theory of Interest* (1930) já pensava na ideia de eficiência marginal do capital, porém com outro nome, taxa de retorno sobre o custo. O professor explica que a expansão do investimento depende de uma comparação entre a taxa de juros e a taxa de retorno sobre o custo. Portanto, para que se tenha novos investimentos, a taxa de retorno sobre o custo precisa ser maior do que a taxa de juros (KEYNES, 2012).

Neste contexto, Keynes (2012) afirma que uma queda na taxa de juros permitiria que os níveis de investimento aumentassem, impactando também no aumento da produção, do emprego e da demanda por investimento (elevação da eficiência marginal). Porém, o investimento feito em um bem de capital, no passado, e no presente, se relaciona de forma diferente com a teoria da eficiência marginal do capital e com os juros. Um bem de capital comprado no passado, terá que competir em sua vida útil com bens de capital de mesma natureza porém mais novos, adquiridos em épocas diferentes, com demandas e preços diferentes; portanto para bens de capital mais velhos, caso a taxa de juros tenha uma queda, a sua eficiência marginal também terá esta queda acompanhada pois a eficiência marginal de novas aquisições de bens de consumo de mesma natureza será maior, pois os custos de juros e consequentemente de produção, serão menores.

De acordo com Keynes (2012, p. 139)

Convém notar que expectativa de um queda futura da taxa de juro terá por efeito fazer baixar a curva da eficiência marginal do capital, pois significa que a produção resultante do equipamento produzido hoje terá de competir, durante parte da sua vida, com a produção proveniente de equipamentos a que bastará uma retribuição menor.

Conforme a definição de taxa de juros exposta por Keynes (2012), se o pessimismo instalado for muito grande, qualquer que seja a oferta de moeda não surtirá efeito para diminuir a taxa de juros, pois os agentes irão agir com preferência pela liquidez, ou seja, irão reter a moeda afim de se proteger da incerteza instaurada no mercado, ademais, como consequência deste processo, têm-se uma elevação na taxa de juros pela falta de oferta de recursos.

De acordo com Keynes (2012, p. 164)

Embora seja esperado que, *coeteris paribus*, um aumento na quantidade de moeda reduza a taxa de juro, tal não ocorrerá se a preferência do público pela liquidez subir mais do que a quantidade de moeda. Embora se possa esperar que, *coeteris paribus*, uma baixa na taxa de juro estimule o fluxo de investimento, tal não acontecerá se a escala da eficiência marginal do capital descer mais rapidamente que a taxa de juro. E, embora se possa esperar que, *coeteris paribus*, um aumento do fluxo de investimento faça aumentar o emprego, tal não ocorrerá se a propensão ao consumo estiver em queda.

Para Keynes (2012), a taxa de juros tem sim papel importante no desencadeamento de crises, porém, uma explicação mais normal, e quase que predominante, é na verdade um repentino colapso na eficiência marginal do capital.

De acordo com Keynes (2012, p. 284)

É isso que, de fato, torna a depressão tão intratável. Mais tarde, um declínio da taxa de juro será um poderoso fator de recuperação e, provavelmente, uma condição necessária da mesma, mas, de momento, o colapso da eficiência marginal do capital pode ser tão absoluto que nenhuma eventual taxa de juro baste para contrabalançá-lo. Se a redução da taxa de juro constituísse por si mesma um remédio efetivo, poderia conseguir-se a recuperação um lapso de tempo relativamente curto e por meios que estariam mais ou menos diretamente a alçada da autoridade monetária. Mas não é o que costuma acontecer, não sendo fácil reanimar a eficiência marginal do capital, determinada como é pela psicologia incontrolada e desobediente do mundo dos negócios. É a restauração da confiança, para usar a linguagem comum, que é difícil de controlar numa economia de capitalismo individualista.

#### 2.4. HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA E CICLOS ECONÔMICOS NA VISÃO PÓS-KEYNESIANA

Os pensamentos de Hyman Philip Minsky (1919-1996) estão fortemente baseados nas ideias da Teoria Geral, apresentada por Keynes. Esse, contribui para com Keynes acrescentando pensamentos sobre instabilidade financeira e teoria do investimento, sobretudo com sua hipótese da instabilidade financeira, estruturas e formas de financiamento, e ciclos econômicos (SILVA, 2015).

Para Minsky, o sistema de economia capitalista só existe através também da existência de bancos, instrumentos de dívida e crédito. Desta forma, a busca pelo lucro é o que move o sistema; essa busca cada vez maior, traz consigo uma geração de dívida que cresce na mesma proporção (DEOS, 2008).

De acordo com Deos (2008, p. 12)

Assim, é bom esclarecer: Minsky não é um autor “da crise”. Ele é, isso sim, um autor que formula uma hipótese para explicar como as economias capitalistas funcionam regularmente e por que, ao fazê-lo, apresentam um comportamento cíclico e tendem a produzir momentos de instabilidade – cada momento, é claro, definido por suas especificidades históricas e institucionais.

A economia capitalista de Minsky é caracterizada por um sistema financeiro sofisticado e complexo. Neste, os agentes econômicos trocam dinheiro presente por dinheiro futuro; o que gera endividamento devido à necessidade de financiar gastos de consumo e investimento. As trocas são baseadas nos preços de demanda (que é valor que os demandantes estão dispostos à pagar), e nos preços de oferta (que é o valor que os ofertantes podem oferecer; somados às condições de financiamento, que são os custos financeiros para a operação de crédito). O preço de demanda depende da expectativa da quase-renda dos demandantes e da capacidade de liquidez que os produtos negociados têm ou poderão ter no futuro; os preços de oferta dependem dos custos inerentes à produção, das taxas de juros praticadas e da expectativa de renda do ofertante. A partir disso, conclui-se que; para que os investimentos aconteçam, os preços de demanda precisam ser superiores aos preços de oferta, além de uma aceitação por parte dos empresários em aumentar seu endividamento (SILVA, 2015).

Para Minsky (1986, apud BAHRY; GABRIEL, 2010), essas expectativas trazem risco tanto para o devedor quanto para o credor. Para o devedor o risco é subjetivo e não aparece nos contratos, pois eles vêm em forma de falha na realização dos ganhos esperados e na diminuição da diversificação do seu portfólio de ativos, pendendo assim liquidez. Já para o credor, apesar de o risco também ser subjetivo, ele aparece nos contratos através da taxa de juros, prazos e exigência de garantias; seus riscos estão ligados ao desapontamento da expectativa de o seu devedor conseguir saldar o compromisso. Logo, quanto maior o risco do devedor, menor o preço de demanda, pois à medida que o endividamento aumenta, diminui a sua margem de segurança; por outro lado o aumento do risco do credor, se traduz-se no aumento do preço de oferta, para que esta compense o risco.

Segundo Minsky (2013, apud SILVA, 2015); margem de segurança é a proporção entre financiamento externo (com recursos de terceiros) e internos (com recursos próprios);

logo quando maior o rendimento futuro esperado, em relação às suas obrigações com a taxa de juros, maior será a margem de segurança do credor.

De acordo com Bahry; Gabriel (2010, p. 38)

A instabilidade de um regime com predominância de estruturas de financiamento especulativas ou Ponzi está relacionada, em grande medida, ao impacto das taxas de juros, que tendem a se elevar durante o boom. Essa elevação tem efeitos opostos sobre o preço de demanda e o preço de oferta, diminuindo a diferença entre eles, podendo mesmo chegar a uma reversão, o que ocasiona uma interrupção dos investimentos em nível macro. A queda do investimento provoca mais queda nos lucros, causando dificuldades para pagar as dívidas acumuladas anteriormente.

De acordo com DEOS (2008), cada um destes agentes tem uma composição de ativos e passivos em sua carteira, muitos destes são expressivos em valor e prazo; quando os ativos em questão são considerados bens de capital, a racionalidade da compra é baseada na expectativa de retorno desta aquisição, ou seja, que o rendimento da utilização do bem comprado seja superior ao seu valor de compra, incluindo os custos financeiros para tal. Já quando os ativos são considerados duráveis, não se busca necessariamente o lucro, mas normalmente o consumo. Os agentes envolvidos na aquisição deste passivo financeiro, pretendem honrar tais compromissos a partir da expectativa de:

1. Receitas ordinárias (como o retorno pela venda de sua própria mão de obra);
2. Condições favoráveis para o refinanciamento deste passivo;
3. Que as receitas oriundas da utilização deste passivo sejam superiores aos custos totais;
4. Que os bens adquiridos tenham uma valorização superior aos custos financeiros para aquisição do próprio.

De qualquer forma, o importante é destacar que todos eles se baseiam em expectativa. Além deles, os adquirentes de ativo financeiro, também se baseiam na aposta de que os devedores tenham capacidade de honrar seus compromissos. Logo, Minsky diz que a economia capitalista é, por natureza, especulativa; onde os agentes participantes constroem posições calçadas em expectativas de um futuro que é instável, incerto, e sujeito à diversos fatores que o fazem oscilar entre momentos de crise e de crescimento, estas expectativas podem então não se concretizar da forma esperada pelos agentes, ocasionando, segundo Bahry; Gabriel (2010), consequências ao mercado financeiro e, à economia real. Neste sentido só o tempo poderá dizer se estes agentes estavam certos ou errados sobre suas apostas (DEOS, 2008).

De acordo com Minsky e Arrighi (1982 e 2016, apud SILVEIRA, Thiago, 2017, p. 18)

[...] Minsky (1982) nos mostra que períodos de crise e instabilidade financeira são características intrínsecas dos ciclos econômicos. Para o autor, o capitalismo possui falhas inerentes e inescapáveis. A tranquilidade e o sucesso não são estados autossustentáveis, pois uma estrutura financeira robusta pode transformar-se, endogenamente, em uma estrutura financeira frágil (MINSKY, 1982). Tendo em vista tais preceitos, e a ideia de Arrighi (2016) de que as crises são o *modus operandi* do capitalismo, e que ciclos de expansão são seguidos de ciclos de contração, as décadas de 1920 e 1930 podem ser consideradas, respectivamente, períodos de expansão e contração.

É diante deste contexto que Minsky nos traz a sua hipótese da instabilidade financeira. Para Minsky, segundo Silva (2015), a estabilidade econômica depende da forma de financiamento dos investimentos, ou seja, o sistema capitalista é naturalmente instável, e esta instabilidade é endógena, onde os próprios agentes, na sua irracional busca incessante pela maximização do lucro, induzem a formação da instabilidade financeira pela estrutura de financiamento que utilizam.

De acordo com Silva, (2015. p. 35)

O crescimento ser sustentado pelo endividamento não é um fator que leva o sistema ao um colapso, Minsky propõe que quando a empresa não consegue financiar através dos seus recursos internos é importante tomar empréstimos externos, sendo este “Chave na decisão de investimento”. O problema está na proporção entre o financiamento de unidade Hedge, Especulativa e Ponzi, e quando mais esta economia apresenta na sua estrutura de endividamento posições do tipo especulativas e Ponzi, mais instável e propensa à crise ela se torna.

É necessário agora entendermos como Minsky estrutura estas posições de endividamento na sua hipótese de instabilidade financeira. Ele classifica os agentes com passivos em três tipos distintos de acordo com sua posição em relação ao seu endividamento, são eles: Hedge, Especulativo, Ponzi (INACIO, 2009).

Iniciaremos trabalhando a estrutura com posição Hedge, a mais sólida dentre as três; agentes nesta posição têm seus compromissos financeiros futuros (estão inclusos nestes compromissos tanto as amortizações quanto os juros incidentes sob seu saldo devedor) cobertos pelo rendimento futuro esperado de seus ativos. Desta forma as variáveis que podem alterar esta estrutura estão no aumento dos custos de produção e/ou na queda de receitas; não sendo afetada, portanto, por variáveis de crédito (INÁCIO, 2009; SILVA, 2015; SILVEIRA, Thiago, 2017).

Quando se tem uma situação em que os rendimentos futuros esperados são suficientes para cobrir as obrigações financeiras de amortização, mas não de juros tem-se o que Minsky chama de posição especulativa, esta unidade portanto, precisará refinar a sua dívida para conseguir honrar seus compromissos na totalidade (INACIO, 2009).

De acordo com Minsky (2013, apud SILVA; 2015. p. 32)

Minsky (2013) compara renovação constante da dívida como uma bola de boliche, na qual ao jogá-la, apenas ela irá deslizar, mas sem aumentar seu tamanho. As instituições do tipo especulativo renovam suas dívidas na expectativa que a renda futura de longo prazo seja maior que suas obrigações no presente. Logo, as unidades do tipo Especulativas estão sujeitas não somente a elevação de seus custos produtivos ou a queda na quase renda esperada, mas também as condições do mercado de crédito, uma vez que precisam sempre estar renovando seus empréstimos com outras instituições para saldar suas dívidas.

A terceira, e mais arriscada, posição financeira, é chamada de Ponzi. Esta é caracterizada quando a unidade tem rendimentos futuros esperados insuficientes para o pagamento de suas obrigações, neste caso incluindo até mesmo os juros; é necessário então recorrer ao endividamento adicional (SILVEIRA, Thiago, 2017).

De acordo com Minsky (2013, apud SILVA; 2015. p. 33)

Minsky faz uma comparação dessa unidade como uma bola neve, que conforme desce a montanha, seu volume aumenta. Assim como a unidade especulativa, a unidade Ponzi está sujeita as variações no mercado de crédito. [...] Logo, unidades Ponzi passam por uma deterioração financeira cumulativa.

Segundo Inácio (2009), a mudança de posição em uma estrutura acontece na fase de crescimento econômico, devido ao fato de que a confiança gerada pelo bom desempenho passado e presente faz com que os agentes sejam atraídos à diminuir suas margens de segurança, ou seja, há um aumento de seu endividamento e uma diminuição de sua liquidez à medida que crescem seus investimentos.

Segundo Silva (2015), tanto para Keynes (1996), quanto para Minsky (2013); o sistema financeiro passa por momentos de crescimento e declínio econômico, este fenômeno é descrito por eles como ciclos econômicos.

De acordo com Silva (2015, p. 73)

Para Keynes (1996), os ciclos econômicos são marcados por fortes alterações nos níveis de investimentos, emprego, renda e produção. São momentos onde a economia opera alternando em uma fase de expansão do crescimento com declínio da atividade econômica. O tempo de alternância entre o período de prosperidade e de recessão ou de recessão para crescimento se apresentam de forma distintas.

Keynes (2012) aponta que a transição de períodos de prosperidade para a fase de declínio acontece de forma abrupta, em uma velocidade muito superior à transição contrária (SILVA, 2015).

Começaremos falando de duas fases do ciclo. Crescimento fundamentado e, crescimento infundado ou também chamado de boom e euforia.

De acordo com Bahry; Gabriel (2010), conforme a hipótese da instabilidade financeira de Minsky, longos períodos de tranquilidade e sustentável crescimento econômico (crescimento fundamentado) são um prato cheio para um aumento da confiança e da expectativa de realidades cada vez mais favoráveis no futuro, estas chegam a tal extremo que, os investidores subestimam os riscos que assumem sobre suas posições, aumentando-as cada vez mais. Este sentimento se propaga e se transforma em euforia, e a prática de financiar posições de longo prazo com passivos de curto prazo se torna crescente e comum.

No primeiro momento, de tranquilidade e crescimento fundamentado da economia, as taxas de juro, de modo geral, se apresentam baixas, pois acompanham o risco, que também é baixo. Já no segundo momento, há uma elevação exacerbada do desejo de investimento, para tanto a demanda por crédito também esta acompanha. Como reação, a taxa de juros aumenta devido a demanda e ao aumento do risco, este cresce de acordo com o aumento do endividamento. A estabilidade é instabilizante (BAHRY; GABRIEL, 2010).

De acordo com Bahry; Gabriel (2010, p. 36)

Conforme Minsky (1975), durante um boom a estimação dos riscos do credor e do devedor tende a se tornar imprudentemente baixa. Os banqueiros vivem no mesmo clima de expectativas que os acionistas e gerentes. A extensão em que a alavancagem se realiza depende, além das expectativas das firmas que investem, da disposição dos banqueiros em emprestar e dos acionistas em segurar ações alavancadas.

Sendo assim, segundo Silva (2015); na fase eufórica, os agentes vão diminuindo cada vez mais as suas margens de segurança, pois ninguém quer ficar de fora do período de bonança, para isso expandem a concessão de crédito e se esquecem da liquidez. De acordo com Kindleberger (2000 p. 3; apud SILVA, 2015, p. 76): “na fase maníaca, pessoas ricas ou com crédito transformam seus bens em dinheiro, ou tomam empréstimos para comprar ativos financeiros reais ou ilíquidos.”

Bahry; Gabriel (2010) acrescenta que; os banqueiros, guiados pelo sentimento de segurança, se expõe cada vez mais ao endividamento, e criam instituições e práticas financeiras. Este pensamento vai de acordo com Minsky; que segundo Deos (1997, apud BAHRY; GABRIEL, 2010), diz que as inovações financeiras são uma característica das fases de expansão nas economias capitalistas modernas.

Desta forma, segundo Minsky (1975, 1986; apud SILVEIRA, Thiago, 2017), a atividade bancária exerce um papel essencial na desestabilização das relações econômicas, surgindo como uma desestabilizadora endógena.

Este movimento se torna então especulativo, e gera um aumento nos preços, tanto dos ativos financeiros, quanto dos bens. O que poderia, racionalmente, frear a continuação da expansão infundada; não acontece, pois os agentes já não agem mais com a mesma racionalidade de antes. Segundo Keynes (2012), as expectativas com os rendimentos futuros são tão altas que superam a realidade de aumento de juros e de custos de produção, ou seja, a confiança na economia é tão grande que contrabalança a queda na eficiência marginal do capital.

Para exemplificar o movimento especulativo, segundo Minsky (2013, apud SILVA, 2015); o preço das ações de empresas se descola do preço real dos ativos destas empresas, possibilitando alavancagem, começando assim a inflar uma bolha do sistema financeiro.

De acordo com Cintra e Cagnin (2008, p. 42, apud SILVA, 2015, p. 77)

Nesse ambiente de euforia, reduz-se a aversão ao risco, que se manifesta na queda da percepção do risco de crédito, na melhora dos critérios de rating, no rebaixamento dos critérios de concessão de empréstimos e na redução das provisões para devedores duvidosos. Os bancos e os investidores institucionais, na medida em que as projeções otimistas se confirmam, lançam-se à procura de novos clientes e novas operações. Passam a inflar suas carteiras com dívidas de empreendimentos cada vez mais arriscados, de recuperação difícil em uma conjuntura distinta (hipotecas subprime, por exemplo). Dessa forma, episódios de otimismo excessivo estimulam a entrada de devedores e de credores em processos de riscos crescentes.

Em dado momento do período de boom, a economia está inundada de agentes em posições de endividamento especulativas e Ponzi; os juros por sua vez, que já vinham em uma tendência de alta, tendem a aumentar ainda mais nos períodos finais da fase de euforia. É diante deste cenário que vamos para a próxima fase do ciclo; a desaceleração financeira (SILVEIRA, Thiago, 2017).

Com o aumento dos juros, mais e mais agentes estruturados sobre posições especulativas vão descendo e adquirindo posições Ponzi; além desse efeito, o aumento dos juros aplica um aumento no preço de oferta e uma diminuição no preço de demanda. De acordo com este movimento, os dois preços vão se aproximando cada vez mais, os lucros vão caindo, bem como os investimentos, a inadimplência aumenta, e conseqüentemente a desconfiança começa a aparecer, com ela a diminuição do crédito e um novo aumento da taxa de juros. Este processo continua até que os preços de oferta e de demanda se invertem e o crédito é interrompido, juntamente com os investimentos, e neste momento é identificada a próxima fase, a crise (BAHRY; GABRIEL, 2010).

De acordo com Lourenço (2006, apud BAHRY; GABRIEL, 2010, p. 40)

[...] a interpretação minskyana das flutuações das economias capitalistas sofisticadas do ponto de vista financeiro não postula a inexistência de choques exógenos, nem mesmo desconsidera seus impactos na geração de uma crise. Porém, tais choques não são necessários para formalizar tais flutuações. Quer dizer, a crise financeira até pode ser desencadeada por decisões de política econômica equivocadas, mas nesse caso o país já deve estar inserido em contexto de fragilidade financeira, englobando, além do sistema bancário, os demais agentes econômicos, como fundos de investimento e tomadores de recursos.

De acordo com Gontijo & Oliveira (2009, p. 11, apud INÁCIO, 2009, p. 18) “A crise, portanto é causada por choques inesperados, que se desenvolvem num contexto em que os agentes econômicos se encontram financeiramente vulneráveis.”

Minsky (1982, apud SILVEIRA, Thiago, 2017, p. 53) acrescenta ainda que; “[...] se as estruturas e instituições financeiras se mostram desregulamentadas, maior será a fragilidade do sistema econômico, suscitando, como consequência, crises financeiras e econômicas.”

É necessário, neste momento, compreender alguns conceitos de crise. Para tanto, Prado (2011) apresenta definições claras e interessantes acerca do assunto.

- ❖ **Flutuações econômicas ou Ciclos econômicos:** São alterações nos movimentos das atividades da economia, que se traduzem em períodos de aumento e redução na taxa de crescimento econômico. Estas oscilações, porém, não têm como consequência necessária recessões ou depressões.
- ❖ **O estouro de uma bolha (um *crash*):** É um momento específico da economia, quando ocorre um estouro de uma bolha inflacionada nos períodos de crescimento econômico. Por exemplo; quebra de um grupo de empresas de um mesmo setor da economia ou de grandes instituições financeiras, ou ainda uma queda abrupta do preço de ativos.
- ❖ **Pânicos:** É o sentimento, e ação, sem causa aparente ou exagerada, e disseminada, de preferência por liquidez; ou seja, fuga de capital, em massa, aplicado em mercados considerados mais arriscados, para ativos considerados mais seguros.
- ❖ **Crises financeiras:** Crise financeira caracteriza-se por redução da atividade econômica e elevação da percepção de risco. Tem impactos na oferta de crédito, solvência de bancos e nível de liquidez na economia. Uma crise financeira pode ser originada tanto de um *crash*, quanto de pânico, ou mesmo dos dois, e em qualquer ordem. Pode ainda evoluir para recessões.
- ❖ **Crises econômicas:** Estas diferenciam-se das crises financeiras pelo seu alcance, pois consegue se manifestar nos setores reais da economia, com queda nas taxas de lucro e níveis de investimento. Ela ainda consegue evoluir em recessões ou depressões.

- ❖ **Recessões:** São crises econômicas com redução nas taxas de investimento, mesmo que as taxas de juros estejam próximas à zero, ínfimo crescimento econômico, se é que este ocorre, elevação do desemprego e aumento da dívida pública.
- ❖ **Depressões:** Diferenciam-se de recessões no tocante ao tempo; pois essa é mais longa, e à profundidade de suas consequências; onde essa é mais profunda, chegando a causar efeitos como a instabilidade social e política.

A fase de crise é uma versão mais profunda da fase de desaceleração, pois os movimentos que lá acontecem; como por exemplo aumento da inadimplência, redução dos lucros, aumento pela preferência da liquidez e redução de crédito e investimento, se somam à possíveis *crashes* e pânicos; e como em um espiral só vai para baixo. Este movimento acentua-se até o momento de recessão e/ou depressão (BAHRY; GABRIEL, 2010).

Segundo Cintra e Cagnin (2008, p.43, apud SILVA, 2015, p. 79)

Quedas de grande magnitude nos preços das ações e de outros ativos financeiros podem resultar em um “efeito pobreza”. Quando grande parte dos ganhos financeiros presumidos se evapora, a sensação de perda (e, portanto, de empobrecimento) provoca reduções nos níveis de consumo e de investimentos dos agentes, com impactos macroeconômicos inversos ao “efeito riqueza”, arrastando a economia para uma recessão.

Segundo a hipótese de instabilidade financeira de Minsky (1993, apud INÁCIO, 2009), intervenções de política econômica podem conter, ou até impedir, que movimentos endogenamente gerados culminem em recessões e depressões.

Há duas opções para a administração de uma crise, segundo Minsky (1982, apud SILVEIRA, Thiago, 2017); são elas a atuação, não excludentes entre si, de um *Big Bank* e de um *Big Government*. O *Big Bank* atua como prestador de última instância, injetando dinheiro na economia através de empréstimos para as instituições financeiras em situação crítica e posições abertas perigosas. Já o *Big Government* age como sustentador de lucro das empresas, por meio de déficit fiscal. Cabe também ao Estado, atuar como regular do mercado, buscando uma maior robustez na emergência para as fases expansionistas. Para Minsky, a soma das opções resulta mais rapidamente em nova estabilização do sistema financeiro e da economia real, entretanto, quanto menor a atuação dos *BIGs*, maiores são as chances de recessão e de consequências mais pesadas.

Passado o momento de recessão e/ou depressão, é iniciada a fase de recuperação (BAHRY; GABRIEL, 2010).

A fase de recuperação se dará, segundo Inácio (2009), pelo aumento dos interesses próprios dos agentes econômicos, o que fará a economia se recuperar, para começar novamente o ciclo até uma nova onda de expansões infundadas e contrações expressivas.

### 3. A GRANDE DEPRESÃO

Este capítulo busca descrever as origens, desenrolar e desdobramentos da crise econômica de 1929, e da depressão da década de 1930. Para tanto, será abordado a primeira guerra mundial, passando pelo padrão ouro, pelos loucos anos 20, pelo *crash* da bolsa de valores de Nova York em 1929 e depressão de 1930, seguindo com as ações que tentaram findá-la e, finalizando, na segunda guerra mundial.

#### 3.1. A PRIMEIRA GUERRA MUNDIAL

A Primeira Grande Guerra aconteceu entre os anos de 1914 e 1918, e envolveu as principais potências econômicas da época. Este conflito precedeu a grande depressão em uma década, e para entendermos esta crise econômica, precisamos voltar até o conflito; que foi travado entre dois grupos, de um lado as principais forças que formavam a tríplice aliança eram: Alemanha, Itália, e Áustria-Hungria; do outro estava a tríplice entente com: França, Inglaterra, e União Soviética.

Inglaterra e Alemanha não estavam esperando, e nem estavam preparadas para sustentar um conflito tão longo (para eles a guerra estaria concluída até o natal), portanto, com o prolongamento da guerra, os recursos humanos, naturais, financeiros e estruturais foram diminuindo, e uma economia de guerra precisou ser adotada, desta forma o financiamento começou a ser feito por terceiros (MAZZUCHELLI, 2009).

Os Estados Unidos então, rapidamente, fortificaram sua indústria bélica; pela necessidade de aproveitar a oportunidade de suprir as demandas das nações conflitantes, com isso os norte-americanos passaram a ser o principal fornecedor da guerra; lucros enormes foram auferidos com esta nova indústria durante 1914-1918, e não só com ela, mas também com indústrias paralelas, que foram impulsionadas por causa do conflito, tais como a indústria automobilística, que cresceu cerca de 146%; a indústria do aço cresceu 75%, a do ferro 58% e a do petróleo 20%. A oferta de energia elétrica, por sua vez, cresceu 75% entre 1912 e 1917. Além disso, o setor agrícola norte americano também teve grande expansão, em decorrência da demanda externa, que proporcionou o aumento dos preços. As exportações estadunidenses por exemplo, aumentaram de um valor médio anual de cerca de 2.3 bilhões de dólares entre 1910-1914; para 5.5 bilhões entre 1915-1918 (MAZZUCHELLI, 2009).

Não apenas os empresários e as corporações foram beneficiadas pela guerra, mas os trabalhadores também foram diretamente beneficiados, pois além do aumento na oferta de

empregos, diminuiu a demanda pelo mesmo, devido ao alto número de demanda militar retirada da força de trabalho civil, em consequência disso os trabalhadores conseguiram perceber um aumento real em suas remunerações, e as mulheres ganharam espaço no mercado de trabalho (MAZZUCHELLI, 2009).

Um problema oriundo da guerra foi a crise de abastecimento de alimentos; era impossível que os países diretamente envolvidos no conflito conseguissem produzir os alimentos necessários para seu próprio consumo, então mais uma vez, as parcerias com países terceiros foram importantes para a sobrevivência destas nações (MAZZUCHELLI, 2009).

Os Estados Unidos declararam guerra à Alemanha em 1917 após quase três anos de neutralidade formal no conflito. Durante sua participação na guerra houve uma enorme mobilização de recursos humanos e materiais por parte dos Estados Unidos; isso levou os americanos a impor uma política voltada estritamente para o conflito, e por um curto período de tempo, o livre funcionamento da economia de mercado, característico dos Estados Unidos, deu lugar a um planejamento governamental de controle econômico (MAZZUCHELLI, 2009).

De acordo com Campagna (1987, p. 27, apud MAZZUCHELLI, 2009, p.162); “Esta foi, provavelmente, a primeira vez que a economia teve de organizar seus recursos e coordenar suas atividades, de modo a alcançar um objetivo nacional pré-determinado.”

Nos Estados unidos, cerca de 3 milhões de pessoas foram introduzidas no exército e meio milhão no corpo de trabalho do governo, o desemprego caiu de 7.9% para 1.4%; tanto pelo grande aumento da produção no país, quanto pela remoção de força trabalhadora para o exército (LOZADA, 2005).

Rockoff (2004) estima que o custo total da guerra para os Estados Unidos tenha compreendido cerca de 52% do PIB do país na época, por volta de 32 bilhões de dólares. Este débito foi financiado da seguinte forma: 22% com impostos (Os Estados Unidos perceberam que as pessoas estariam propensas a aceitar pagar tributos mais altos em tempos de guerra), 58% com empréstimos via tesouro direto<sup>2</sup>, e 20% com simples criação monetária, direta ou indiretamente.

Tabela 1 – Mudanças na tributação do imposto de renda estadunidense entre 1913-1929.

---

<sup>2</sup> Celebidades como Charles Chaplin faziam campanhas, patrioticamente apelativas, para a venda dos chamados Liberty Bonds (MAZZUCHELLI, 2009).

Ano	Nível de Renda		
	\$50.000	\$100.000	\$1.000.000
1913-1915	1,50%	2,50%	6%
1916	2,60%	3,90%	10,30%
1917	10,30%	16,20%	47,50%
1918	22%	35%	70,30%
1919-1920	18,30%	31,20%	66,30%
1929	8,30%	14,80%	23,10%

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Rockoff, 2004.

Um grande esforço fiscal foi feito pelos países participantes do conflito para manter a guerra, isso levou ao aumento do déficit público, à expansão da oferta monetária e à elevação da inflação. Nos Estados Unidos por exemplo, a expansão monetária aumentou em 90% entre 1914 e 1919, aumento este que não decorreu exclusivamente das despesas de guerra, mas também dos saldos auferidos nas transações externas (MAZZUCHELLI, 2009).

Tabela 2 – Déficits públicos de países selecionados entre os anos de 1914-1918.

País	Ano				
	1914	1915	1916	1917	1918
Alemanha (1)	6.3	24	25.7	44.2	37.7
França (2)	6.2	18	31.9	38.5	49.9
Inglaterra (3)	330	1220	1630	1990	1690
Rússia (4)	2.8	8.9	14.1	-	-
EUA (5)	0	0.06	-0.04	1.0	9.6

(1) Bilhões de marcos; (2) Bilhões de francos; (3) Milhões de libras; (4) Bilhões de rublos; (5) Bilhões de dólares.

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Mazzucchelli, 2009.

Com o fim do conflito, e a vitória da Tríplice Entente com a ajuda estadunidense, as agências que controlavam a economia e a produção foram totalmente extintas, voltando ao livre mercado tradicional norte americano.

De acordo com Walton & Rockoff (2002, p. 454, apud MAZZUCHELLI, 2009, p.162);

A guerra demonstrou ser um ensaio geral para a crescente intervenção do governo federal, que emergiria nos anos trinta; a lição que muitos aprenderam com a guerra, que o governo poderia desempenhar um papel positivo no enfrentamento das crises, seria lembrada quando a nação se encontrou face a face com a Grande Depressão.

Mas o cenário internacional era de assimetria; de um lado os Estados Unidos tinham seu território totalmente preservado, um aumento do PIB e da atividade industrial, além da nova condição de principal credor mundial, muito faturamento pela frente no seu financiamento da reconstrução europeia, e ainda uma balança comercial super favorável. A Europa, por sua vez, agora era a grande devedora mundial, tanto os países derrotados (em maior escala), quanto os países vencedores, precisavam reconstruir seus territórios e sofriam com hiperinflações, dívidas enormes, e déficit na sua balança comercial. Os ingleses por exemplo, ficaram em déficit entre 1918 e 1939, tiveram dificuldades em voltar ao padrão ouro e grande baixa populacional se comparada aos Estados Unidos (SILVEIRA, Thiago, 2017).

Enquanto aproximadamente 100.000 americanos perderam suas vidas no conflito, cerca de 950.000 ingleses morreram durante a guerra, 1.300.000 austro-húngaros e 1.800.000 alemães. A França por exemplo, que já sofria com um dos menores crescimentos demográficos do mundo (0,2% a.a. entre 1870-1913, e 0,0% a.a. entre 1913-50), tiveram sua população fortemente diminuída com 1.300.000 mortes militares e 250.000 mortes civis diretamente decorrentes da guerra, às quais deve se acrescentar o déficit de nascimentos estimado em 1.400.000 pessoas e os 1.100.000 sobreviventes declarados inválidos (MAZZUCHELLI, 2009).

A guerra também teve consequências econômicas dramáticas para a Alemanha, houve uma gigantesca contração do PIB, das exportações, e da produção industrial, (assim como a França); enquanto isso, Londres via Nova York ascender como o novo centro financeiro mundial (MAZZUCHELLI, 2009).

Tabela 3 – Dados selecionados da economia alemã entre 1913-1919; (1913 = base 100).

Dado	1919
PIB	72
Produção Industrial	38
Volume das Exportações	17

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Mazzucchelli, 2009.

A inflação, no entanto, acabou afetando a todos; os preços entre 1914-1918 nos Estados Unidos subiram quase 70%; um valor bem expressivo, mas quase insignificante quando comparado com os mais de 200% da Alemanha, ou mesmo com os mais de 100% de Inglaterra e França (MAZZUCHELLI, 2009).

Tabela 4 – Preços de países selecionados entre 1914-1919; (1914 = base 100).

País	Ano		
	1914	1918	1919
EUA	100	169	193
Inglaterra	100	200	219
França	100	213	268
Alemanha	100	304	403

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Mazzucchelli, 2009.

### 3.2. O PADRÃO OURO

Desde a década de 1870, o sistema monetário praticado no mundo era o padrão ouro clássico; neste sistema as unidades monetárias eram definidas pela quantidade da reserva de ouro, desta forma as taxas de câmbio eram fixas entre todos os países que aderiam tal sistema (SILVEIRA, Thiago Salles, 2017).

De acordo com Triffin (1978, apud CRESPO, 2018, p. 28)

[...] uma vez que a oferta monetária dos países era determinada por suas reservas de ouro, possíveis superávits na balança comercial de um país implicavam no aumento de importações de ouro das nações deficitárias, e conseqüentemente, aumento na oferta monetária do país superavitário. Logo, haveria um aumento nos preços domésticos dos países receptores de ouro, o que impediria novos superávits em razão da perda de competitividade desta nação. Agora, se a situação fosse contrária, ou seja, se o país se encontrava deficitário, ocorreria diminuição da entrada de ouro, em razão do aumento das importações e diminuição das exportações, assim os preços domésticos sofreriam queda, incorrendo conseqüentemente em aumento de competitividade no comércio internacional.

Como a guerra elevou demais as despesas dos países, houve a necessidade de déficits públicos e de expansão de suas bases monetárias, porém, com o lastro do ouro essa expansão era muito limitada, para tanto, os países envolvidos no conflito, que tinham essa necessidade, abandonaram este padrão ouro; este abandono momentâneo trouxe consigo a inflação para tais países. A Inglaterra por exemplo, que viu sua balança comercial despencar, tentou solução na suspensão da conversibilidade do padrão ouro e na conseqüente desvalorização da libra esterlina (SILVEIRA, Thiago Salles, 2017).

Quando o conflito terminou em um cenário europeu precário economicamente, a volta ao padrão ouro clássico era vista pela economia mundial como uma condição essencial para retorno à estabilidade. Porém, com a brutal expansão monetária ocorrida durante o conflito, não havia mais oferta de ouro suficiente no mercado para satisfazer a demanda mundial por

dinheiro sem causar deflação (pois precisava valorizar a unidade monetária, diminuindo sua quantidade no mercado, desta forma cada uma valeria mais por conta da fixa e limitada quantidade de ouro; porém com menos moeda os preços precisam diminuir pois o poder de compra diminui) (SILVEIRA, Thiago Salles, 2017).

Então, na tentativa de solucionar este problema, foram realizadas várias conferências internacionais, sendo a de destaque a Conferência Econômica Monetária, realizada em 1922 em Gênova. Nesta reunião definiu-se a adoção de um novo padrão, chamado de padrão câmbio-ouro; este por sua vez permitia o lastro não só ao metal, mas também à outras moedas estrangeiras para complementar suas reservas legais de ouro (BERNANKE; JAMES, 1991 apud SILVEIRA, Thiago Salles, 2017).

Porém, havia mais um problema, os britânicos não queriam apenas voltar ao padrão ouro, eles queriam voltar ao padrão ouro na mesma paridade do período pré-guerra, ou seja, \$ 4.86. A meta inglesa era difícil de se conseguir pois precisaria valorizar a libra por meio de deflação, para tal foram tomadas medidas contencionistas, elevação das taxas de juros, corte de gastos públicos e redução dos salários nominais. A verdade é que essa volta a paridade era algo muito mais simbólico do que propriamente benéfico à economia britânica; a volta da paridade, representava na época a reafirmação da Inglaterra como centro financeiro mundial (MAZZUCHELLI, 2009).

Com todas as políticas contencionistas sendo aplicadas em serie, a libra assistiu uma significativa valorização (MAZZUCHELLI, 2009). “No final de 1922, com a economia prostrada, e a paridade a \$ 4,63 – uma remota distância dos baixíssimos \$ 3,40 de fevereiro de 1920 – as autoridades estavam em posição de iniciar os preparativos táticos para o retorno aos \$ 4,86.” (MOGGRIDGE, 1972, p. 26 apud MAZZUCHELLI, 2009, p. 90).

Foram então feitas mais algumas medidas, como por exemplo o aumento para 4% e 5 % na taxa de juros respectivamente em 1923 e 1924, desta forma em 1925, Churchill anunciou formalmente a volta da Inglaterra ao padrão câmbio-ouro na paridade pré guerra de \$4.86 (MAZZUCHELLI, 2009).

A tabela 5 mostra como o novo padrão câmbio-ouro foi aderido e depois extinto.

Tabela 5 – Datas de alteração de políticas do padrão-ouro de países selecionados.

País	Retorno ao padrão ouro	Suspensão do padrão ouro
EUA	Junho de 1919	Março de 1933
Letônia	Agosto de 1922	-

Suécia	Abril de 1924	Setembro de 1931
Alemanha	Setembro de 1924	-
Hungria	Abril de 1925	-
Holanda	Abril de 1925	-
Áustria	Abril de 1925	Abril de 1933
Austrália	Abril de 1925	Dezembro de 1929
Nova Zelândia	Abril de 1925	Setembro de 1931
Reino Unido	Maior de 1925	Setembro de 1931
Finlândia	Janeiro de 1926	Outubro de 1931
Canadá	Julho de 1926	Outubro de 1931
França	Agosto de 1926 - junho de 1928	-
Bélgica	Outubro de 1926	-
Dinamarca	Janeiro de 1927	Setembro de 1931
Itália	Dezembro de 1927	-
Polônia	Outubro de 1927	-
Grécia	Maior de 1928	Abril de 1932
Noruega	Maior de 1928	Setembro de 1931
Japão	Dezembro de 1930	Dezembro de 1931

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Silveira, Thiago Salles, 2017.

Somente os Estados Unidos, entre as principais potências, manteve a conversibilidade de sua moeda em padrão ouro clássico, pois devido ao seu sucesso econômico durante a guerra, suas reservas de ouro cresceram de 1.3 bilhão em 1913 para 4 bilhões em 1923; desta forma a expansão monetária de dólar não ultrapassou a reserva em ouro, não sendo necessário adquirir moeda estrangeira para complementar suas reservas (SILVEIRA, Thiago Salles, 2017).

### 3.3. OS LOUCOS ANOS 20

Com o fim da guerra, o Federal Reserve System estava preocupado com o aumento da dívida pública, do déficit público e da inflação; conforme tabela 6 é possível perceber estes dados estáveis até 1916, inclusive com superávit das contas públicas neste mesmo ano; porém em 17, 18 e 19 a situação se inverte.

Tabela 6– Finanças públicas federais norte-americanas entre 1914-1919 (milhões de dólares).

Ano	Despesas Totais	Defesa Nacional	Receitas	Deficit Publico	Dívida Pública
1914	714,9	335,4	714,5	0,4	1.193,0

1914	725,5	348,0	725,1	0,4	1.188,2
1915	746,1	343,9	683,4	62,7	1.191,3
1916	713,0	337,0	761,4	-48,5	1.225,1
1917	1.953,9	617,6	1.100,5	853,4	2.975,6
1918	12.677,4	6.148,8	3.645,2	9.032,1	12.455,2
1919	18.492,7	11.011,4	5.130,0	13.362,6	25.484,5

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Mazzucchelli, 2009.

Devido à essa preocupação, o FED promoveu sucessivos aumentos na taxa básica de juros; de 4% para 4.75% em 1919, para 6% em janeiro de 1920, e para 7% em junho de 1920. A partir daí, a atividade econômica norte americana foi diminuindo, o desemprego aumentando, e os preços caindo. O FED manteve a taxa de juros em 7% até maio de 1921, e então foi diminuída para 6.5%. Em 1922 a taxa de juros básica já havia voltado novamente para 4% (FRIEDMAN, SCHWARTZ, 1963 apud SMILEY, 2004).

Esta medida ajudou a conter a inflação, e reduziu significativamente o déficit público, gerando na verdade superávit já em 1919. A diminuição dos gastos públicos apresentado na tabela 7, é em sua grande parte devido ao fim econômico da primeira guerra mundial (Apesar de ter acabado em 1918, os contratos a prazo terminavam em 1919) (MAZZUCHELLI, 2009).

Tabela 7 – Finanças públicas federais norte-americanas entre 1919-1922 (milhões de dólares).

Ano	Despesas	Receitas	Deficit Publico	Dívida Pública
1919	18.493,0	5.130,0	13.363,0	25.485,0
1920	6.357,0	6.649,0	-292,0	24.229,0
1921	5.062,0	5.571,0	-509,0	23.977,0
1922	3.189,0	4.026,0	-737,0	22.963,0

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Mazzucchelli, 2009.

Estas ações do FED trouxeram uma recessão de impacto fortíssimo para os Estados Unidos em 1921, o que resultou na queda geral do nível de atividade do país. Neste ano, os preços ao consumidor tiveram deflação de mais de 10% (no atacado a queda foi de 37%); a produção industrial caiu 20%; as exportações americanas caíram de 8.3 bilhões de dólares em 1920 para 4.5 bilhões em 1921. O desemprego era de 1.4% em 1919, saltou para 11.7% em 1921. Indústrias estratégicas sofreram grande contração entre 1920 e 1921; automobilística (27%), aço (53%) e ferro (55%). Este colapso econômico, apesar de super intenso, foi muito

breve. Já em 1922 o desemprego havia caído para 7.2% e em 1923 para 3%; a produção industrial por sua vez, já havia crescido 27%. A partir de 22 então inicia-se o que foi conhecido como os loucos anos 20 (MAZZUCHELLI, 2009).

A partir de então, as políticas monetárias e fiscais foram conduzidas de forma conservadora. A carga tributária foi diminuída, as contas públicas superavitárias, a expansão monetária foi modesta e os preços ficaram praticamente estáveis até 1929. Basicamente, o governo aderiu a linha de limitação de sua atuação na economia, e proporcionou uma liberdade ao mercado (SILVEIRA, Thiago Salles, 2017).

A economia do país cresceu 42% de 1921 a 1929, ou seja, uma taxa anualizada de 4.2%; o PIB per capita aumentou de US\$ 6.460 para US\$ 8.016. Em 1926, o número de pessoas voando em aviões era de 6000; em 1929 cresceu para 173.000. Máquinas de lavar, rádios e geladeiras se tornaram itens de fácil acesso a todos os americanos, devido ao crédito fácil, barato e às linhas de produção mais baratas. A expansão automotiva foi grande nesta década, e beneficiou várias outras coisas; o governo investiu cerca de 1 bilhão de dólares em estradas e pontes; postos de gasolina, hotéis e restaurantes começaram a se espalhar para cobrir as novas estradas construídas (AMADEO, 2020a).

A expansão estadunidense na década de vinte foi rápida e clara; arranha-céus eram erguidos nas grandes cidades, a produção industrial cresceu 87% entre 1921 e 1929, as taxas de desemprego se mantiveram em níveis super baixos entre 1923 e 1929, e os preços ao consumidor se mantiveram estáveis, o que mostra um aumento real do poder de compra da população. A remuneração real dos empregados não agrícolas cresceu 23% entre 1919 e 1929; os gastos públicos se estabilizaram em cerca de 3 bilhões de dólares anuais a partir de 1922; essa contração de gastos permitiu um corte na carga tributária norte americana, o que acabou não comprometendo a receita, devido ao balanceamento que a expansão da atividade econômica proporcionou. Assim, entre 1921 e 1929 as contas públicas foram superavitárias e a dívida pública sofreu uma redução acumulada de cerca de 35%. Para se ter uma ideia, em 1927 a participação dos gastos públicos no PNB era extremamente baixa, cerca de 3% (MAZZUCHELLI, 2009).

Tabela 8 – Dados selecionados norte-americanos entre 1921-1929.

Ano	PIB (base 100)	Produção industrial (base 100)	Taxa de desemprego	Preços ao consumidor (base 100)
1921	100,0	100,0	11.4%	100,0
1922	105,5	127,3	7.2%	97,6

1923	119,4	143,9	3.0%	99,4
1924	123,1	137,9	5.3%	99,4
1925	126,0	153,0	3.8%	102,4
1926	134,2	162,1	1.9%	101,2
1927	135,5	163,6	3.9%	98,8
1928	137,0	168,2	4.3%	97,6
1929	145,4	187,9	3.1%	97,6

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Silveira, Thiago Salles, 2017.

A expansão automotiva trouxe ainda consigo a expansão dos subúrbios americanos, e impulsionou a construção residencial e comercial. A produção de petróleo cru, cresceu de 65 milhões de toneladas métricas em 1921 para 138 milhões em 1929. A produção de aço cresceu 59% entre 1922 e 1929. A oferta de energia elétrica passou de 57 mil Gigawatts em 1920 para 117 mil em 1929. Todo esse crescimento ganhou espaço na bolsa de valores de Nova York, e começou a se traduzir em expressiva valorização de ativos a partir de 1925; o preço médio das ações cresceu 23,1% em 1925, 12,8% em 1926, 21,3% em 1927, 30,2% em 1928 e 30,4% em 1929 (MAZZUCHELLI, 2009).

Ações de duas empresas se destacavam como preferidas pela população, a General Motors, e a Rádio Corporation of America. Basicamente o automóvel e o Rádio. De 1922 a 1928, as vendas de rádios aumentaram de 60 milhões de dólares para impressionantes 843 milhões de dólares. A receita da empresa cresceu de 2.5 bilhões para 20 bilhões de dólares entre 1925 e 1928, e suas ações subiram de 1.5 dólares para 85.5 dólares entre 1921 e 1928, uma valorização de 5.700% em menos de uma década; a empresa era conhecida como a General Motors do Ar. As ações da General Motors por sua vez, se valorizaram em cerca de 10 vezes durante a década. Em 1925, o recorde de movimentação diária de ações era em torno de 3 milhões de dólares, em novembro de 1928 mais de 6.5 milhões de ações trocaram de mãos em um único dia. O índice Dow Jones Industrial, um dos principais índices da bolsa de valores de Nova York, depois de sua queda de mais de 32% em 1920, subiu de 71.95 pontos em 1921, para 381 pontos em 1929, uma valorização de mais de 500% (SILVEIRA, Thiago, 2017).

Dois grandes fatores contribuíram para o *crash* da bolsa de valores de Nova York em 1929. Um deles era a prática de *stock pools*, o que era legal até 1934. Esta prática consistia na formação de um grupo de pessoas, que investiam coordenadamente, comprando uma das outras ações de empresas específicas, o que fazia com que o preço do ativo subisse pela oferta vs demanda; investidores fora do grupo, e sem o conhecimento do que realmente estava por trás do aumento do preço, compravam estas ações dos integrantes do grupo, que iam se desfazendo

dos seus títulos capitalizando o lucro. Quando então os possuidores dos ativos queriam vender, não achavam mais compradores dispostos a pagar o preço elevado, e com isso os preços caíam novamente trazendo prejuízo para estes mesmos (SMILEY, 2004).

Outro fator foi a alavancagem utilizada para estes investimentos. Investidores se utilizavam da prática de investir na margem, ou seja, eles compravam um ativo apenas por uma fração de seu preço, contando com empréstimos oferecidos pelas corretoras (*brokers*), se o ativo subisse, os investidores auferiam o lucro, pagavam a margem e ainda tinham lucro, se o ativo caísse, o próprio prestador liquidava a operação automaticamente para não obter prejuízo com o empréstimo (SMILEY, 2004). “As ações subiam porque os investidores, ao acreditarem que elas iriam subir, se endividavam, compravam, vendiam, lucravam, e, insatisfeitos, voltavam a comprar.” (MAZZUCHELLI, 2009, p. 174).

Mas, apesar de toda euforia e crescimento dos anos 20, alguns setores não performaram tão bem, como por exemplo a indústria do carvão; que sentia a concorrência do petróleo, os tecidos de algodão; que agora tinham que competir com o desenvolvimento das fibras sintéticas, e as ferrovias; que competiam agora com o automobilismo; mas a agricultura e pecuária em particular, apesar de ter excelente crescimento durante a primeira guerra, não performou bem no período entre guerras. Com o grande crescimento durante a primeira guerra, houve um ânimo alto que as coisas continuariam boas, isso fez com que os investimentos em agricultura, especialmente na expansão de terras por meio de contração de financiamento e elevação de endividamento, aumentassem significativamente. Porém, com a recuperação europeia e a recessão de 1921, os preços dos produtos agrícolas caíram, não sustentando o endividamento para investimento. O índice de preços dos produtos agrícolas despencou de 104.6 em 1919 para 58.7 em 1921, e mesmo com a recuperação da recessão de 1921, este índice não superou mais a marca de 73 até o fim da década. A renda agrícola alcançou o índice de 134.9 em 1919 e caiu para 55.4 em 1921, e não atingiu 90 em nenhum ano da década de 20. Inúmeros agricultores perderam suas propriedades pelos vencimentos das hipotecas, e diversos bancos ligados à agricultura faliram (MAZZUCHELLI, 2009).

Mesmo assim, o sentimento à época era de extrema confiança; a oportunidade de enriquecer rápido e fácil estava no dia a dia de quase todos os cidadãos estadunidenses.

A explosão do consumo de massas, o fascínio dos automóveis e dos equipamentos duráveis de uso doméstico, as facilidades do crédito, os apelos da propaganda, a expansão dos subúrbios, a renovação dos imóveis, a multiplicação das rodovias, a difusão do uso da energia elétrica, a imponência dos monumentais arranha-céus, o crescimento do emprego, a elevação dos salários reais, os ganhos na Bolsa, a liberação

dos costumes, o cinema falado, a graça das flappers, a revolução do jazz e o sentimento de uma prosperidade que se imaginava permanente - moldaram a vida, conquistaram os corações, e inebriaram os espíritos da América (MAZZUCHELLI, 2009, p. 170).

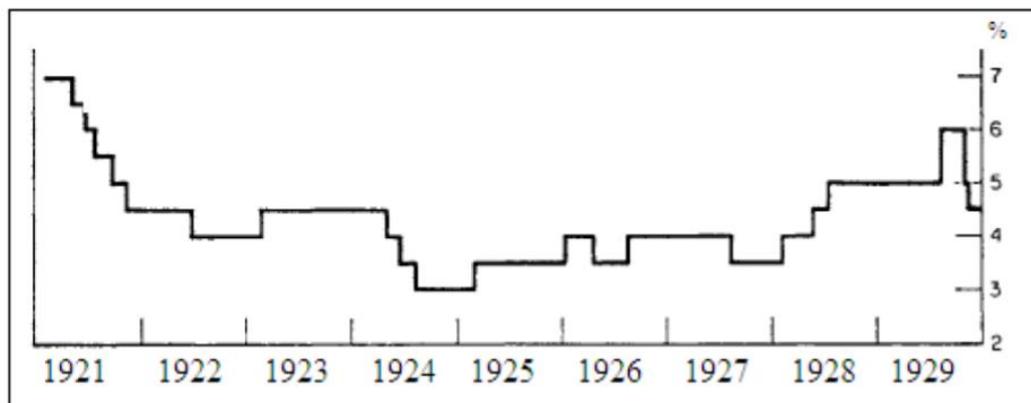
A situação se mostrava tão boa que até o presidente Coolidge enviou uma mensagem de otimismo em 4 de dezembro de 1928 ao congresso:

A Nenhum Congresso dos Estados Unidos já reunido, ao examinar o estado da União, encontrou uma perspectiva mais agradável do que a de hoje [...] A grande riqueza criada por nossa empresa e indústria, e poupada por nossa economia, teve a mais ampla distribuição entre nosso povo, e corre como um rio a servir à caridade e aos negócios do mundo. As demandas da existência passaram do padrão da necessidade para a região do luxo. A produção que aumenta é consumida por uma crescente demanda interna e um comércio exterior em expansão. O país pode encarar o presente com satisfação e prever o futuro com otimismo (HOBSBAWN, 1997, p. 73).

A alavancagem, o aumento do endividamento, e a euforia trouxeram instabilidade e fragilidade para a economia estadunidense, a ponto de ela ser cada vez mais vulnerável e suscetível a crises, de acordo com a teoria da instabilidade financeira de Misnky.

Embora houvesse indicações de que a situação não se sustentaria por muito tempo, nem os investidores, nem o FED agiram rápido o suficiente. O FED tentou conter a crescente especulação com o aumento das taxas de juros, que estavam baixas durante toda a década. Conforme figura 2, o FED começou o aumento sequente dos juros em 1928 para 5% e em 1929 para 6%. Também se entende que o FED tinha ainda o objetivo de conter a inflação e defender o padrão ouro norte americano com estes aumentos da taxa de redesconto (SILVEIRA, Thiago, 2017).

Figura 2 – Taxa de redesconto do FED Nova York (%) de 1921-1929.



Fonte: Bueno, 2009.

Mas o mercado estava tão confiante que nem o aumento dos juros seguiu a atividade dos especuladores, pois estes estavam dispostos a pagar mais caro pela alavancagem, devido ao seu rendimento futuro esperado ser maior do que este aumento dos juros; desta forma a ação do FED de manipulação da taxa de juros não surtiu o efeito desejado, e acabou afetando mais aos consumidores de baixa renda que precisavam financiar o seu consumo (SILVEIRA, Thiago, 2017).

Mas não era só o FED que estava preocupado; já em 1928, a maioria dos financiamentos aos *brokers* não vinha de fonte bancária, e sim de fonte externa; ou seja, os bancos estavam mais cautelosos com a distribuição de crédito, em parte pelo aumento de seu custo; visto o aumento da taxa pelo FED, em parte também pela percepção que uma bolha estava se formando. Mesmo assim, outros agentes líquidos, como grandes empresas, continuavam a financiar as operações (MAZZUCHELLI, 2009).

Basicamente, o ânimo com os lucros era mais importante do que os juros; “a crise ocorre porque as coisas estão dando certo, e não porque estão dando errado!” (BELLUZZO, 2006 apud MAZZUCHELLI, 2009, p. 174).

Desta forma, foi exatamente a súbita mudança nas expectativas (no ânimo) que derrubou a economia norte americana e levou com ela a bolsa de Nova York. É claro que as políticas econômicas, ou a falta delas, contribuíram para o desastre que se conheceu na década de 30, mas é necessário destacar que o repentino colapso das expectativas foi tão grande quanto a euforia criada na década precedente. E da mesma forma que as políticas de aumento de juros do FED não foram eficazes em acabar com o sentimento eufórico e especulador dos investidores; as políticas de redução de juros foram igualmente ineficazes em acabar com a crise, que só findou realmente com o advento da segunda guerra mundial (MAZZUCHELLI, 2009).

#### 3.4. O CRASH DE 1929 E A DEPRESÃO DE 1930

Tem-se que o período de expansão econômica norte americana nos anos 20 acabou na conhecida quinta feira negra, dia 24 de outubro de 1929; mas meses, e até mesmo anos antes, a economia já vinha se fragilizando como exposto no capítulo anterior.

A partir da segunda metade da década de 1920 já é possível perceber uma redução, por pequena que fosse, na utilização da capacidade instalada e na propensão ao consumo. Por mais que fossem as facilidades de crédito e estímulos de propaganda, a aquisição de bens

duráveis servia mais como renovação do que como introdução de novos produtos (MAZZUCHELLI, 2009).

Tabela 9 – Utilização da capacidade instalada norte-americana entre 1925-1934.

1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934
91%	89%	83%	82%	83%	66%	53%	42%	52%	58%

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Silveira, Thiago, 2017.

O ápice da economia norte americana na década ocorreu em agosto de 1929, mesmo mês que o FED aumentou a taxa de juros de 5% para 6%. Um mês depois, em 3 de setembro de 1929, o índice Dow Jones Industrial atingiu sua máxima histórica até então, de 381.7 pontos, o mercado de ações não atingiria mais este patamar pelos próximos 25 anos (AMADEO, 2020b).

O estopim da crise aconteceu 51 dias depois, na quinta-feira negra. Neste dia a bolsa de valores de Nova York abriu com uma queda de 11%, porém, os banqueiros mais influentes da época se encontraram em caráter de emergência no escritório da J.P Morgan em Nova York, e tomaram a decisão de reunir recursos para comprar ações da bolsa, em uma tentativa de que elas não continuassem despencando. Desta forma, foram feitas grandes compras de diversos setores diferentes da economia, esta atitude foi vista com bons olhos pelos investidores e a bolsa terminou o dia caindo apenas 2%, em um dia recorde com um volume de transações por volta de 13 milhões, quando a média diária era de apenas 4 milhões. O dia seguinte, 25, sexta-feira foi mais calmo, os índices chegaram inclusive a mostrar leve valorização, esta, porém, foi ofuscada pela leve desvalorização da manhã de sábado, em que a bolsa funcionava meio período. Após o final de semana, na segunda-feira negra, a queda foi mais violenta (13%); a atitude dos banqueiros não havia tido efeitos duráveis, neste dia, sem a atuação deles, a bolsa transacionou mais de 9 milhões de ações; na tarde deste mesmo dia os banqueiros se reuniram mais uma vez no escritório de J.P Morgan, mas decidiram por não realizar compras em busca da manutenção do preço das ações, com isso, na terça-feira negra, dia 29 de outubro, a crise no mercado de ações piorou, (12%), e a partir dali começou a cair (SILVEIRA, Thiago Salles, 2017).

A quebra da bolsa foi de grande relevância para o momento depressivo vivido na década de trinta, para se ter uma ideia de sua magnitude; “apenas em outubro de 1929, a redução no valor do estoque de ações da nação foi de US\$ 15 bilhões, em um ano em que o PNB foi de

US\$ 104,6 bilhões. As perdas de outubro de 1929 foram equivalentes a 14% do PNB do ano” (HUGHES & CAIN, 2003, p. 457 apud MAZZUCHELLI, 2009, p. 182).

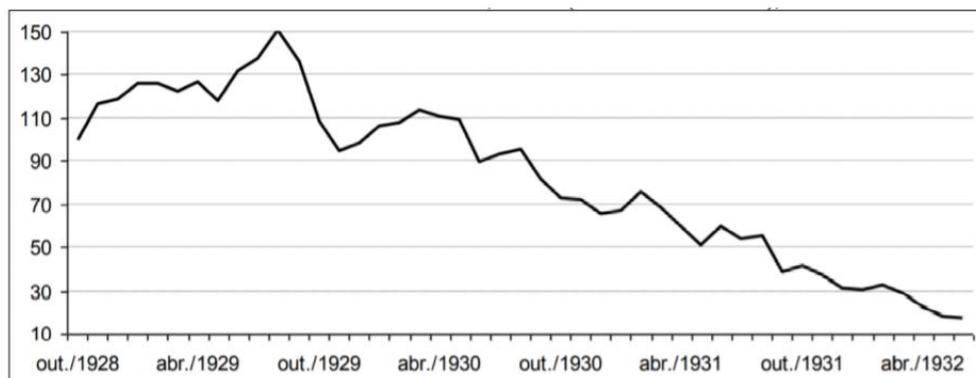
E não foi somente alguns pequenos investidores que foram prejudicados pela crise no mercado financeiro norte americano, os *brokers* e os agentes líquidos que proviam os seus financiamentos também sofreram muito; grandes corporações estavam envolvidas nas práticas especulativas, pois seus recursos excedentes não iam mais para investimentos em produtividade, mas sim para o mercado financeiro; “no início de 1929, a Standard Oil of New Jersey aplicava uma média de US\$ 69 milhões ao dia em *call loans*; a Electric Bond and Share, mais de US\$ 100 milhões” (HUGHES & CAIN, 2003, p. 452 apud MAZZUCHELLI, 2009, p. 182).

Os chamados *Call Loans*, que eram os investimentos na margem explicados no capítulo anterior, cresceram de forma expressiva, essa técnica evoluiu de 4 bilhões de dólares em 31 de dezembro de 1927 para 7 bilhões em 30 de junho de 1929, e para 8.5 bilhões em 4 de outubro de 1929 (SILVEIRA, Thiago Salles, 2017).

Com a deflação dos ativos, os emprestadores estavam demandando de volta seus recursos, liquidando de forma automática as posições dos especuladores, o que ampliou ainda mais o volume de vendas, as quedas dos preços, e as perdas monetárias dos investidores; essa forte queda no preço dos ativos reduziu o patrimônio das famílias e das empresas (AMADEO, 2010b; SILVEIRA, Thiago, 2017).

Houve dificuldades de pagamentos das dívidas acompanhadas por uma forte contração do crédito, bem como ocorreu uma redução do dispêndio corrente, elevando o decréscimo da renda e dos preços, resultando em um processo cumulativo de queda dos preços e do patrimônio, conhecido pela espiral deflacionária (FERRARI-FILHO e SILVA, 2012, p. 7 apud SILVEIRA, Thiago, 2017, p. 25).

Figura 3 – Índice Dow Jones Industrial mensal (outubro/1928 = base 100) de 1928-1932.



Fonte: Ferrari; Silva, 2009.

A insegurança da quebra da bolsa de valores de Nova York foi traduzida para economia real;

[...] durante a principal fase de contração da depressão, entre 1929 e 1933, a produção real nos Estados Unidos caiu quase 30 por cento. Durante o mesmo período, a taxa de desemprego subiu de cerca de 3 por cento para quase 25 por cento, e muitos dos que tinham a sorte de ter um emprego conseguiam trabalhar em turno parcial. [...] Outras características do declínio de 1929-33 incluem uma acentuada deflação, bem como um mercado de ações despencando, difundindo falências bancárias, e uma onda de calotes e falências por parte das empresas e das famílias (BERNANKE, 2004, p.1).

Tabela 10 – Dados selecionados norte-americanos entre 1928 -1933.

Ano	PIB (base 100)	Produção industrial (base 100)	Taxa de desemprego	Preços ao consumidor (base 100)
1928	100	100	4,3	100
1929	106,1	111,7	3,1	100
1930	96	95,5	8,7	97,6
1931	88	80,2	15,8	89,1
1932	76,2	60,4	23,5	79,4
1933	74,7	70,3	24,7	75,2

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Mazzucchelli, 2009.

A agricultura que já não tinha tido uma boa década de 20, viu sua situação piorar ainda mais com a grande depressão;

Tabela 11 – Dados econômico-agrícolas norte-americanos entre 1929-1933.

Ano	Preços recebidos pelos agricultores (base 100)	Preços pagos pelos agricultores (base 100)	Produção agrícola (base 100)	Renda líquida por agricultor
1929	100,0	100,0	100,0	\$ 945,00
1930	85,0	95,0	98,0	\$ 651,00
1931	59,0	80,0	106,0	\$ 506,00
1932	44,0	69,0	103,0	\$ 304,00
1933	48,0	67,0	95,0	\$ 379,00

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Mazzucchelli, 2009.

A deflação do período fazia com que os consumidores que ainda tinham poder de compra, postergassem o consumo, pois esperavam sempre que os preços baixassem mais para que a compra fosse efetuada (AMADEO, 2020c). O valor dos contratos de construção civil diminuiu 84,6% de 1929 a 1932 (SILVEIRA, Thiago, 2017).

De acordo com Souza (2009, apud SILVEIRA, Thiago, 2017), apesar de a grande depressão ter começado nos Estados Unidos, e este sem dúvida ter sido o mais afetado por ela, nenhuma nação, com exceção da União Soviética, escapou das consequências da crise.

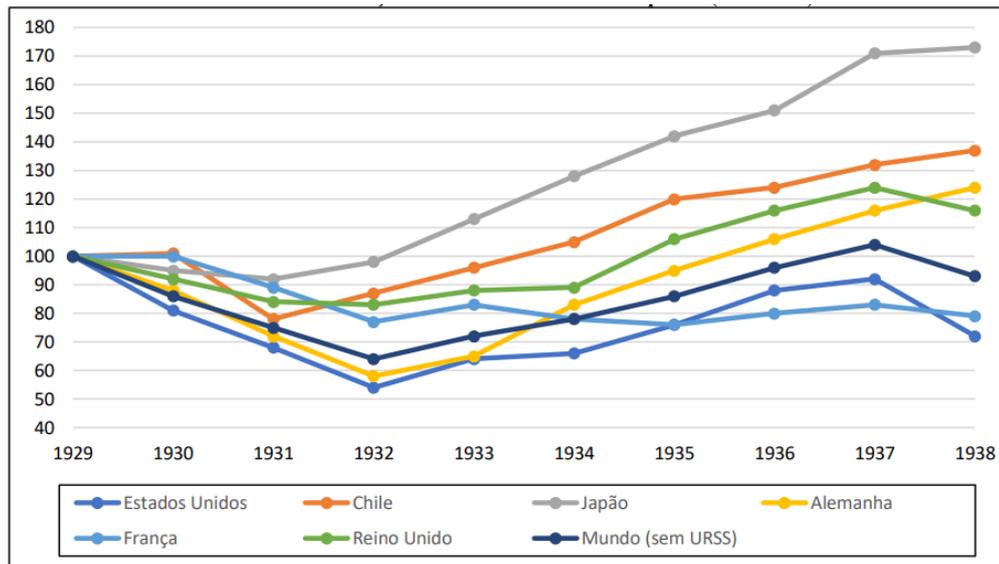
Quando a crise começou, um dos primeiros países a ser atingido foi o Canadá. A sua relação com os Estados Unidos era muito forte, houve, portanto, uma queda significativa no volume das exportações de produtos canadenses para os Estados Unidos. Além disso, ocorreu uma série de inadimplências do setor agrícola; o Canadá viu então uma redução significativa nos níveis de preço, salários e investimentos (CRESPO, 2018).

Com a queda da economia norte americana, houve uma diminuição de moeda e de crédito, os países europeus dependentes dos empréstimos norte americanos se viram sem liquidez, o que acabou gerando crises bancárias nestes países. Além disso, não havia na época um prestador de última instância no cenário internacional, o que agravou ainda mais a situação de liquidez. Sem disponibilidade monetária ocorre deflação, queda de produção, de consumo e de investimento (SILVEIRA, Thiago Salles, 2017).

A crise financeira na Europa começou em um pequeno centro financeiro europeu, em Viena na Áustria. O maior banco da Áustria, Credit-Anstalt, com dificuldades de pagamento, desencadeou uma série de crises financeiras na Alemanha, Inglaterra e outros países pela Europa (SILVEIRA, Thiago Salles, 2017, p. 39).

As exportações e importações norte-americanas caíram de US\$ 5,3 e US\$ 4,5 bilhões em 1929, para US\$ 1,7 e US\$ 1,5 bilhão em 1933, respectivamente. Os volumes negociados internacionalmente diminuiriam fortemente. Os preços do cacau, café, algodão, seda, borracha, chá, estanho, açúcar, lã, cobre, chumbo e zinco, que já vinham de uma trajetória nitidamente descendente desde 1925-26, literalmente desabaram a partir do final de 1929. É importante destacar ainda que a bolsa de valores Nova York estava inundada de capital estrangeiro, diversos países investiam na bolsa devido à alta valorização que ela apresentava; e com a queda dos ativos, diversos países da América Latina, Ásia e Oceania sofreram uma grande contração das suas disponibilidades de capital, o que contribuiu muito para limitar suas capacidades de produção e importação (MAZZUCHELLI, 2009).

Figura 4 – Produção industrial em diferentes países entre 1929-1938 (1929 = base 100).



Fonte: Silveira, Thiago, 2017.

Tabela 12 – Investimentos em países selecionados entre 1926-1937 (em % do PIB).

Ano	País					
	Alemanha	França	Itália	Reino Unido	Canadá	EUA
1926	13,6	15,2	19,2	8,4	15,7	19,2
1927	14,6	14,7	17,5	8,7	17,4	18,8
1928	14,5	17,5	16,7	8,9	19,2	18,4
1929	12,7	18,3	17,2	8,8	21,9	17,6
1930	11,8	20,8	17,6	8,9	20,1	15,9
1931	8,9	19,1	15,8	8,5	17,1	13
1932	7,5	16,4	13,3	7,3	11,6	9,3
1933	8,7	15,7	14,4	7,2	9,1	8,8
1934	12,3	15,6	15,6	8,6	10,1	10,5
1935	15,1	14,7	17,1	9,1	11,4	11,3
1936	16,1	15,3	18,5	9,9	12,3	14,5
1937	17	15,6	16,9	10,6	15,4	14,8

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Silveira, Thiago, 2017.

Imediatamente após o *crash* da bolsa, o FED promoveu sucessivas quedas na taxa de juros buscando reativar a economia. No início de 1930 percebeu-se até uma melhora, com certa estabilização do mercado de valores, da produção industrial, e do emprego. Em maio, o presidente Hoover até declarou que o pior já havia passado, pois poderia ter sido apenas um momento curto e turbulento como foi em 1921. Contudo, as expectativas ainda eram pessimistas, o consumo estava contido, a capacidade ociosa ainda era enorme, a agricultura

estava extremamente fragilizada, o endividamento era pesado, o comércio internacional era fraco e o sistema bancário estava debilitado (MAZZUCHELLI, 2009).

Fica claro, diante da complexidade da situação, que a simples redução da taxa de juros não seria suficiente para recuperar a economia. Ações governamentais que pretendessem a recuperação precisavam atacar fortemente três frentes; as expectativas pessimistas, a contração do crédito, e a deflação dos preços. Este tipo de intervenção governamental confrontava o *mindset* da época, que presava o liberalismo econômico característico do pós guerra. Foi necessário a dramaticidade da década de 30 para que o governo e a população, aceitassem a ideia de uma intervenção mais rígida (MAZZUCHELLI, 2009).

### 3.4.1. Tarifa Smoot-Hawley

O presidente Hoover então, adotou o protecionismo como tentativa de proteger o comércio nacional, melhorar a indústria agrícola, inflacionar preços e aumentar empregos. Em junho de 1930 foi promulgada a *Smoot-Hawley Tariff act*. Este projeto já era foco da campanha presidencial de Hoover em 1928, e inicialmente focava apenas na indústria agrícola, mas resultou na elevação de tarifas de diversos produtos importados para cerca de 45%, o nível mais elevado desde 1833 (O'BRIEN, 2001).

O presidente Hoover recebeu uma petição com a assinatura de mais de 1000 economistas da época, solicitando a ele que vetasse este ato, ele assinou mesmo assim, transformando-o em lei em 17 de junho de 1930. Esse aumento de tarifas tinha, porém, uma particularidade; ela se utilizava de um sistema misto, com tarifas fixas e percentual. Por exemplo: \$1.50 por tonelada de aço + 25% do seu valor. Com a deflação de preços, a tarifa fixa passou a representar um alto percentual do valor de taxa, o que exagerou ainda mais o aumento das tarifas no comércio internacional. Um estudo muito interessante, e com uma metodologia bem confiável tendo em vista a complexidade do cálculo de estimativa da nova tarifa, foi feito pela Comissão Americana de Tarifas. Esse estudo calculou as importações do ano de 1928 com o real cálculo sobre a tarifa *Smoot-Hawley* e sobre o plano tarifário vigente anteriormente, chamado de *Fordney-McCumber* (O'BRIEN, 2001). Uma amostra do estudo segue na tabela 13:

Tabela 13 – Comparativo (%) das tarifas *Smoot-Hawley* e *Fordney-McCumber* sobre as importações dos Estados Unidos em 1928.

Produto	Fordney-McCumber	Smoot-Hawley
Químicos	29.72	36.09
Cerâmica e vidro	48.71	53.73
Metais	33.95	35.08
Madeira	24.78	11.73
Açúcar	67.85	77.21
Tabaco	63.09	64.78
Produtos agrícolas	22.71	35.07
Bebidas e vinhos	38.83	47.44
Manufaturas de algodão	40.27	46.42
Linho, cânhamo e juta	18.16	19.14
Manufaturas de lã	49.54	59.83
Manufaturas de seda	56.56	59.13
Manufaturas de Rayon	52.33	53.62
Papel e livros	24.74	26.06
Diversos	36.97	28.45
Total	38.48	41.14

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: O'Brien, 2001.

Essa ação governamental saiu pela culatra, não atingindo os resultados esperado. O peso que os Estados Unidos tinham no cenário internacional era grande, inclusive no comércio, e as retaliações a este ato não demoraram para acontecer. Em fevereiro de 1932 veio a resposta da Inglaterra, que aumentou as tarifas gerais de suas importações, com essa ação inglesa houve uma escalada generalizada do protecionismo no mundo, e o comércio internacional que já estava enfraquecido, caiu ainda mais, o que piorou o cenário depressivo<sup>3</sup> (MAZZUCHELLI, 2009).

### 3.4.2. Secas

Se não bastasse todos os problemas da época, outro acontecimento veio para deprimir mais os ânimos; 4 ondas (1930-1931, 1934, 1936, 1939-1940) de 10 anos de extrema seca, afetaram 23 estados norte-americanos, do rio Mississipi até a região do meio atlântico. Essa foi considerada a pior seca em 300 anos (AMADEO, 2020d).

---

<sup>3</sup> A importações europeias de produtos norte-americanos caiu de 2.3 bilhões em 1929 para 784 milhões em 1932. Office of the Historian: Protectionism in the interwar period. U.S. Department of State.

Os preços de algodão despencaram de \$0.18 para \$0.06 de 1928 a 1931; o custo de plantio era maior que o preço de mercado. Em 1933 os pecuaristas sacrificaram 6.4 milhões de porcos com a intenção de diminuir a demanda e elevar os preços, o que foi atingido com sucesso em 20%. Em 1934, 22 estados reportaram temperaturas acima de 110 graus (os recordes de temperaturas mais altas registradas no verão de 1936 em 15 destes estados ainda não foram quebrados até junho de 2020). Em agosto deste mesmo ano o Texas atingiu 120 graus e o estado da Louisiana experienciou 116 dias consecutivos com 90 graus ou mais em 1939. A partir de 1941 o nível de chuvas voltou a sua normalidade, encerrando a onda de seca e contribuindo para a recuperação do setor agrícola norte americano (AMADEO, 2020e).

Esse fenômeno fez com que mais de 64 milhões de acres de plantações fossem perdidos; somente em 1935, mais de 130 condados perderam pelo menos metade de suas plantações. Entre 1933 e 1934, 5% dos agricultores perderam suas terras, a seca somada à grande depressão, dificultou para alguns agricultores até mesmo a colheita para consumo próprio. O problema era tão grande que nem 70 milhões de dólares (65 milhões pelo governo + 5 milhões pela cruz vermelha), destinados ao incentivo agrícola adiantaram para amenizar a situação (AMADEO, 2020e).

### **3.4.3. Crises bancárias**

Além das ondas de seca, um outro gravíssimo problema, e que foi um dos pilares para quão profunda foi a crise de 1929, foram as crises bancárias.

Muito se pensa por que a recessão de 1921 não se transformou em depressão, e a crise de 1929, que em número foi mais leve do que em 1921, gerou a depressão de 30. Um fato em essencial pode ser destacado, os agentes em 1921 não tinham um elevado grau de endividamento, o que não levou o sistema bancário ao colapso. Tal situação era totalmente diferente em 1929; com a grande expansão economia e produtiva vivida nos Estados Unidos na década de 20, os investimentos e conseqüentemente o grau de endividamento dos agentes era extremamente elevado, o que gerou três sérias ondas de quebras bancárias em 1930, 1931 e 1933; o que está diretamente ligado às principais causas da depressão já apresentadas aqui: a contração do sistema de crédito e monetário, e a propensão ao entesouramento (MAZZUCHELLI, 2009).

Entre 1920 e 1921 (...) a economia mergulhou em uma severa recessão. (...) Mas a recessão, também, foi muito breve: ela se assemelhou ao que se denomina como uma

recessão ‘em forma de V’ (‘V-shaped’ recession), abruptamente para baixo e, logo na seqüência, abruptamente para cima. Talvez uma razão seja que, apesar das quebras bancárias terem aumentado substancialmente, em momento algum se instaurou o pânico financeiro. (...) A dramática contração de 1929 e 1930, que à primeira vista parecia repetir a de 1920 e 1921, produziu um pânico financeiro que conduziu a economia a uma depressão profunda (WALTON & ROCKOFF, 2002, p. 468 apud MAZUCHELLI, 2009, p. 167)

O sistema bancário norte americano da época era frágil; composto por aproximadamente 24 mil instituições, destas, apenas um terço pertencia ao FED; o restante apoiava-se uns nos outros para assegurar suas reservas financeiras, por isso eram muito mais suscetíveis às solicitações de retirada dos depositantes. Os bancos precisavam manter apenas 10% de suas reservas liquidas, e realizavam operações com estes outros 90%; neste cenário, uma corrida bancária generalizada não permitiria aos bancos devolver as reservas à todos os depositantes; os bancos membros do FED poderiam contar com a sua possível ajuda neste caso, mas os bancos não membros, vale ressaltar que eram dois terços, não tinham essa confiança (AMADEO, 2020d).

A violenta crise no setor agrícola precipitou a primeira onda de quebras bancárias, diversos bancos do Sul e do Meio Oeste foram a falência em outubro de 1930 (MAZZUCHELLI, 2009).

Um mês depois, em novembro, a crise bancária realmente tomou forma; Caldwell and Company<sup>4</sup> colapsou. A falência desta instituição de renome no mercado financeiro despertou o pânico, e corridas bancárias começaram a acontecer às instituições próximas as que quebraram. O pânico foi se espalhando de cidade em cidade e em questão de semanas, centenas de bancos suspenderam suas atividades, cerca de um terço destes não reabriram mais. No começo de dezembro, as corridas bancárias começaram a diminuir, mas em 11 de dezembro o quarto maior banco de Nova York cessou suas atividades, o que elevou novamente as corridas bancárias (RICHARDSON, 2013).

Ao fim do ano, a primeira onda de quebras bancárias tinha levado mais de 1300 bancos à falência. No ano seguinte já iniciou a segunda onda de quebras bancárias, entre 1930 e 1932 mais de 5 mil bancos suspenderam suas atividades; estes bancos continham mais de 3 bilhões de dólares em depósitos, isso representava cerca de 7% do total de depósitos em 1930. A criação do RFC (Reconstruction Finance Corporation) por Hoover, com a injeção de 2 bilhões de dólares no sistema bancário em 1931, e a injeção do FED de 1 bilhão de dólares nas

---

4 A maior holding financeira do Sul do país, com uma oferta de serviços de banco, seguros e investimentos.

operações de mercado aberto em 1932, não obtiveram sucesso em impedir a terceira onda de quebras bancárias em 1933; só neste ano cerca de 4 mil bancos declararam falência, estes, continham cerca de 3.5 bilhões de dólares em depósitos (AMADEO, 2020b; MAZZUCHELLI, 2009).

O FED não conseguiu conter ou remediar estas quebras bancárias, tanto pela sua falta de experiência, (havia sido criado em 1913), quanto pela sua falta de abrangência, pois conforme mencionado anteriormente apenas 33% dos bancos eram subordinados a ele. A pulverização do sistema, a inexperiência da agência, e a tentativa de manutenção do padrão ouro impediu o FED de agir com mais força na recuperação bancária (MAZZUCHELLI, 2009).

O padrão-ouro estabelecia uma contradição insolúvel entre a preservação do câmbio fixo e as ações de lender of last resort por parte das autoridades monetárias. A disjuntiva, nos momentos de crise era clara: ou bem se defendia o câmbio e se abandonava o sistema bancário à sua própria sorte, ou bem se defendia o sistema bancário e se abandonava a paridade fixa (MAZZUCHELLI, 2009, p. 185).

#### **3.4.4. Hoover**

Herbert Hoover foi agraciado pelo destino com o azar de estar presidente durante o maior desastre econômico vivido pelos Estados Unidos até então, ele é tido como um dos grandes responsáveis pela profundidade que a depressão tomou por uma suposta inação, ou mesmo ações superficiais dada a dimensão do problema, mas podemos atribuir à ele algumas atitudes que ajudaram, ou pelo menos, tentaram ajudar a melhorar a situação. Em novembro de 1929 ele decidiu baixar os impostos e solicitou as empresas que não realizassem demissões, e aumentassem os investimentos. Ele criou o *Federal Farm Board*, um esforço direto na tentativa de elevar os preços agrícolas. Ele conseguiu a manutenção das taxas de juros baixas entre 29 e 31. Foi Hoover quem criou, em dezembro de 1931 uma das principais agencias do futuro *New Deal*, a RFC, destinada ao suporte às operações bancárias. O fato é que as ações de Hoover não surtiram os efeitos esperados, por não serem adequados ou por não terem tempo suficiente; o importante é que a população desejava mudança, esta qual já ajudaria a animar um pouco o psicológico econômico norte-americano. Consequentemente, as eleições presidenciais de 1932 mostraram o fim do ciclo republicano ao eleger Franklin Delano Roosevelt com mais de 57% dos votos (MAZZUCHELLI, 2009).

### 3.5. FRANKLIN DELANO ROOSEVELT E O NEW DEAL

Franklin Delano Roosevelt (FDR) assumiu a presidência dos Estados Unidos em 4 de março de 1933. Nos primeiros cem dias de governo, ele passou no congresso a criação de mais de 15 novas agências como parte do seu programa de recuperação econômica conhecido como *New Deal*. Este programa foi estabelecido em três etapas, a primeira delas foi feita entre 1933 e 1934. Destaca-se da primeira etapa, as seguintes ações;

Sua primeira medida, com apenas cinco dias de governo, foi de suspender as atividades bancárias em todo o país, isso permitia que os bancos reabrissem apenas após avaliadores atestarem sua saúde financeira. Cinco mil bancos reabriram nos 3 dias seguintes. Essa medida não só conferiu a estabilidade financeira das instituições, limpando o mercado bancário das mais debilitadas, como trouxe também segurança psicológica à população, que pôde voltar aos poucos a confiar no sistema bancário, evitando novas corridas bancárias movidas pelo pânico. Ainda em março outra grande mudança ocorreu, o *Beer-Wine Revenue Act*, foi seguido da vigésima primeira emenda, que acabou com a proibição da comercialização de álcool no país, elevando assim a receita tributária do Estado, visto que agora toda essa comercialização poderia ser taxada. Em abril, houve a criação do *Civilian Conservative Corps*, esse programa contratou 3 milhões de empregados, durante 9 anos, para a manutenção de propriedades públicas. Também em abril, FDR acabou com a paridade do padrão ouro, e solicitou que todos que detinham ouro, o trocassem por dólares (AMADEO, 2020F).

Em maio foram criados o *Federal Emergency Relief act*, que permitiu vários empregos nos setores agrícolas, cultural, de construção e educação, e o *Emergency Farm Mortgage act*, que possibilitou crédito facilitado para que famílias agrícolas conseguissem manter suas propriedades. Em junho houve a criação do *Glass-Steagall Banking Act*, este ato separava os bancos de varejo dos bancos de investimento, isso preveniu que bancos de varejo se utilizassem de ativos dos depositantes para investimentos arriscados; criou ainda o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC); este órgão, vigente até hoje, é responsável por garantir quantias limitadas de depósitos em bancos comerciais. Este ato ajudou imensamente a reestabelecer a confiança do público no sistema bancário e garantiu que os depósitos começassem a superar os volumes de saques. Outra grande agência criada pelo *New Deal* e eu perdura até hoje foi a SEC, *Securities and Exchange Corporation*, que é simplesmente a agência reguladora do mercado mobiliário norte americano (AMADEO, 2020F).

A partir de 1935 iniciou-se a segunda etapa do *New Deal*. O *Federal Emergency Relief act* foi substituído pelo *Emergency Relief Appropriation*. Este novo programa empregou mais 8.5 milhões de pessoas para trabalhar em obras públicas. 4 meses depois foi criado o *Social Security Act*; este vigente até os dias atuais, proporcionou assistência aos idosos, deficientes, e crianças de famílias de baixa renda (AMADEO, 2020F).

Na terceira fase do *New Deal* não houve tantos investimentos quanto as duas primeiras fases devido à preocupação governamental com o déficit público. Mesmo assim, destaca-se a criação do *Fair Labor Standard Act*, que proibiu o trabalho infantil, estabeleceu um patamar mínimo para os salários, criou regulamentação para o pagamento de horas extras e definiu carga horária máxima de trabalho (AMADEO, 2020F).

Os impactos dos programas de recuperação econômica de Roosevelt ficam claras em números:

Tabela 14 – Desemprego e emprego emergencial nos Estados Unidos entre 1929-1943.

Ano	Desempregados (milhares)	Desempregados (% da população ativa)	Emprego Emergencial (em milhares)	Emprego Emergencial (% da força de trabalho)
1929	1.550,0	3,2	0,0	0,0
1930	4.320,0	8,7	20,0	0,0
1931	7.721,0	15,3	299,0	0,6
1932	11.468,0	22,5	592,0	1,2
1933	10.635,0	20,6	2.195,0	4,3
1934	8.366,0	16,0	2.974,0	5,7
1935	7.523,0	14,2	3.087,0	5,8
1936	5.286,0	9,9	3.744,0	7,0
1937	4.937,0	9,1	2.763,0	5,1
1938	6.799,0	12,5	3.591,0	6,6
1939	6.225,0	11,3	3.255,0	5,9
1940	5.290,0	9,5	2.830,0	5,1
1941	3.351,0	6,0	2.209,0	3,9
1942	1.746,0	3,1	914,0	1,6
1943	985,0	1,8	85,0	0,2

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Silveira, Thiago Salles, 2017.

Quando Roosevelt entrou na casa branca em 1933 o desemprego estava em 20.6%, neste mesmo ano o percentual de beneficiados pelo emprego emergencial foi de 4.3%, o que ocasionou uma queda de quase 25% no desemprego; o percentual de benefícios foi aumentando,

da mesma forma qual o de desemprego diminuindo, e em 1937; 7% da força de trabalho era beneficiada com o emprego emergencial, enquanto o desemprego caía modestamente para um dígito desde 1930, com 9.9%. Porém, apesar de o benefício ter conseguido empregar muita gente, não conseguiu trazer os níveis de empregabilidade anteriores a depressão, nem mesmo próximos; além disso os empregos emergenciais não se traduziam em produção econômica real, visto que eram amplamente financiadas pelo governo (SILVEIRA, Thiago Salles, 2017).

O *New Deal* pode ser encarado como uma recuperação parcial da economia, um alívio momentâneo a terrível depressão que pairava sobre os americanos, até que algo extraordinário pudesse acontecer e acabar de vez com este período turbulento, ou seja, a segunda guerra mundial. Um exemplo disso é que com o terceiro *New Deal* não sendo tão feroz quanto os dois primeiros, é possível perceber uma leve recessão nos níveis de atividade em 1937 e 1938 (MAZZUCHELLI, 2009).

A relação entre a FPBCF 5 e o PIB nominal, de 14,46% em 1929, caiu para 7,32% no período em questão. Tais indicações revelam que a recuperação não foi liderada pelos investimentos privados (MAZZUCHELLI, 2009, p. 200).

Tabela 15 – Indicadores econômicos selecionado dos Estados Unidos entre 1929-1941.

Ano	PIB real (1932 = base 100)	Produção Industrial (1932 = base 100)	Formação Privada Bruta de Capital Fixo (bilhões de dólares)	Consumo Pessoal (bilhões de dólares)	PIB Nominal (bilhões de dólares)
1929	139,2	185,1	15,0	77,5	103,7
1932	100,0	100,0	3,6	48,7	56,4
1933	98,0	116,4	3,2	45,9	66,0
1934	105,6	126,9	4,2	51,5	73,3
1935	114,1	152,2	5,5	55,9	83,7
1936	130,4	179,1	7,4	62,2	91,9
1937	136,8	191,1	9,6	66,8	86,1
1938	130,6	149,3	7,6	64,2	92,0
1939	140,9	189,6	9,1	67,2	101,3
1940	152,2	219,4	11,2	71,2	126,7
1941	179,0	291,0	13,8	81,0	161,8

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Mazzucchelli, 2009.

Entre 1941 e 1944 o PIB cresceu 52%; e os níveis de desemprego caíram significativamente, tanto pelo aumento da atividade econômica, quanto pela realocação da força de trabalho no setor militar norte americano. As liquidações bancárias, após os programas que devolveram a confiança do público no sistema bancário, foram de apenas 133 milhões de dólares entre 1934 e 1941; muito abaixo dos quase 7 bilhões entre 1930 e 1933. É importante destacar que os dispositivos do *New Deal* em matéria de sistema financeiro não buscaram apenas diminuir a profundidade da crise, mas resultaram por redefinir o sistema financeiro norte americano. A deflação também deu um alento durante os programas do *New Deal*, porém, sem conseguir voltar aos níveis de 1929 (MAZZUCHELLI, 2009).

Tabela 16 – Evolução dos preços, atacado e varejo, nos Estados Unidos entre 1929-1938.

Ano	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
Preços ao consumidor	173	168	154	138	131	135	138	140	145	142
Preços no atacado	139	126	107	95	96	109	117	118	126	115

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Mazzucchelli, 2009.

Na agricultura também é possível perceber os impactos do *New Deal*. Os preços recebidos pelos agricultores tiveram um claro aumento entre 1933 e 1937, com uma redução em 1938 e 1939, em decorrência da recessão de 1937, 1938; e voltaram a subir em 1940, 1941, mas aí já sob influência da segunda grande guerra (MAZZUCHELLI, 2009).

Tabela 17 – Finanças federais, dos Estados Unidos entre 1933-1941.

Ano	Receitas Federais (bilhões US\$)	Despesas Federais (bilhões US\$)	Deficit Publico (bilhões US\$)	Dívida Pública (bilhões US\$)
1933	2,0	4,6	-2,6	22,5
1934	3,0	6,6	-3,6	27,0
1935	3,7	6,5	-2,8	28,7
1936	4,0	8,4	-4,4	33,8
1937	5,0	7,7	-2,7	36,4
1938	5,6	6,8	-1,2	37,2
1939	5,0	8,8	-3,8	40,4
1940	6,4	9,5	-3,1	43,0
1941	8,6	13,6	-5,0	49,0
1942	14,4	35,1	-20,8	72,4

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Mazzucchelli, 2009.

O advento da Segunda Guerra Mundial (1939-1945) possibilitou, por meio da demanda de combatentes e trabalhadores, absorver grande parte da força de trabalho inativa e aproveitar verdadeiramente os recursos econômicos antes ociosos em solo norte-americano no período da Grande Depressão (EICHENGREEN, TEMIN, 2000 apud CRESPO, 2018, p. 42).

## 4. A GRANDE RECESSÃO

Este capítulo busca descrever as origens, desenrolar e desdobramentos da crise financeira de 2008. Para isso será abordado o processo de desregulamentação no setor financeiro norte americano, bem como as inovações financeiras, a formação da crise e por fim, a crise em si.

### 4.1. PROCESSO DE DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA ESTADUNIDENSE

A situação econômico/financeira estadunidense era delicada quando Gerald Ford assumiu a presidência do país em 1974. O esgotamento do crescimento do pós guerra, o fim do acordo de Bretton Woods e o aumento dos preços do petróleo trouxeram inflação e recessão. Apenas no primeiro semestre de 1974 a variação acumulada dos preços ao consumidor foi maior que 6%, e no ano maior que 12%; e não havia indícios de que a inflação daria trégua, apesar de políticas contracionistas que vinham sendo aplicadas desde o ano anterior. Além da inflação; que era certamente o foco das preocupações, o PNB permaneceu em queda durante todo o ano de 1974. O cenário nos Estados Unidos era de recessão, o desemprego por sua vez aumentou, em janeiro de 1974 beirava os 5%, em maio de 1975 alcançou quase 9%. O cenário recessivo, porém, não era exclusivo dos Estados Unidos; no Japão o PIB caiu em 1974, e a inflação alcançou extraordinários 25%. Na Inglaterra, no mesmo ano, o PIB também caiu e a inflação foi de 16%. Os indicadores não melhoraram em 1975, a Inglaterra registrou inflação de 24%, a Itália de 17%, e no Japão 12%; o PIB em todos estes países também retraiu em 1975. O período ficou então conhecido como a primeira grande recessão do pós guerra, contrapondo o período de crescimento econômico das décadas de 1950 e 1960 (MAZZUCHELLI, 2017).

Devido às preocupações inflacionárias, o FED elevou a taxa de juros dos Estados Unidos (o que acarretou um recuo do produto e aumento do desemprego), de 7,94% em 1978 para 11,20% em 1979; e 13,35% em 1980. Apesar destes aumentos a inflação não caiu, alcançando 12,5% em 1980; ou seja, o aumento dos juros que tinha como intenção reduzir a inflação, não surtiu efeito e ainda deixou o PIB negativo e o desemprego alto; este cenário deu oportunidade a Ronald Reagan retirar a reeleição de Carter em 1980, sua pergunta para Carter - Você é melhor hoje do que era a quatro anos atrás - ficou na mente dos americanos, e Reagan venceu com 90% dos votos do colégio eleitoral (MAZZUCHELLI, 2017).

A taxa de juros nos anos 80 era muito elevada, isso fazia com que a eficiência marginal do capital fosse baixa, pois era mais interessante aplicar recursos no setor financeiro

do que no setor produtivo (INACIO, 2009). Desta forma, o início do mandato de Reagan foi marcado por uma forte recessão, onde o fantasma da inflação foi finalmente superado (8,9% em 1981 para cerca de 3,8% entre 1982-85), mas os indicadores de desemprego chegaram aos 10% em 1983 (MAZZUCHELLI, 2017).

Com a ascensão de Reagan ao poder, os ideais liberais ganharam força e iniciou-se um forte processo de redução do controle do Estado na regulamentação das instituições financeiras e no controle de preços. Em 1984, o Secondary Mortgage Enhancement Act retirou os limites para aquisição de MBS (Mortgage Backed Security) por instituições de depósito, além disso, as MBS passariam a receber classificação de risco boa, podendo assim serem compradas por fundos de pensão e seguradoras como títulos emitidos e garantidos pelo governo (NATARIO, 2009). Em 1985, o FED permitiu que empresas holdings de bancos comerciais adquirissem como subsidiárias, outras empresas que prestassem serviços de consultoria financeira e corretagem. Todo esse processo de desregulamentação continuou na década seguinte, onde destaca-se a revogação da lei Glass-Steagall e a formalização da não supervisão de subsidiárias não bancárias de instituições bancárias; esta revogação de supervisão em específico foi um dos maiores problemas de desregulamentação do sistema, pois permitiu aos bancos “esconder” dos reguladores as suas operações de crédito, através de brechas nesta lei. Para se ter uma ideia, cerca de 13% do total de empréstimos subprime realizados entre 2004 e 2007 estavam fora do alcance dos reguladores, por conta desta lei (OLIVEIRA, 2011).

O processo de desregulamentação financeira que se deu entre os anos de 80 e 90, eliminou a segmentação dos mercados. A participação dos ativos em bancos comerciais e de poupança caiu de 52% em 1980 para 22% em 2007; houve neste caso, migração para investimentos coletivos, como fundos de pensão (INACIO, 2009). Desta forma, a desregulação financeira, aliada ao avanço tecnológico da década de 1990, tiveram algumas consequências, como: Liberdade e ampliação das competências das instituições, inovações dos serviços e produtos, e globalização financeira (NATARIO, 2009).

#### 4.2. MERCADO HIPOTECÁRIO NORTE-AMERICANO

O setor de construção civil é um medidor básico da economia de um país. Ele remete a várias cadeias produtivas da economia, desde a extração de matérias primas, serviços de decoração, e vendas do produto acabado. O retorno do setor, no entanto, é de longo prazo, como pode ser observado no *Residential Finance Survey* de 2001, aproximadamente 97% das

residências nos Estados Unidos haviam sido adquiridas via empréstimos hipotecários, e apenas 1,6% à vista, em dinheiro (INACIO, 2009).

#### **4.2.1. Mercado hipotecário norte-americano tradicional**

Entre a década de 1930 até meados da década de 1980, as aquisições de imóveis eram em sua grande maioria financiadas pelas chamadas *Savings & Loans Associations* (S&Ls); que eram, basicamente, o que se conhece hoje como cooperativas de crédito. Porém, com a elevação das taxas de juros da década de 1970, as S&Ls perderam parte dos seus recursos disponíveis para operação, visto que os seus clientes retiraram os depósitos para aplicação em lugares com uma rentabilidade mais atraente; além disso, com o aumento dos juros, o custo de captação dos recursos de curto prazo das S&Ls aumentou, desta forma, como a maior parte de sua carteira era de hipotecas de longo prazo com taxa de juros fixas, houve um descasamento entre os ativos e passivos destas instituições. O governo então resolveu incentivar o setor no país, e aprovou o *Depository Institutions Deregulations and Monetary Control Act* em 1982, este projeto revogava o limite dos juros de poupança e ampliava o limite de cobertura dos depósitos para cem mil dólares (SILVA, 2015). Estas medidas porém, não trouxeram efeito real para ajudar as S&Ls, o governo então deu mais liberdade à estas instituições, que poderiam então, emitir cartões de crédito, operar no comércio de imóveis, tomar empréstimos junto ao FED, pagar taxas de juros mais elevadas aos depositantes e conceder empréstimos comerciais (INACIO, 2009).

#### **4.2.2. Inovações financeiras**

Como consequência da crise no setor bancário e de S&Ls (que percebia um custo maior de captação a curto prazo, para operações já realizadas de longo), iniciou-se o processo de securitização, uma das vertentes das inovações financeiras, que permitiu taxas de juros mais baixas, pois reduziu os riscos oriundos das operações de crédito (OLIVEIRA, 2011).

A securitização de crédito é a transformação do crédito de uma dívida em um ativo para venda à investidores, que passam a ser os novos credores desta dívida. O sistema tradicional de securitização de crédito era feito através da TLF – *Transferable Loan Facility*, onde era vendida participação em empréstimos concedidos, estes posteriormente poderiam ser negociados na bolsa de valores. No decorrer da década de 1980, o governo federal instituiu

programas de crédito imobiliário, e outro tipo de securitização se popularizou, eram os chamados MBS, que é a mesma coisa que o TLF, porém com garantia do imóvel real (INACIO, 2009).

Com o mesmo intuito de diminuição de riscos, surgiram os derivativos, que são instrumentos financeiros que tem o seu valor originado de outro ativo básico. O mercado de derivativos pode ser composto por principalmente 3 tipos de investidores, o que faz o uso para hedge, ou seja, proteção de outro investimento; o especulador, que não fica na mesma posição por muito tempo e busca lucros altos no curto prazo, e os que usam da técnica de arbitragem, se beneficiando das distorções de preços para nunca perder (INACIO, 2009).

Estas inovações pareciam se encaixar direitinho no setor de financiamento imobiliário, pois poderiam diminuir o tempo de retorno destes investimentos de longo prazo e minimizar os riscos das operações de crédito.

#### **4.2.3. Mercado hipotecário norte-americano modernizado**

Antes de adentrar na modernização do mercado hipotecário norte-americano, é preciso apresentar algumas instituições de extrema importância para o desenho da crise, são elas a *Federal House Administration* (FHA); a *Federal National Mortgage Association* (FNMA, conhecida como Fannie Mae); a *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (conhecida como Freddie Mac). A FHA foi criada em 1934, como forma de incentivar o setor imobiliário norte-americano durante a depressão; é uma espécie de seguro público que dá garantia aos financiamentos imobiliários. Já Fannie Mae, criada em 1938 com o mesmo intuito, captava recursos abaixo das taxas do mercado e emprestava aos bancos hipotecários, que se utilizavam destes recursos para ofertar crédito habitacional. Em 1970 foi criado o Freddie Mac, que além dos mesmos poderes da Fannie Mae, podia comprar e vender hipotecas no mercado secundário, e em 1980; Fannie e Freddie podiam operar com securitização de hipotecas não garantidas pela FHA (NATARIO, 2009).

Existe ainda as chamadas SIVs (*Special Investment Vehicles*); estas eram empresas financeiras, não bancárias, mas administradas pelos bancos, criadas com o propósito específico de realizar as operações com MBS. A compra de MBS através destas empresas específicas era uma manobra adotada pelos bancos para driblar as exigências legais de passivo e ativo, bem como fugir dos olhos dos reguladores, pois SIVs não eram fiscalizadas devido a revogação da lei *Glass-Steagall*.

Funciona assim: um americano vai a um banco comercial qualquer e pede um empréstimo para comprar um imóvel. Ato contínuo, o banco cria dinheiro eletrônico e acrescenta estes dígitos eletrônicos na conta do tomador de empréstimo, que agora utilizará este dinheiro para comprar um imóvel. Por uma questão de regra contábil, sempre que um banco concede um empréstimo, ele está criando um ativo e um passivo: o ativo é o valor do empréstimo, o passivo é o dinheiro que ele deu ao tomador de empréstimo (ROQUE, 2013).

Todo empréstimo gera um ativo; que são os créditos a receber, e um passivo; que são os créditos concedidos. Estes números compõem o balanço das instituições financeiras, e pela regulamentação bancária, os ativos precisam manter uma proporção limite do patrimônio líquido da instituição. No momento em que este limite é atingido, a liberdade de concessão de empréstimos de uma instituição cessa, e neste ponto é que a securitização do crédito se tornou importante para o sistema. As instituições começaram então a conceder os créditos imobiliários, e depois securitizá-los, através de uma engenharia financeira<sup>6</sup> transformando-os em títulos negociáveis que eram vendidos no mercado secundário para as agências Fannie Mae, Freddie Mac, e SIVs (muitas vezes da própria instituição). Este processo implica em algumas consequências fundamentais para os bancos originadores dos empréstimos: Primeiro, o banco comercial se livra do risco de inadimplência, que agora está sobre responsabilidade de quem comprou o ativo; Segundo, ao vender esta dívida, o banco diminui a proporção de seu ativo para com seu patrimônio líquido, o que habilita ele a conceder mais empréstimos sem infringir a regulamentação bancária; Terceiro, o volume de empréstimos também expande devido a rapidez da recuperação dos fundos emprestados, pois os bancos não precisariam mais esperar o longo prazo típico dos contratos de financiamento imobiliário, obtendo um fluxo de caixa livre em uma velocidade maior, para poder realizar novos empréstimos. Na prática, os bancos, juntamente com as agências hipotecárias e SIVs, se tornaram agentes de expansão artificial do crédito (MENDES, 2016).

As agências hipotecárias, que agora eram os novos credores destes ativos, precisavam monetizar a operação, e para isso, vendiam os CDOs (Collateralized Debt Obligations); que era um pacote com vários contratos de crédito hipotecário securitizado, negociados no mercado de valores com fundos de pensão, seguradoras, outras instituições,

---

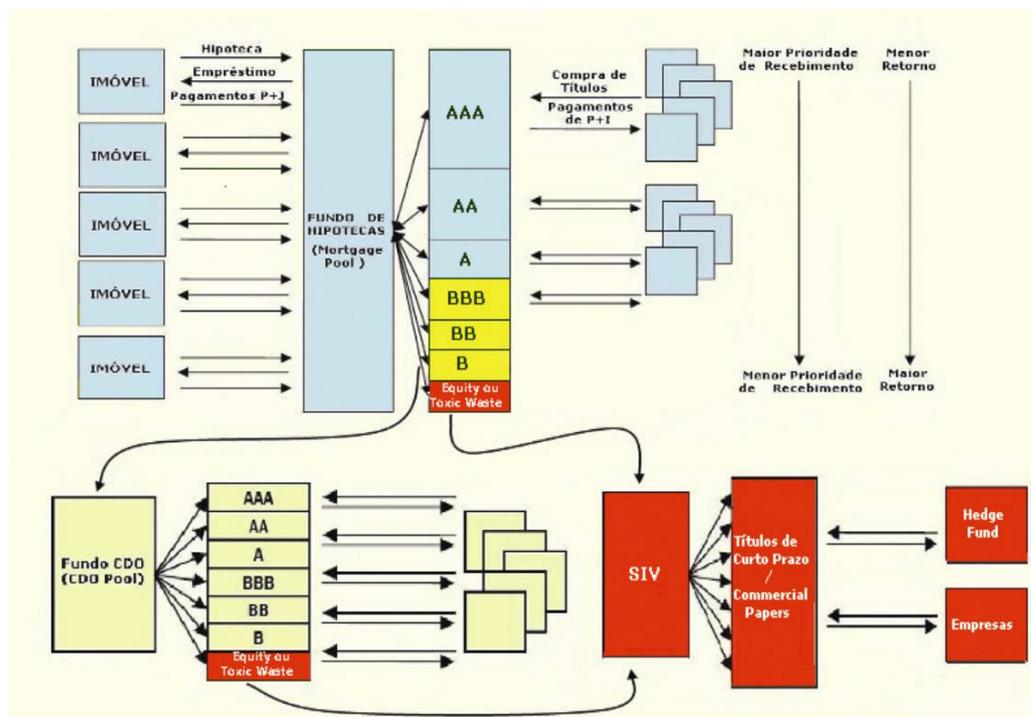
<sup>6</sup> Funcionava da seguinte forma: Elas criavam uma espécie de fundo, chamado Mortgage Pool, e colocavam nestes fundos suas dívidas securitizadas, onde emitiam cotas de diferentes classes de risco. Os contratos de dívidas de baixo risco eram classificados como AAA, AA e A e eram vendidos diretamente aos investidores; os contratos com risco intermediário eram classificados como BBB, BB e B e eram empacotados nos chamados CDOs e vendidos para as agências hipotecárias e as SIVs; e os contratos com alto risco eram reclassificados como mais seguros através de um processo de derivativos (OLIVEIRA, 2011).

fundos hedge, entre outros; ou mesmo mantido em suas carteiras para recebimento dos pagamentos das parcelas. Os novos credores, porém, também podiam negociar estes mesmos títulos com terceiros investidores; portanto, os CDOs começaram a inundar a economia, e era difícil saber quem era o novo credor (MENDES, 2016).

Os CDOs eram estruturados em um esquema de tranches, ou seja, uma escada/cascata de investimento, onde o degrau mais alto era mais seguro, pagava juros menores, pois receberia primeiro os pagamentos destas obrigações de crédito. No degrau de baixo estava o risco/retorno intermediário, pois quando os investidores da tranche sênior fossem remunerados, os próximos pagamentos viriam para o degrau do meio. Por último, a tranche residual pagava mais retorno aos investidores, porém, era a mais arriscada, pois tinha que contar que não houvesse inadimplência suficiente para que os dois degraus acima fossem remunerados e ainda sobrasse remuneração para o último degrau (NATARIO, 2009). Este processo de empacotar títulos garantidos por dívida (CDOs) gerava obscuridade no investimento, pois não era possível conhecer a real estrutura da dívida que se estava comprando. As agências de rating tiveram um papel fundamental na disseminação deste tipo de produto na economia norte-americana e mundial; a classificação de risco destas agências gerava tranquilidade nos investidores, e os CDOs eram classificados pelas mesmas com alto grau de investimento (baixo grau de risco), sendo muitas vezes classificadas com a mesma segurança de títulos do governo americano (SILVA 2015).

O processo é ilustrado na figura 5:

Figura 5 – Fluxo de securitização dos contratos de hipotecas nos Estados Unidos.



Fonte: Filho, 2008.

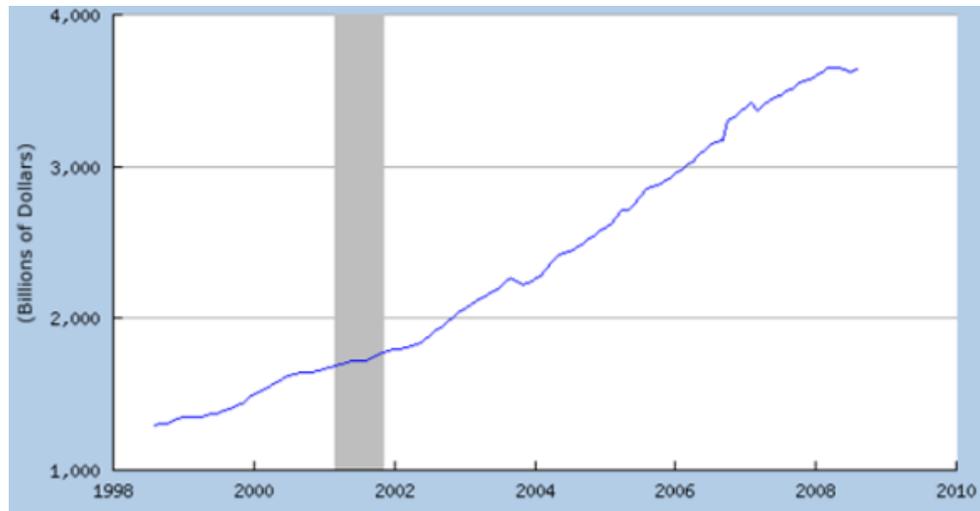
#### 4.2.4. Hipotecas Subprime

Para evitar inadimplência, os bancos tradicionalmente faziam um levantamento das informações do solicitante do empréstimo, para avaliar e realizar a gestão de risco de tal operação. A aparente tranquilidade das operações financeiras com títulos hipotecários, e a sua saturação na década de 1990, fez com que os bancos e as financeiras explorassem novos mercados, visando o aumento dos lucros, e assim começaram as operações *subprime*. Este novo mercado estava inexplorado, ou seja, tinha muito potencial de crescimento, além disso, a rentabilidade era maior do que o mercado *prime*, pois tinha mais risco, este mercado então começou não só a ser explorado pelas instituições, mas também securitizado da mesma forma que os empréstimos *prime* (INACIO, 2009).

Com o estouro da bolha da internet em 2000 e dos acontecimentos do dia 11 de setembro de 2001, o governo baixou fortemente os juros buscando incentivar a economia, isso proporcionou um crescimento mais acelerado do setor imobiliário que já estava desregulamentado e securitizado (SILVA, 2015).

Conforme figura 6, entre o início dos anos 2000 até 2008 o volume de financiamentos imobiliários subiu de 1.5 bilhão de dólares ao ano para quase 4 bilhões de dólares.

Figura 6 – Quantidade de financiamentos imobiliários anuais nos bancos comerciais norte-americanos entre 1999-2009.



Fonte: Mendes, 2016.

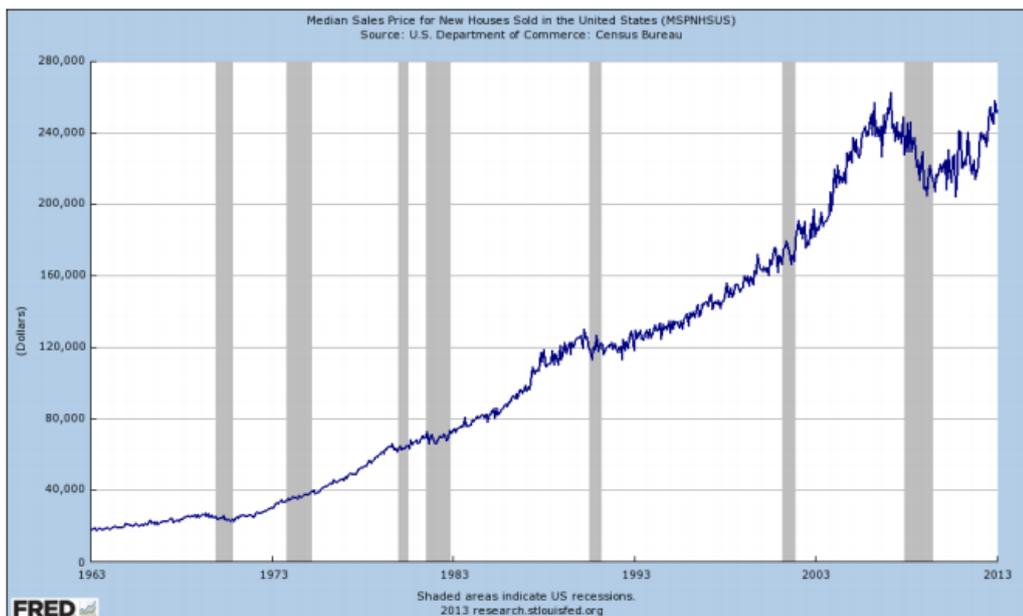
Dentro do mercado subprime existiam contratos chamados de NINJA (*no income, no job, no asset*); ou seja, devedores sem verificação de renda, sem emprego e sem bens em seu nome conseguiam empréstimos através do mercado *subprime* (NATARIO, 2009). Vale ressaltar aqui duas coisas, primeiramente os bancos e instituições eram desencorajadas a serem mais criteriosas na concessão de empréstimos, visto que seu risco seria facilmente repassado; era como se eles apenas fizessem os contratos, recebessem as comissões, e vendessem estes à investidores, apenas recebendo os lucros e esquecendo do crédito que haviam concedido (COOPER; JOHN, 2012). Segundo, as agências Fannie Mae e Freddie Mac, por serem submetidas ao governo federal, eram muitas vezes geridas de forma a atender interesses políticos, tanto que em 1999, segundo reportagem do New York Times, ambas as agências sofreram pressões políticas dos democratas para que comprassem hipotecas de pessoas de baixa e moderada renda, bem como diminuíssem as exigências de crédito para minorias étnicas e raciais; desta forma estas políticas governamentais contribuíram para alimentar um mercado de crédito de alto risco segundo os critérios tradicionais de análise de crédito (MENDES, 2016).

Um grande problema com os empréstimos *subprime*, é que eles usavam taxas de juros do tipo ARM (*Adjustable Rate Mortgage*), as chamadas *teaser rates*, eram relativamente baixas e se mantinham fixas por um período inicial e curto, cerca de 2 a 3 anos, como forma de atrair os clientes, após este período as taxas eram reajustadas conforme as taxas de mercado (INACIO, 2009).

A partir do início dos anos 2000 todo esse mercado de hipotecas, juros flexíveis, *subprime* e alt-A (que são empréstimos para aqueles que não tem comprovação de renda mas que tem histórico bom de pagamento de contas) se intensificou, porém, a maioria deles não era assegurada pela FHA, pois não respeitavam os parâmetros mínimos de risco exigidos, para tanto, bancos privados se responsabilizavam pela emissão e criação das *securities* (NATARIO, 2009).

Todo este processo de exploração de um novo mercado, quase que sem risco para os emprestadores e sem regulação por parte do governo, somados a taxas de juros mais baixas, levou os agentes a oferecerem cada vez mais créditos, para obter cada vez mais lucros, isso trouxe uma elevada demanda no setor imobiliário do país<sup>7</sup>, que não foi acompanhada pela oferta, fazendo com que os preços dos imóveis subissem de forma expressiva, e rápida, nos anos 2000 (INACIO, 2009).

Figura 7 – Mediana do preço de venda de imóveis novos nos Estados Unidos entre 1963-2013.



Fonte: Mendes, 2016.

Ao observar a figura 7, é possível perceber uma intensificação dos preços dos imóveis a partir da década de 70, e uma acentuação nesta intensificação a partir dos anos 2000.

Desta forma, tanto os credores quanto os tomadores esperavam que a tendência de valorização dos imóveis se mantivesse, ou que as taxas de juros futuras fossem reduzidas, para

<sup>7</sup> Por conta das baixas taxas de juros, atreladas ao incentivo das *teaser rates* e ao aumento do valor dos imóveis, muitos agentes, famílias e empresas, passaram a contrair até mesmo uma terceira hipoteca, como forma de aumento de capital para gasto em bens de consumo ou de investimento (SILVA, 2015).

que assim pudessem refinanciar suas hipotecas em condições favoráveis, ou ao menos, não sofrer com a taxa flexível no caso de contratos ARM. Todas essas operações de refinanciamento permitiam que o aumento patrimonial das famílias fosse convertido em liquidez, pois conforme o seu imóvel adquirido aumentava de valor, era feita uma nova hipoteca da diferença, e esse valor era utilizado tanto para gastos de consumo quanto de investimento; com isso o endividamento das famílias aumentava (NATARIO, 2009). Esse processo, no olhar de Minsky, colocava as famílias em situação de agentes Ponzi, pois os tomadores de crédito não conseguiam mais cobrir suas dívidas com a receita proveniente de suas atividades correntes, sendo necessário a renegociação e o refinanciamento da dívida; porém isso só era possível pelo aumento no valor do imóveis, e a constância ou diminuição das taxas de juros (OLIVEIRA, 2011).

O mercado *subprime* mais do que dobrou entre 2001 e 2006; saiu de 190 bilhões de dólares para 600 bilhões; além desse aumento expressivo, a maioria destas operações eram securitizadas, sendo que em 2006, ao menos 80% delas tinham algum tipo de securitização (SILVEIRA, Thiago, 2017).

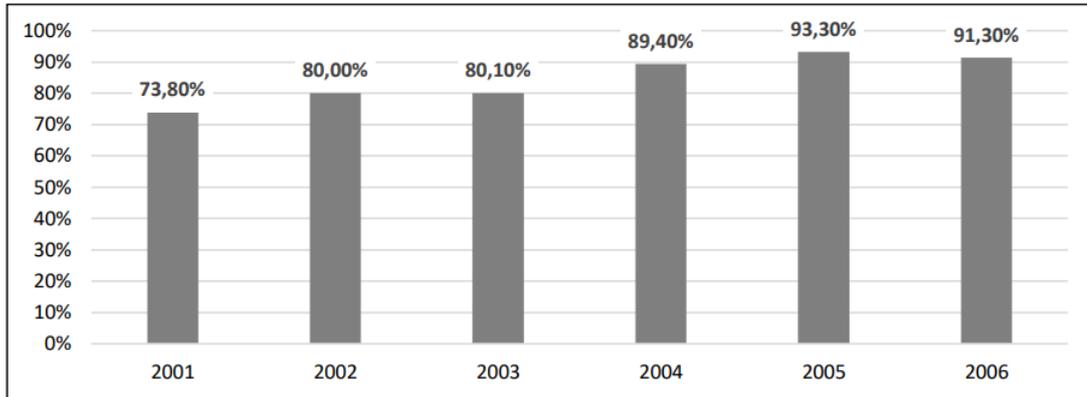
Tabela 18 – Proporção dos contratos de hipotecas subprime, e de securitização destas, nos Estados Unidos, entre 2001-2006.

Ano	Hipotecas Totais (bilhões US\$)	Hipotecas Subprime (bilhões US\$)	Hipotecas Subprime (% do total de hipotecas)	Hipotecas Subprime Securitizadas (bilhões US\$)	Hipotecas Subprime Securitizadas (% do total de hipotecas subprime)
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	652	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Silveira, Thiago, 2017.

Algo preocupante que também se intensificou nos anos 2000 foram os empréstimos por juros da modalidade ARM.

Figura 8 – Proporção dos contratos de empréstimos imobiliários nos Estados Unidos, pela modalidade de juros ARM, entre 2001-2006.



Fonte: Silveira, Thiago, 2017.

Nesta época, os CDOs não estavam mais apenas juntando operações de créditos hipotecários, mas também créditos de cartão de crédito, compra de automóveis, empréstimos estudantis etc. Desta forma, várias operações de créditos diferentes, de riscos variados, eram agrupadas em CDOs, classificados seus riscos pelas agências de rating e revendidos. Estes agrupamentos fizeram com que contratos *subprime*, de alto risco, fossem classificados pelas agências de rating com alto grau de segurança (NATARIO, 2009).

Segundo Stephens (2010 apud OLIVEIRA, 2011), as agências de rating foram cúmplices intencionalmente de todo o desenho da crise, pois classificaram instrumento de dívida sem valor, incluindo os *subprime*, como se fossem títulos financeiros de primeira linha.

Supostas fraudes também ocorriam por parte dos agentes financeiros concessionários de crédito; segundo Cintra e Cagnin (2007, apud CECHIN; MONTROYA, 2017), cerca de 90% das hipotecas *subprime* tinham algum tipo de fraude. Mais da metade dos tomadores de empréstimos superestimaram em mais de 50% suas rendas, e os agentes emprestadores falsificavam o sistema de pontuação de crédito dos devedores com o objetivo de facilitar as operações e garantir suas comissões.

Como se não bastasse toda a complexidade e fragilidade da economia estadunidense, e mundial (vale lembrar que com a globalização financeira, investidores de todo o mundo estavam posicionados nos produtos norte-americanos), foi criado mais uma inovação financeira, os chamados CDS (*Credit Default Swaps*). Este ativo servia como um seguro, uma proteção para as operações de CDO; o contratante desta proteção pagava um “prêmio”, assim como nos seguros tradicionais de automóveis por exemplo, para quem o vendeu, que por sua

vez ficava responsável por assegurar o pagamento em caso de inadimplência, falência, ou até mesmo em caso de queda no valor do ativo (SILVA, 2015).

#### 4.3. DESENHO DA CRISE

O FED havia reduzido significativamente a taxa de juros como incentivo à economia a partir do ano de 2000<sup>8</sup>; porém, em 2004 a economia do país já mostrava sinais de recuperação, então o FED adotou uma política contracionista por receio da inflação, com isso elevou gradativamente a taxa básica de juros norte-americana, que saiu de 1% para 5,25%; e se manteve neste nível até meados de 2007, quando a crise começou a aparecer (OLIVEIRA, 2011).

Coincidentemente ao aumento das taxas de juros, os contratos de hipotecas do tipo ARM estavam vencendo o período de taxas fixas, e quando as taxas foram reajustadas, a partir de 2006, o reajuste foi feito para uma taxa de juros alta, devido ao seu aumento pelo FED. Cerca de 350 bilhões de dólares em financiamentos imobiliários foram impactados por este aumento (MORRIS, 2009, apud SILVEIRA, Thiago, 2017).

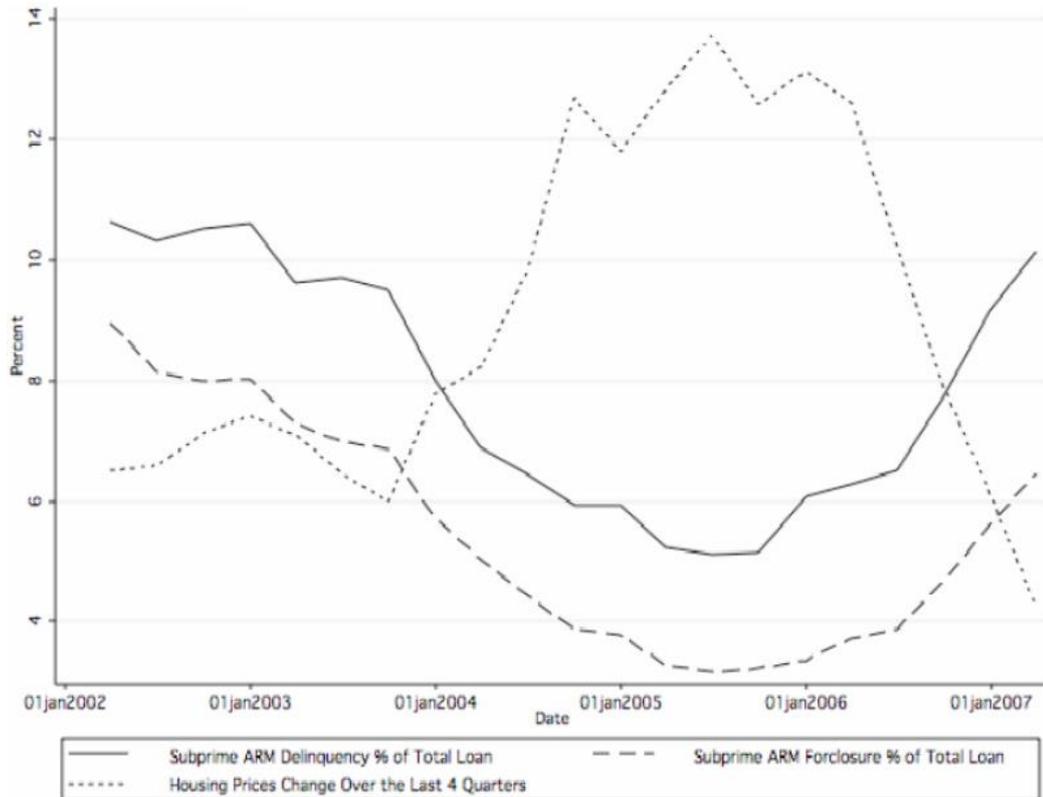
Este movimento de subida de juros, portanto, teve duas consequências diretas; primeiramente a oferta monetária diminuiu, pois, a captação por parte das instituições estava mais cara. Segundo, houve um aumento da inadimplência por parte dos tomadores, e conseqüentemente, execuções hipotecárias (MENDES, 2016); com o reajuste das *tease rates* vários agentes que haviam contraído crédito imobiliário nesta modalidade perceberam que não conseguiriam arcar com suas obrigações, e começaram a colocar seus imóveis à venda na tentativa de saldar suas dívidas. O preço dos imóveis (que já estavam em queda devido a diminuição da oferta monetária e conseqüente procura por novos contratos) caiu ainda mais; e muitos devedores ao perceber a queda no preço passaram simplesmente a não pagar mais suas hipotecas, pois sua dívida se tornou maior que o preço de seus imóveis<sup>9</sup>; esse processo de inadimplência aumentou as desocupações e execuções imobiliárias, o que elevou ainda mais a oferta habitacional e a queda no preço dos imóveis (INÁCIO, 2009).

---

<sup>8</sup> No ano de 2004, a taxa real de juros na economia americana alcançou patamares negativos (MENDES, 2016).

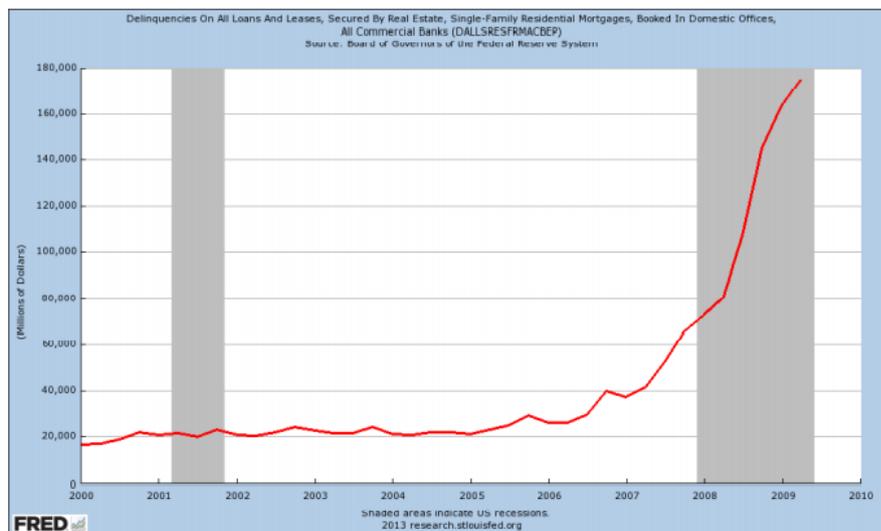
<sup>9</sup> De acordo com o índice de preços S&P/Case-Shiller, em março de 2008, cerca de 8,8 milhões de hipotecas (10,8% do total) apresentavam saldo devedor maior do que o valor dos imóveis (INÁCIO, 2009).

Figura 9 – Preço dos imóveis, inadimplências, e execuções, no mercado de crédito imobiliário norte americano entre 2002-2007 (%).



Fonte: Oliveira, 2011.

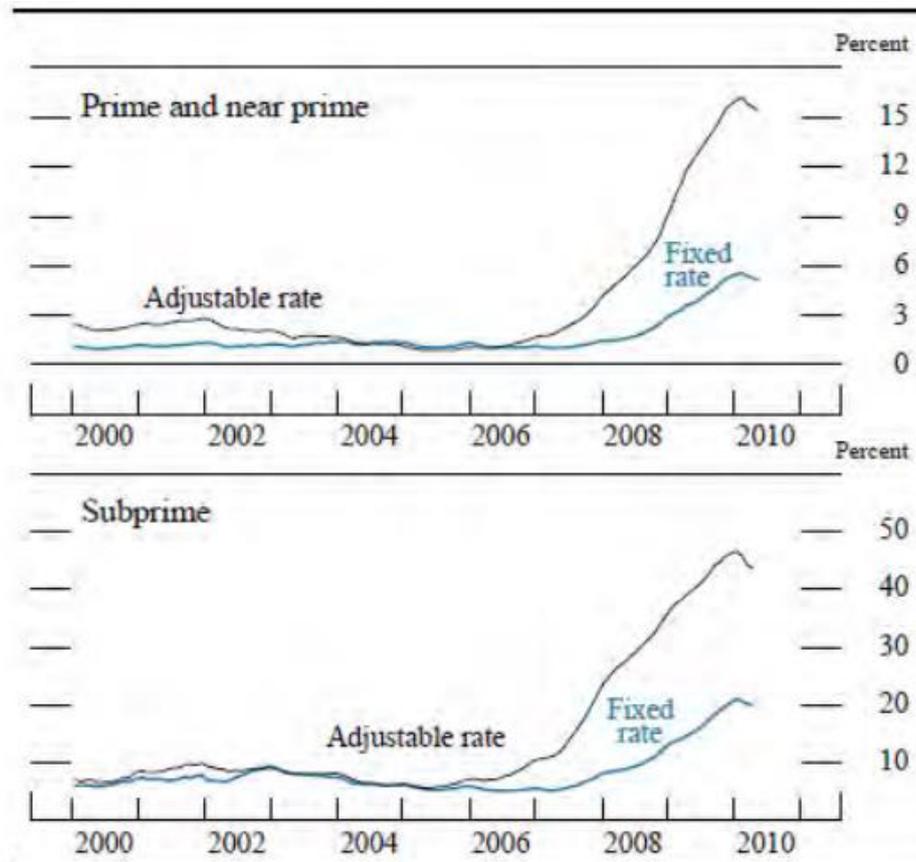
Figura 10 – Inadimplência no mercado de crédito imobiliário norte americano entre 2000-2010 (valores monetários).



Fonte: Mendes, 2016.

Os contratos do tipo ARM tiveram grande impacto nas taxas de inadimplência.

Figura 11 – Inadimplência no mercado de crédito imobiliário norte americano entre 2000-2010 (%) de contratos com taxas de juros fixas e variáveis, de contratos Prime e Near Prime, e Subprime.



Fonte: Campos, 2010.

Os investidores, ao perceberem a inadimplência aumentando e o valor dos imóveis em garantia diminuindo, cessaram seus investimentos, e os bancos originadores dos empréstimos não tinham mais para quem vender as securitizações, ficando para si com o risco dos empréstimos ainda não vendidos. Neste momento a crise se acelerou e ganhou forma (MENDES, 2016). A queda nos investimentos fez com que a concessão de crédito fosse revista, e a percepção de risco aumentasse, porém, algumas instituições ainda acreditavam que a inadimplência e a queda no valor dos imóveis seria passageira, e continuaram a emitir hipotecas, mesmo sem ter como securitizar, acumulando os riscos para si (INÁCIO, 2009).

Quando um investidor percebe a elevação de risco de seus ativos, ele é levado a buscar a diminuição deste risco, realizando a venda de ativos de maior risco e a compra de ativos mais seguros; os demais investidores ao perceberem esta atitude, também tentam fazer a

mesma coisa, com os mesmos ativos; desta forma o preço dos ativos caí, e os investidores percebem que não só tinham um investimento cujo valor de mercado é muito menor do que o esperado, como também estes se tornaram ilíquidos, pois não tem como vende-los sem prejuízo (CARVALHO, 2008). Com a queda do valor dos papéis, o valor patrimonial dos investidores começou a cair; e como a grande maioria dos bancos e financeiras estavam posicionadas neste mercado, todas elas estavam passando pela mesma queda (INÁCIO, 2009).

A situação se tornou cíclica; as casas diminuíam o valor, a inadimplência aumentava, bancos tomavam as casas e colocavam no mercado, com mais casas no mercado o valor dos imóveis diminuía ainda mais, e assim a bola de neve acontecia (COOPER; JOHN, 2012). Paralelo a isso, a crise atingia o setor financeiro, que estava abarrotado de ativos espalhados por diversos agentes; bancos comerciais, bancos de investimentos, fundos de pensão, seguradoras, as agências Fannie Mae e Freddie Mac, fundos hedge, investidores privados, empresas privadas e outras instituições, financeiras ou não, globalmente; estavam posicionadas no mercado financeiro no setor de MBS, e quando este começou a ruir, todos sentiram (INÁCIO, 2009).

#### 4.4. CRISE DO SUBPRIME

Vários agentes já sabiam o problema que estava ocorrendo com a economia, mas ainda não era de informação do grande público, até que em 2007 as coisas começaram a vir à tona.

Em fevereiro de 2007, o HSBC divulgou seu balanço, que apontava perdas no setor imobiliário. Em junho de mesmo ano, as principais agências de rating (Fitch Ratings, Standard & Poor's e a Moody's) rebaixaram todos os derivativos de hipotecas de AAA para AA+ (quatro graus abaixo) (INÁCIO, 2009).

Percebendo que a situação estava complicada o FED começou a agir; na segunda quinzena de agosto os maiores bancos centrais se uniram e injetaram cerca 400 bilhões de dólares na economia<sup>10</sup>. Essa injeção trouxe um certo alívio aos agentes, e em setembro o FED anunciou um corte na taxa de juros de 5,25% para 4,75%. Mais dois cortes, de 0,25% cada,

---

<sup>10</sup> O FED injetou 64 bilhões de dólares, o Banco Central Europeu colocou 313,1 bilhões de dólares, e o Banco do Japão alocou 13,5 bilhões de dólares (INÁCIO, 2009).

foram realizados em outubro e dezembro, terminando o ano de 2007 com a taxa de juros em 4,25% (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, apud INÁCIO, 2009).

A divulgação de resultados das instituições financeiras em 2008 mostrou muitos prejuízos. Em janeiro, o Citibank anunciou perdas de quase 10 bilhões de dólares referente ao quarto trimestre de 2007, em seguida o Merrill Lynch anunciou prejuízo de quase 9 bilhões, e o JP Morgan de pouco menos de 2 bilhões. Ainda em janeiro, o Société Générale, o segundo maior banco francês, em 21 de janeiro de 2008, anunciou um prejuízo de 4,9 bilhões de euros, algo em torno de 7,2 bilhões de dólares. Todo este cenário fez com que as bolsas caíssem 7,2% em Frankfurt, 6,3% em Paris, 5,5% em Londres, 6,6% em São Paulo, 5,4% no México, 5,1% em Xangai e 3,9% em Tóquio (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, apud INÁCIO, 2009).

Após estes anúncios o FED baixou os juros novamente, para 3,5% e 3,0%; como forma de estimular o consumo e a movimentac o monetária. Isso acalmou um pouco os ânimos, mas a situa o estava frágil por fatores como liquidez e confiança. “Quando a confiança também se enfraquece, abre-se caminho para corridas bancárias e o sistema tende a desmoronar, dado o seu nível de alavancagem” (GONTIJO & OLIVEIRA, 2009, p. 66 apud INÁCIO, 2009, p. 75).

A tranquilidade durou pouco, e em março de 2008 o Bear Stearns, quinto maior banco de investimento norte americano, s  não declarou falência porque o J.P Morgan o comprou após negociar uma linha de crédito com o governo federal especificamente para tal finalidade. O FED então baixou novamente os juros, para 2.25% e 2.0%; respectivamente em março e abril (INÁCIO, 2009).

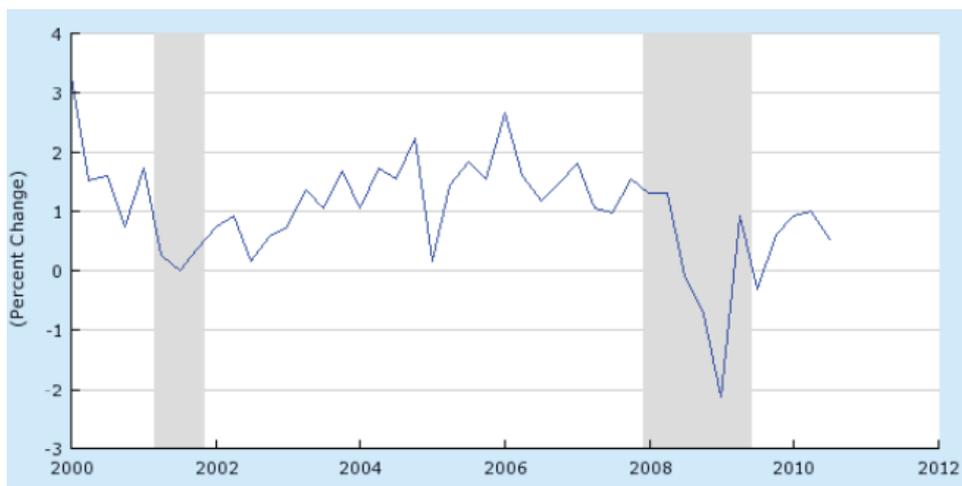
As agencias Fannie Mae e Freddie Mac tinham dividas que ultrapassavam 1.5 trilhões de dólares; além disso, as duas companhias tinham dado garantias para títulos hipotecários no valor de 4.6 trilhões de dólares, o que para se ter uma ideia, representava 38% de todos os créditos hipotecários dos EUA, e cerca de 30% do PIB projetado para 2008 no país; vale lembrar que grande parte destes títulos havia sido comprada por bancos centrais estrangeiros, visto que eram considerado tão seguros quanto os títulos do tesouro americano (pois eram classificados assim pelas agências de rating), com a vantagem de oferecer rendimentos mais elevados (FARHI & CINTRA, 2009 apud NATARIO, 2009).

Estes rombos nas agencias fizeram com que o governo as estatizasse e injetasse cerca de 100 bilhões de dólares em cada uma delas. A situa o já estava delicad ssima, a nível global, mas até então os problemas estavam sendo resolvidos, ou aparentemente minimizados, só que chegou outubro e o quarto maior banco de investimento dos Estados Unidos, o Lehman

Brothers, anunciou um prejuízo de quase 4 bilhões de dólares no segundo trimestre de 2008; perdendo cerca de 70% de seu valor de mercado. Aparentemente aconteceria a mesma coisa que aconteceu com Fannie e Freddie ou com Bear Stearns, mas desta vez não; nem o governo e nem a iniciativa privada ajudaram, e no dia 15 de setembro de 2008 o banco pediu concordata, e mais uma segunda-feira seria conhecida como segunda-feira negra. O colapso do Lehman Brothers resultou em pânico e desconfiança, colocando em dificuldade também outros bancos de investimento e mesmo os de varejo. As bolsas de valores, em 16 de setembro, registraram fortes quedas, a de Tóquio caiu 5,06%; o índice Dow Jones nos Estados Unidos, 4,42%; o Nasdaq 3,59%; na Índia, 5,4%; em Taiwan 4,1%; em Londres a queda foi de 3,92%; em Paris 3,78%; em Frankfurt 2,74%; e a Bovespa, em São Paulo, caiu a 7,59% (INÁCIO, 2009). A AIG, maior empresa seguradora dos EUA, também estava fragilizada economicamente, pois seus “sinistros” aumentaram muito com as inadimplências, falências e queda no preço dos ativos. O FED então anunciou um empréstimo de US\$ 85 bilhões para salvar a companhia, e com isso, assumiu o controle de quase 90% das ações da empresa e da gestão dos negócios (CAMPOS, 2010).

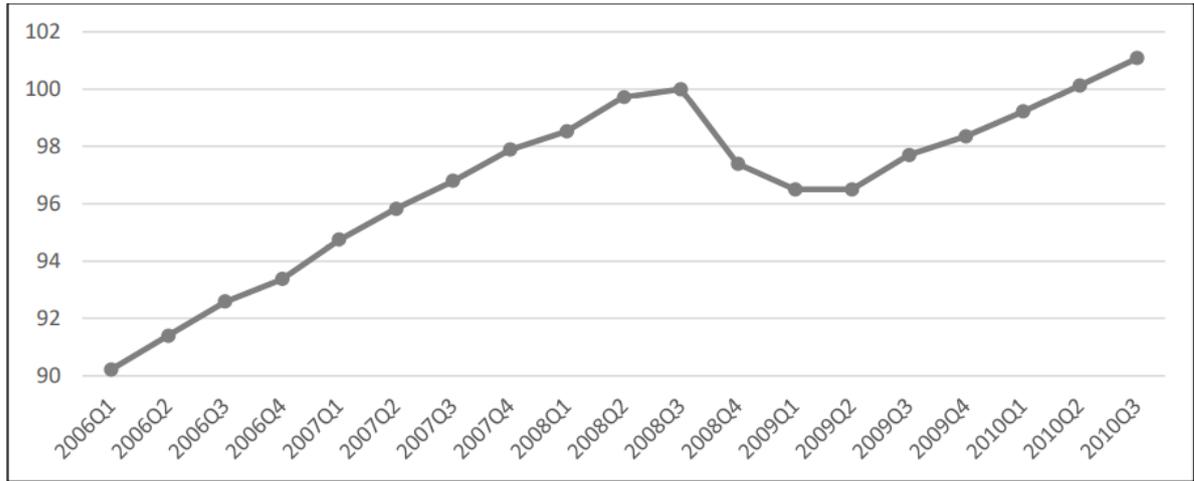
A queda na economia norte americana afetou renda, consumo e produção no país; o nível de consumo por exemplo começou a cair já no segundo trimestre de 2008, chegando ao fundo em menos de um ano depois (SILVEIRA, Thiago, 2017).

Figura 12 – Variação percentual da renda pessoal nos Estados Unidos entre 2000-2012 (2001 = base 0).



Fonte: Campos, 2010.

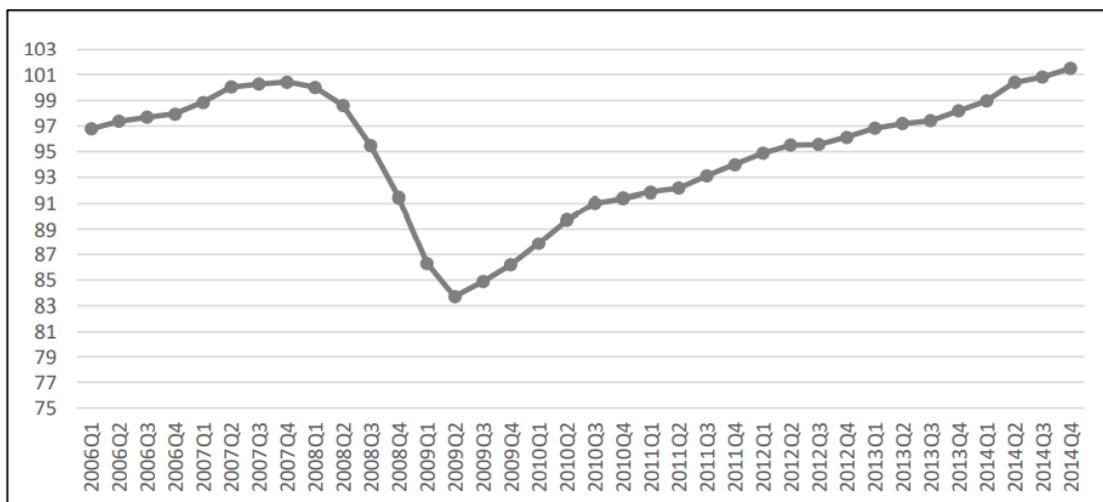
Figura 13 – Índice de gastos com consumo pessoal por trimestre nos Estados Unidos entre 2006-2010 (2018Q3 = base 100).



Fonte: Silveira, Thiago, 2017.

Consequentemente a produção industrial norte-americana também entra em colapso, caindo cerca de 20% em seu fundo no segundo trimestre de 2009. A partir de 2009 o índice começa a se recuperar, mas só volta ao mesmo nível de 2008 em 2014 (SILVEIRA, Thiago, 2017).

Figura 14 – Produção industrial total dos Estados Unidos entre 2006-2014 (2018Q1 = base 100).

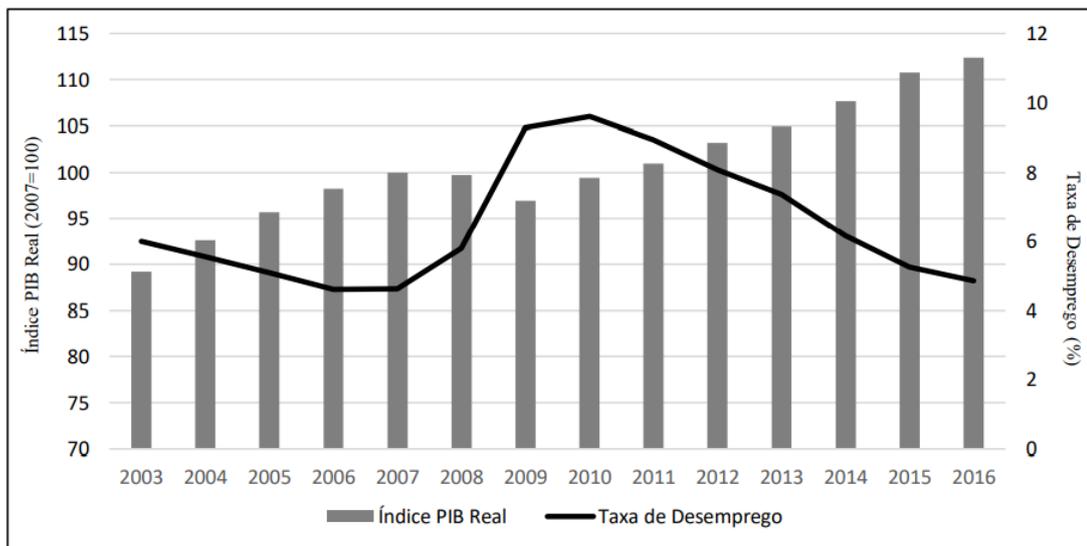


Fonte: Silveira, Thiago, 2017.

Com a queda no consumo e produção, naturalmente o PIB real e o desemprego foram afetados. A queda no PIB foi brusca em 2009, e só recuperou os valores de 2007 em

2011. Já o desemprego saltou de cerca de 5% em 2007 para quase 10% em 2010, só voltando aos patamares de 5% em 2016 (SILVEIRA, Thiago, 2017). Informações da organização mundial do trabalho apontam que em 2009 eram quase 50 milhões de desempregados no país (CECHIN; MONTOYA, 2017).

Figura 15– PIB real norte americano entre 2003-2016 (2007 = base 100) e taxa de desemprego estadunidense entre 2003-2016 (%).



Fonte: Silveira, Thiago, 2017.

A crise nos Estados Unidos se espalhou também para a Europa, Ásia, e América Latina. Seus “ativos podres” foram vendidos globalmente e inundaram outras economias, as quebras bancárias norte americanas e a escassez monetária travaram negócios geraram desconfiança nas instituições financeiras, que limitaram o crédito (SILVA, 2015).

De acordo com Roubini e Mihm (2010, p. 135 apud SILVA, 2015, p. 61): “Quando um mutuário de alto risco em Las Vegas ou Cleveland ficava inadimplente, ele agitava a cadeia alimentar da securitização, atingindo todo o mundo, desde aposentados noruegueses até bancos de investimentos na Nova Zelândia.”

Além das crises nos mercados de crédito e de capitais no mundo, o comércio internacional também sofreu. Países que dependiam muito da demanda norte americana por importações, ficaram sem ter para quem vender (SILVA, 2015). O volume de comércio internacional cresceu 2,4% em 2008; porém, em 2009 esse número desaba mais de 10%. As importações e exportações americanas caem em 2009, na casa de 14,1% e 9% respectivamente.

A zona do Euro também teve queda em 2009 nas importações (12,4%) e nas exportações (11%) (SILVEIRA, Thiago, 2017).

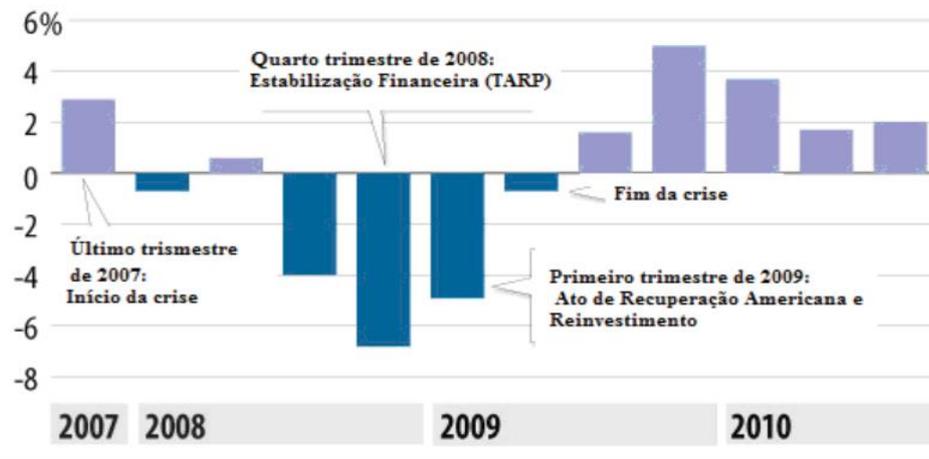
#### 4.5. RESPOSTAS E O FIM DA GRANDE RECESSÃO

Com a eclosão da crise, os governos entenderam que precisavam aumentar a liquidez, resgatar o sistema financeiro e adotar políticas fiscais expansionistas (CECHIN; MONTOYA, 2017).

O agravamento da crise fez com que o governo americano, através do tesouro, organizasse um pacote de incentivos de 700 bilhões de dólares. O programa foi chamado de TARP, e foi assinado pelo ex-presidente Bush já em outubro de 2008, em uma ação que ficou conhecida como “ativos podres”; onde este dinheiro era destinado para a compra de títulos imobiliários (MBS) que não tinham liquidez; isso retirou os ativos ilíquidos dos balanços das instituições financeiras e proporcionou capital e fluxo de caixa para as mesmas (CAMPOS, 2010). Além dessa injeção de liquidez, o TARP aumentou o limite de cobertura do FDIC para 250 mil dólares, ao invés do 100 mil anteriores, este aumento do limite trouxe mais segurança para os investidores e contribuiu para a não ocorrência de corridas bancárias (COOPER; JOHN, 2012). O TARP “[...] inclui um conjunto abrangente de medidas para recapitalizar o sistema financeiro, reiniciar os mercados de crédito, restabelecer a confiança e menores custos de empréstimos para empresas e famílias” (FINANCIAL STABILITY, 2010 apud CAMPOS 2010).

Já em 2009, foi assinado o *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA); que tinha por objetivo, criar e manter os empregos existentes, estimular a atividade econômica e o investimento de longo prazo, e dar mais transparência nas contas públicas (CAMPOS, 2010). O ARRA trouxe cerca de 800 bilhões de dólares para a economia em forma de redução de impostos e gastos públicos; a validade do corte de impostos como incentivo ao consumo é, no entanto, questionada pelo economista de Stanford John Taylor; para ele as pessoas apenas guardaram a economia com impostos, e não consumiram (COOPER; JOHN, 2012). Porém, como é possível perceber na figura 14, os dois programas influenciaram a recuperação do PIB norte americano.

Figura 16 – Variação percentual do PIB norte americano entre 2007-2010.



Fonte: Campos, 2010.

A comissão Business Cycle Dating do NBER (*National Bureau of Economics Research*) determinou o fim da crise em junho de 2009, resultando em um período de 18 meses de recessão, sendo a maior desde a segunda guerra mundial. Segundo o relatório publicado pela comissão:

A comissão decidiu que qualquer crise futura da economia seria uma nova recessão, e não uma continuação da recessão que começou em dezembro de 2007. A base para esta decisão foi o tamanho e a força da recuperação até o momento. : A comissão esperou, para sua decisão, que as revisões na renda nacional e produto nacional, publicadas em 30 de julho e 27 agosto de 2010, esclarecessem a trajetória para 2009, das duas medidas mais amplas de atividade econômica real: o Produto Interno Bruto (PIB) e a Renda Doméstica Bruta Real (GDI real). O comitê notou que nos dados mais recentes, relativos ao segundo trimestre de 2010, a média do PIB real e GDI real foi de 3,1 por cento acima do seu nível mais baixo no segundo trimestre de 2009, mas manteve-se 1,3 por cento abaixo do pico anterior, que foi atingido no quarto trimestre de 2007.” (NBER, 2010 apud CAMPOS, 2010 p. 33).

Para muitos, porém, o fim da crise é questionável, especialmente para os quase 15 milhões de desempregados em 2010. Apesar de os dados econômicos terem melhorado já a partir de 2009, o desemprego continuou alto e só voltou aos níveis de 2006, em 2017. Segundo Aversa (2010, apud CAMPOS, 2010, p. 27); “[a crise] pode ter acabado, mas você não ouvirá nenhum aplauso dos milhares de norte-americanos que estão desesperados em busca de um emprego. Ou estão preocupados com os empregos que possuem. Ou perderam suas casas. Ou estão com o pagamento da casa em atraso.”

Figura 17 – Taxa de desemprego norte americano entre 2006-2020.



Fonte: Trading Economics, 2020.

Campos (2010), fez algumas entrevistas perguntando como as pessoas foram afetadas pela crise em seu trabalho e sua vida pessoal; como conclusão, todos os entrevistados discordam da avaliação que a crise terminou, e afirmam que a administração financeira pessoal está muito difícil. Uma das entrevistadas disse que em seus 54 anos de vida, nunca viu algo pior. Segundo Obama (2010, apud CAMPOS, 2010); “O buraco estava tão fundo que um monte de gente ainda está ferido.”

## 5. A GRANDE DEPRESSÃO E A GRANDE RECESSÃO COMPARADAS

Este capítulo objetiva comparar ambas as crises, no que diz respeito às suas origens, desenrolar e desdobramentos, levando em consideração os ambientes históricos de cada crise, bem como as políticas monetárias e fiscais, a (des)regulamentação do sistema financeiro, dados objetivos (econômico-sociais), o ciclo Minskyano, e as respostas às crises.

A raiz da crise, foi a ação especulativa dos agentes privados, com operações financeiras de qualidade duvidosa, em um ambiente não regulamentado e extremamente alavancado pelo crédito fácil e barato; que elevou demais o endividamento das famílias. Tal afirmação pode ser aplicado a ambas às crises, que tiveram suas origens endogenamente, corroborando com Minsky (MAZZUCHELLI, 2017).

Em ambos os casos, a débâcle foi precedida pela fragilidade da regulação e pelo relaxamento na percepção dos riscos, o que redundou em uma febre especulativa de consequências desastrosas. A inevitável proliferação de operações financeiras de lastro duvidoso, alavancadas pela expansão desmensurada do crédito, configura um traço comum dos dois momentos históricos (MAZZUCHELLI, 2017, p. 144).

### 5.1. DESREGULAMENTAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NORTE-AMERICANO

O sistema financeiro norte-americano na década de 1920 não era regulado, e sua estrutura era precária. Com a crise de 1929 e a depressão de 1930, houve um processo de regulamentação do setor, com a criação de diversos órgãos e legislações, sobretudo durante o *New Deal*; porém, a partir da década de 1980, as reformas reguladoras advindas da grande depressão começam a ruir, e o sistema financeiro estadunidense fica mais uma vez desregulado. Os dois períodos de prosperidade econômica, que antecederam ambas as crises, foram marcados por uma linha governamental de limitação de suas ações na economia, ou seja, um liberalismo econômico exagerado, que não só liberalizou, mas também não regulamentou o sistema financeiro do país. A diferença que pode ser apontada aqui, é que na grande depressão o sistema nunca havia sido regulamentado, já na grande recessão, o sistema sofreu um processo de desregulamentação.

### 5.2. CICLO MINSKIANO

É possível observar, portanto, que o ciclo Minskyano se encaixa em ambas as crises, em que a economia sai de um momento de estabilidade, para um boom especulativo, e depois colapsa. Nos dois momentos, os próprios agentes, endogenamente, estruturam-se como Ponzi, sendo possível perceber claramente, que aumentos expressivos de juros precederam ambos os *crashes* e deram início as crises; pois as economias estavam tão fragilizadas, e com tanto endividamento e agentes Ponzi, que o aumento dos juros derreteu suas estruturas; ademais, nos dois momentos, a especulação desenfreada no mercado financeiro ocorre, caracterizando o período de Boom do ciclo, exemplo disso são, a prática de *stock pools* em 1929 e de CDOs e CDSs em 2008.

Os roaring twenties nos Estados Unidos culminaram com a grande depressão, e a euforia das finanças desregulamentadas culminou no desastre atual. A grande lição que resta desses dois episódios dramáticos é que, definitivamente, o capitalismo não pode ser deixado à mercê dos capitalistas (MAZZUCHELLI, 2017, p. 149).

### 5.3. MOMENTO HISTÓRICO

O momento histórico de ambas as crises é totalmente diferente. No período da grande depressão houve dois grandes conflitos, o anterior impulsionou a economia para uma década de grande prosperidade econômica (no caso americano) ou um período de extrema dificuldade financeira (no caso europeu), o segundo tirou o país da profundidade da depressão de 1930. Já na crise de 2008 não houve grandes eventos, nem que impulsionaram o país para um período de extremo crescimento, nem que os salvasse do período recessivo. Outra diferença é que muitas mudanças no padrão monetário ocorreram na década antecedente da grande depressão, como o padrão ouro. Fato que não ocorreu na grande recessão, sendo um cenário mais estável. Um outro fator, externo, ocorreu na grande depressão e não na grande recessão, que foram as ondas de extrema seca, o que prejudicou demais a agricultura, que tinha na época um peso muito grande sobre a economia; isso certamente contribuiu para a severidade vivida durante a primeira crise. A proporção da população empregada no setor agrícola, na década de 1930, era de cerca de 1/4 nos Estados Unidos e 1/3 na Alemanha. Desta forma, com a depressão afetando muito a demanda por produtos agrícolas, a renda da população despencou, bem como a empregabilidade. Nos anos 2000 a questão agrícola não é discutida, pois nem a proporção de emprego, nem de renda gerada pela agricultura é relevante para a economia atual. “É provável, entretanto, que o mercado imobiliário de hoje seja a agricultura de ontem.”

(MAZZUCHELLI, 2017, p. 148); portanto, uma diferença que se faz sobre os dois períodos é a importância da agricultura para o emprego e renda da população.

#### 5.4. CRISES BANCÁRIAS

Um ponto central que deve ser destacado, e uma das duas principais diferenças entre os dois momentos, é a crise no setor bancário. Um fator que fez com que a crise de 1929 se transformasse na depressão de 1930 foram as crises bancárias oriundas da falta de liquidez nas corridas bancárias. Estas corridas bancárias da década de 1930 não ocorreram em 2008; o que certamente contribuiu para que a depressão não fosse tão profunda quanto em 1930. O sistema bancário na grande depressão era muito menos estruturado do que em 2008, e o FED tinha muito mais controle e abrangência das instituições financeiras em 2008 do que em 1930; portanto parte das corridas bancárias durante a primeira crise realmente não poderia ser evitada pelo FED. Não existiam também órgãos como o FDIC, que contribuíram para evitar as corridas bancárias, bem como as injeções de liquidez por parte das autoridades monetárias e de agentes privados.

#### 5.5. RESPOSTAS

Como a riqueza mundial e a globalização de ativos sendo muito maior em 2008 do que em 1929, era de se esperar que a dramaticidade da crise financeira de 2008 fosse igualmente superior à vivida em 1929; porém felizmente não foi o que se percebeu. Algo que garantiu isso foi a rápida reação do Estado em face a crise, o que não se viu em 1929 (MAZZUCHELLI, 2017). Uma intervenção como a de 2008, em 1929, era algo impensável para a época, pois o *mindset* era diferente; “a defesa do câmbio era o objetivo supremo, que condicionava a política monetária e, na prática, anulava a política fiscal.” (MAZZUCHELLI, 2017, p. 143).

Portanto, ao analisar os dois períodos pós crise, é possível perceber que as ações para remediar a crise de 1929, além de serem mais passivas e conservadoras, demoraram muito mais para serem tomadas; já em 2008, em questão de meses, diversas políticas anticrises já haviam sido feitas. Um exemplo de ação governamental da grande depressão tida como equivocada, e que não teve replicação em 2008, foi o aumento das taxas de importação por meio da tarifa Smoot-Hawley.

Desta forma tanto as políticas fiscais quanto as políticas monetárias se contrastam nas duas crises, além da grande injeção direta do FED por meio do TARP em 2008, o que não teve nada parecido em 1929, a política fiscal de expansão de gastos tanto de Bush quanto de Obama, também não foram vistas com tal intensidade na grande depressão até a chegada de Roosevelt (SILVEIRA, Thiago, 2017).

Vale destacar, porém, sobre estas diferenças nas respostas às crises, no que se refere a finalidade dos recursos injetados na economia. As respostas dadas a crise de 1929 objetivavam impulsionar a produção e o emprego, desta forma, a dívida pública foi traduzida em crescimento econômico e redução do desemprego (MAZZUCHELLI, 2017).

Já os recursos injetados na economia na crise de 2008 foram diretamente para o resgate do sistema financeiro, o que claro, impediu que uma catástrofe acontecesse (como por exemplo corridas bancárias), mas essa injeção de liquidez nas instituições financeiras não se traduziu em crédito e consumo, pois a percepção de risco por estas instituições estava muito alta; os recursos saíam do tesouro mas não se traduziam em novos empréstimos quando chegavam às instituições financeiras. Sendo assim, o aumento da dívida pública na segunda crise não se traduziu em uma elevação da produção e, principalmente, dos níveis de emprego (MAZZUCHELLI, 2017).

O socorro dos bancos fez com que a dívida pública líquida, como proporção do PIB, saltasse de 43% em 2007 para 78% em 2012. A taxa de crescimento, que foi negativa no biênio 2008-2009, teve um desempenho bastante modesto entre 2010-2012 (média de 2,1%), o que coincidiu em uma redução apenas discreta do desemprego (9% em 2012) (MAZZUCHELLI, 2017, p. 177).

Tabela 19 – Dívida pública federal (% do PIB), variação do PIB (%), taxa de desemprego (%) de 1932-1938 / 2006-2012.

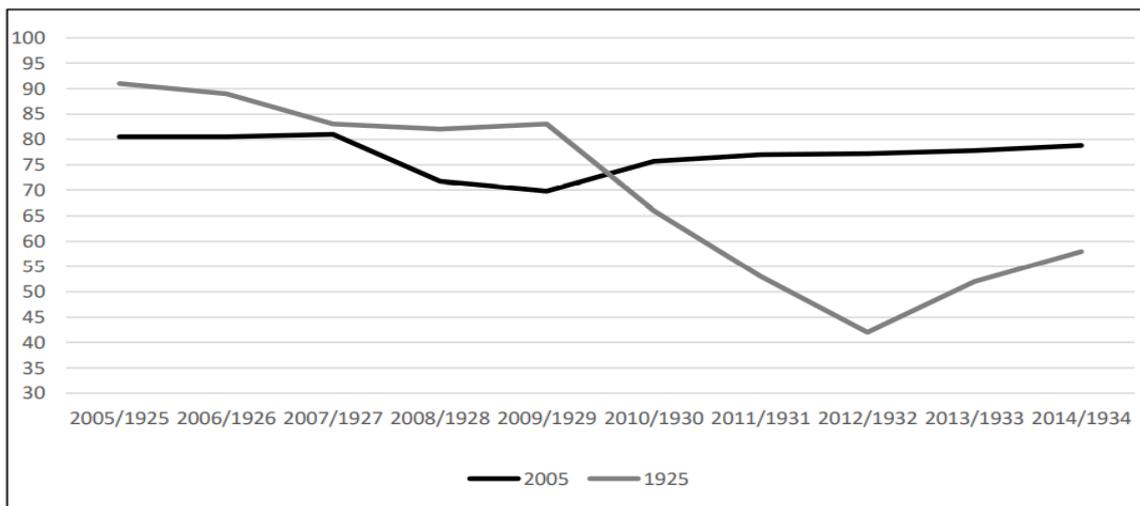
Grande Depressão	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
% Dívida em relação ao PIB	29,1	39,6	44,9	41,8	43,6	42,0	42,3
Variação do PIB	-13,3	-1,7	7,8	8,1	14,2	4,6	-4,4
Taxa de desemprego	23,6	34,9	21,7	20,1	16,7	14,3	19,0
Grande Recessão	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
% Dívida em relação ao PIB	42,0	42,9	48,7	60,6	68,3	72,6	78,4
Variação do PIB	2,7	1,9	-0,3	-3,5	3,0	1,5	1,8
Taxa de desemprego	4,6	3,6	5,8	9,3	9,6	9,1	9,0

Fonte: Elaboração própria com base em dados retirados de: Mazzucchelli, 2017.

## 5.6. DADOS EM COMPARAÇÃO

Ao analisar alguns dados é possível perceber que os impactos da grande depressão foram muito maiores do que os da grande recessão; a utilização da capacidade industrial instalada, por exemplo, se comporta de forma diferente nos dois momentos, onde durante a grande recessão a queda é muito mais acentuada e de recuperação mais lenta.

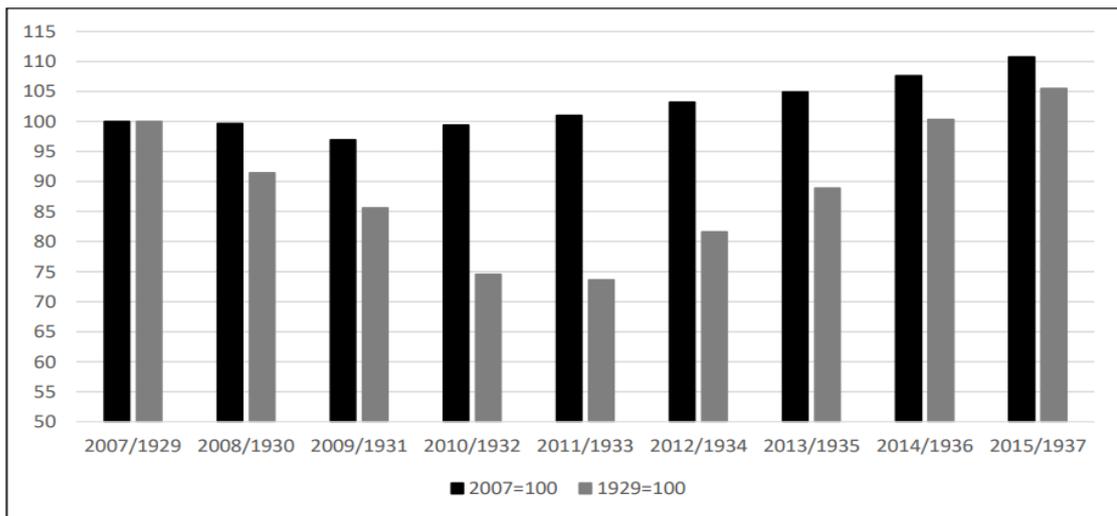
Figura 18 – Utilização da capacidade instalada dos Estados Unidos (%) entre 1925-1934 / 2005-2014.



Fonte: Silveira, Thiago, 2017.

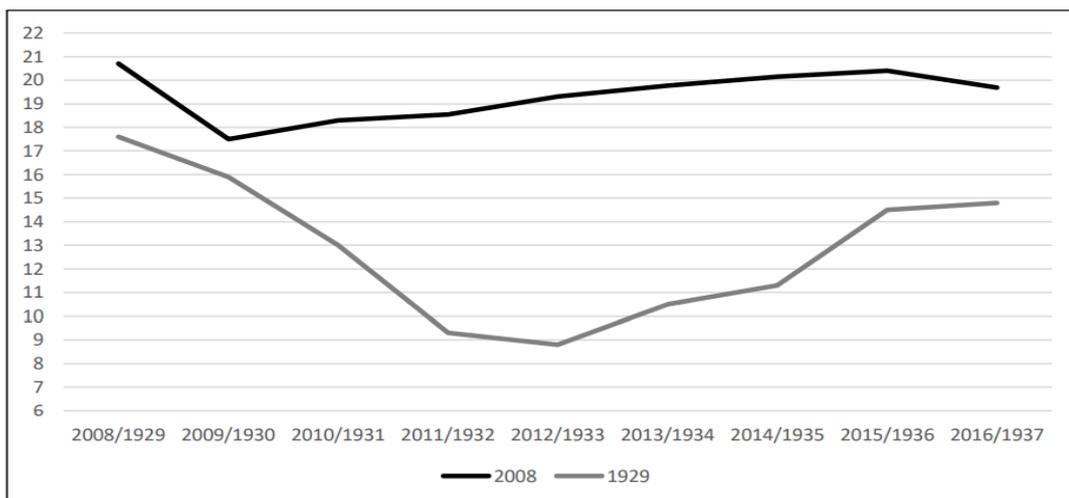
O PIB e o investimento se comportam da mesma forma, maior queda na grande depressão, e recuperação mais rápida na grande recessão, como é possível observar na figura 19; o PIB da crise de 2008 já se recupera em 2010 e tem valores superiores ao pré-crise já em 2011; enquanto na grande depressão a recuperação só ocorre em 1936. A figura 20 destaca a queda muito mais acentuada do investimento do país durante a grande depressão.

Figura 19 – Índice PIB dos Estados Unidos entre 1929-1937 / 2007-2015. (2007 = base 100; 1929 = base 100).



Fonte: Silveira, Thiago, 2017.

Figura 20 – Investimento total dos Estados Unidos (% do PIB) entre 1929-1937 / 2008-2016.



Fonte: Silveira, Thiago, 2017.

Um dado curioso sobre a comparação destas duas crises é que ambas foram precedidas por relevantes sustos econômicos, exatos 8 anos antes, a recessão de 1921 e a bolha da internet em 2000.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho tinha por objetivo principal descobrir as principais semelhanças e diferenças entre a grande depressão e a grande recessão. Este objetivo foi alcançado e está apresentado no capítulo 5; para tanto, nos dois capítulos anteriores a esse, foram descritas as referidas crises como forma de embasar a compreensão dos resultados alcançados.

Uma característica forte da grande depressão é ela ter ocorrido no período entre guerras, desta forma, o período compreendido no capítulo dedicado à esta crise foi desde a primeira guerra mundial até a segunda guerra mundial. O cenário internacional do pós primeira guerra era de assimetria, enquanto a Europa estava em uma situação complicada economicamente, os Estados Unidos emergiam como a super potência, a única dentre as principais economias que manteve o padrão ouro tradicional em sua paridade original; isso fez com que a atividade econômica dos Estados Unidos crescesse expressivamente (fundamentada em produção, consumo e crescimento de renda), alguns setores porém não performaram tão bem na chamada década de ouro, destaque para a agricultura, que sentiu o ruptura das expectativas positivas durante a guerra, com a recuperação agrícola de seus clientes. O ciclo de expansão norte americano era imponente<sup>11</sup>, e como em uma teia de investimentos interligados, a expansão de um setor foi gerando crescimento em diversos outros, por exemplo; a indústria automobilista impulsionou o setor metalmeccânico, e a indústria do petróleo, que necessitou da ampliação da malha rodoviária e proporcionou a expansão dos subúrbios, bem como de estabelecimentos comerciais para atender estas novas áreas urbanas, o que fomentou a construção civil comercial e residencial e a geração e distribuição de energia, que possibilitou a expansão de bens duráveis de uso doméstico, como o rádio e o refrigerador. Chegou-se a um ponto, porém, que a expansão do consumo não acompanhava mais a renda, e com os juros em níveis baixos, o crédito tomou conta da economia; este contribuiu enormemente para a expansão da produção e do consumo, bem como para seu posterior encolhimento. Com relação ao crédito, é importante destacar que com a favorável situação econômica norte americana após a primeira grande guerra, a liquidez no país estava extremamente alta, os bancos por sua vez se aproveitaram desta condição de liquidez, alinhada aos baixos juros e expansão de produtos inovadores, para promover o crescimento do crédito, e do endividamento; este crédito porém

---

<sup>11</sup> O país era responsável por exemplo, por aproximadamente 42% de toda a produção de industrializados do mundo (MILLS, 1932, apud CRESPO, 2018).

não foi somente para o consumo e produção, chegou também na cadeia dos investimentos, visto que quando os indivíduos não tinham, ou não queriam mais gastar seu crédito com consumo, ou no setor real de produção, iam para os investimentos.

Os consumidores não encontravam restrições de financiamento para a aquisição de suas residências, automóveis, fogões, geladeiras, máquinas de lavar, aspiradores e rádios. Buy now, pay later foi o lema da revolução americana do consumo nos anos 1920s. As corporações e os negócios de maneira geral, sempre que necessário recorriam aos empréstimos bancários, sem enfrentar quaisquer constrangimentos pelo lado da oferta de crédito (MAZZUCHELLI, 2017, p. 172).

Os investimentos, no entanto, saíram de uma lógica consciente para a especulação, visto que o crédito era barato e de fácil acesso, ou seja, valia a pena o endividamento para investimento especulativo, sobretudo na bolsa de valores. A expansão global dessa atitude foi proporcionada também pela falta de regulamentação do setor bancário e financeiro do país, pela alavancagem<sup>12</sup> proporcionada pelos “*brokers*” e pela inexperiência de muitos “investidores” que foram atraídos pelo efeito de boom do ciclo econômico. Com todo esse processo não demorou muito para que, de acordo com a estruturação dos agentes de Minsky, a economia fosse transformada para uma abundância de agentes do tipo Ponzi; e neste momento a bolha estava criada, e bem inflada, só aguardando um vento forte para estourá-la, este vento começou com o aumento da percepção de risco por parte dos agentes e do governo; que respectivamente, aumentaram as exigências para concessão de crédito e elevaram as taxas de investimentos na margem, e subiram as taxas de juros. Quando as condições se reverteram em 1929, os agentes se viram com uma quantidade expressiva de compromissos que não conseguiriam honrar, os agentes Ponzi começaram a ruir, os “*brokers*” a liquidar automaticamente as operações na margem de seus clientes (que perderam patrimônio e poder de compra), que não podiam mais consumir com recursos próprios, e nem com crédito; que estava escasso pelo temor dos agentes à realizar empréstimos, portanto, o mesmo ciclo que proporcionou o crescimento, também trouxe a quebra da economia. Com a eclosão da crise, o governo, por inexperiência, falta de abrangência sobre o sistema bancário, e ideias engessadas; tomou atitudes no mínimo duvidosas, como por exemplo o aumento das tarifas de importação, que encolheu ainda mais o ciclo de produção-consumo-renda. Com a economia mergulhada na dramaticidade, um novo presidente concorrente foi eleito e colocou a política monetária e fiscal do país em outra direção assim que possível; com a grande expansão monetária e fiscal dos Estados Unidos, a grande

---

<sup>12</sup> Investimentos na margem (Stock Margin).

depressão se acalmou; mas não foi suficiente para curá-la, podemos encarar que o *New Deal* de Roosevelt foi um remédio paliativo para a grande depressão, que sim foi de grande valia para diminuir os impactos e trazer aos poucos o ânimo para a economia, mas o que realmente reativou o circuito econômico dos Estados Unidos, e do mundo, foi a segunda grande guerra; isso é perceptível pela queda econômica conforme os incentivos do *New Deal* foram diminuído. A atribuição de responsabilidade de cura pra a depressão dada a segunda guerra mundial deve-se ao fato de que houve uma expansão fiscal absurda por parte das principais economias, muito superior à ocorrida durante o *New Deal*, isso proporcionou o aumento da demanda de recursos materiais e humanos decorrentes do conflito, assegurando assim, uma queda expressiva nos níveis de desemprego, investimento e utilização dos recursos antes ociosos.

Many argue that World War II, not the New Deal, ended the Depression. Still, others contend that if FDR had spent as much on the New Deal as he did during the War, it would have ended the Depression. In the nine years between the launch of the New Deal and the attack on Pearl Harbor, FDR increased the debt by \$3 billion. In 1942, defense spending added \$23 billion to the debt. In 1943, it added another \$64 billion (AMADEO, 2020g).

Como legado dos programas de Roosevelt temos a estruturação e regulamentação do sistema bancário e financeiro; o que trouxe segurança e estabilização para este segmento nas décadas seguintes. Entretanto, um processo de desregulamentação se intensifica a partir da década de 1980; e os mesmos erros que proporcionaram a crise de 1929, que tanto as autoridades monetárias quanto os agentes cometeram, foram repetidos e culminaram na crise do subprime.

A desregulamentação do setor financeiro transformou o ambiente econômico, deixando-o frágil e livre para que a especulação crescesse. Essa desregulamentação foi casada com inovações financeiras que vieram a partir da crise das S&Ls.

Estas inovações, principalmente de securitização e derivativos, permitiram a distribuição do risco, o que é em si, ao mesmo tempo que benéfico, muito perigoso; pois os agentes agem sem prudência, visto que a responsabilidade sobre o risco antes assumido não existe mais. A securitização e os derivativos foram aplicados no mercado imobiliário norte americano, através dos chamados MBS, cabe ressaltar que o setor imobiliário e de construção civil é muito importante para a cadeia econômica, pois impacta uma enorme rede de produção subjacente.

Vale aqui destacar o papel fundamental de algumas agencias e agentes para a expansão do crédito hipotecário nos Estados Unidos; a FHA que assegurava os financiamentos

imobiliários, e a Fannie Mae e Freddie Mac que financiavam os créditos imobiliários bem como os derivativos destes no mercado secundário. Existiam também as SIVs, empresas que fugiam dos olhos da regulamentação financeira, criadas com o propósito específico de realizar as operações com MBS.

O processo de securitização portanto, livrou os bancos comerciais do risco de inadimplência e retirou estes ativos de seus balanços, isso garantiu a expansão do crédito imobiliário. Estes títulos securitizados eram negociados no mercado secundário e com isso começaram a se espalhar pela economia. Todo esse processo corria bem, e sua aparente tranquilidade fez com que os bancos explorassem novos mercados, foi assim que começaram as operações com o mercado *subprime*. A exploração desta nova gama de clientes, aliado a política de diminuição dos juros a partir dos anos 2000, expandiu de forma expressiva o crédito hipotecário norte americano; a partir disso, os imóveis começaram um processo de alta valorização, e o mercado de securitização se sofisticou criando os CDOs e CDSs, que com ajuda, imoral ou não, das agências de rating, era vendido a investidores do mundo todo como ativos sem risco, quando na verdade eram extremamente arriscados e confusos, porém super atrativos devido à sua classificação de risco e remuneração de juros, principalmente quando comparado à outros investimentos que eram indexados à taxa de juros básica. Um ponto de atenção para todo esse processo são as taxas ARM; essa modalidade de juros acelerou ainda mais a expansão de crédito visto seu apelo ilusório com as baixíssimas taxas iniciais dos empréstimos.

O cenário, portanto, era o seguinte: A economia estava com expectativa otimista, o crédito era farto, barato, e sem restrições ou critérios aceitáveis de qualificação (contratos NINJA, *Subprime*, e sem seguridade do FHA, por exemplo), os agentes se endividavam no sistema de hipotecas, muitas vezes com diversos contratos, e para uso em consumo e investimento fora de suas residências, o valor dos imóveis não parava de subir (o que proporcionava ainda mais crédito e confiança dos agentes), e o otimismo, bem como os lucros, de todos os envolvidos<sup>13</sup> crescia de forma acelerada, em um sistema financeiro inundado por excessivo endividamento e agentes Ponzi.

A partir de 2004, o FED começou a elevar as taxas de juros, e coincidentemente as taxas ARM começaram a ser reajustadas; nesse momento o desastre começou. O aumento dos

---

<sup>13</sup> Fundos de pensão, seguradoras, bancos comerciais, bancos de investimento, fundos hedge, investidores privados, empresas, governos e tantos outros agentes à nível global.

juros impactou diretamente na oferta monetária e na taxa de inadimplência, conseqüentemente o preço dos imóveis começou a cair, bem como o valor dos ativos securitizados atrelados à estes imóveis, e um espiral contínuo de restrição de crédito – aumento de inadimplência – queda no valor dos imóveis – queda no valor dos ativos, começou.

Quando a crise começou a aparecer, já em 2007, e grande instituições financeiras passaram a reportar significativos prejuízos em seus balanços, oriundos do mercado imobiliário, o FED e outros bancos centrais já iniciaram suas ações para contenção da crise, como por exemplo injeção direta de recursos e queda dos juros. Porém em 2008 as instituições continuaram a reportar prejuízos, os imóveis não voltaram a se valorizar, e os ativos securitizados continuavam a cair de valor. O FED portanto, tentou baixar mais algumas vezes a taxa de juros mas não obteve sucesso, e grandes instituições financeiras só não quebraram por socorros feitos pela iniciativa pública e privada, a situação era obscura, mas ainda não caótica; até que o quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos, o Lehman Brothers, não foi socorrido e declarou falência, colocando em cheque todo o sistema financeiro global. Assim como na década de 30 o consumo-produção-renda colapsaram, bem como o patrimônio das famílias e instituições, desta vez, no entanto, as ações anticíclicas foram rápidas, com cerca de um mês pós crash de 2008, o FED já tinha socorrido diversas instituições, e aprovado políticas anticrises, estas ações reativaram a economia, e em 2011 o PIB norte americano já estava maior do que em 2007.

O estudo, portanto, conclui que o nível de dramaticidade da grande depressão não foi atingido na grande recessão, o que pode ser observado nos dados quantitativos apresentados. Retirando os fatores históricos, que por natureza são diferentes em ambos os períodos<sup>14</sup>; é possível perceber que muitas semelhanças existem, sobretudo na origem e desenrolar de ambas as crises, os agentes do sistema não perceberam que estavam agindo da mesma forma que décadas atrás, fomentado o endividamento através do crédito fácil e barato, transformando em Ponzi a estrutura de financiamento da economia, e especulando excessivamente no mercado financeiro. Para tanto, a grande diferença entre os dois momentos é certamente como a crise foi

---

<sup>14</sup> Enquanto a grande depressão se passa entre dois grandes conflitos armados, em um sistema financeiro pouco estruturado que nunca fora realmente regulamentado, com assimetrias no sistema internacional e um sistema monetário frágil; a grande recessão vive em um sistema financeiro que passou por um processo de desregulamentação, e inovações financeiras, sem a presença de guerras mundiais ou grandes instabilidades no mercado monetário.

tratada; enquanto na grande depressão as ações demoraram a acontecer<sup>15</sup>, e foram de certa forma fracas, as respostas à grande recessão foram imediatas e pesadas.

Figura 21 – Tabela verdade das opções de política (*Big Bank e Big Government*) adotadas na grande depressão (GD) e na grande recessão (CFI).

		<b>Emprestador de última instância</b>	
		Yes	No
<b>Déficit Governamental</b>	Yes	<b>CFI</b>	Yes – No
	No	No – Yes	<b>GD</b>

Fonte: Silveira, Thiago, 2017.

<sup>15</sup> Os gastos governamentais por exemplo, só crescem após 3 anos do crash, enquanto na grande recessão o governo demonstra uma elevação considerável nos gastos em questão de meses (SILVEIRA, Thiago, 2017).

## REFERÊNCIAS

- AMADEO, Kimberly. **1920s economy**: What made the twenties roar. The balance, 2020a. Disponível em: <https://www.thebalance.com/roaring-twenties-4060511>. Acesso em 17 out. 20.
- AMADEO, Kimberly. **Great Depression Timeline**: 1929-1941. The balance, 2020b. Disponível em: <https://www.thebalance.com/great-depression-timeline-1929-1941-4048064>. Acesso em 17 out. 20.
- AMADEO, Kimberly. **Economic Depression, Its causes, and how to prevent it**: Understanding a depression's causes helped the U.S. Avoid one in 2008. The balance, 2020c. Disponível em: <https://www.thebalance.com/what-is-an-economic-depression-3306013>. Acesso em 17 out. 20.
- AMADEO, Kimberly. **President Herbert Hoover's economic policies**. The balance, 2020d. Disponível em: <https://www.thebalance.com/president-hoovers-economic-policies-4583019>. Acesso em 17 out. 20.
- AMADEO, Kimberly. **The dust bowl, its causes, impact, with a timeline and map**: Why another dust bowl could happen. The balance, 2020e. Disponível em: <https://www.thebalance.com/what-was-the-dust-bowl-causes-and-effects-3305689>. Acesso em 17 out. 20.
- AMADEO, Kimberly. **New Deal summary, programs, policies, and its**: Four surprising ways the New Deal affects you today. The balance, 2020f. Disponível em: <https://www.thebalance.com/fdr-and-the-new-deal-programs-timeline-did-it-work-3305598>. Acesso em 17 out. 20.
- AMADEO, Kimberly. **The Great Depression, What Happened, What Caused It, How It Ended**: Why There Was Only One Great Depression. The balance, 2020g. Disponível em: <https://www.thebalance.com/the-great-depression-of-1929-3306033>. Acesso em 10 nov. 20.
- BAHRY, Thaiza Regina; GABRIEL, Luciano Ferreira. **A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos**. R. Econ. contemp., Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p. 27-60, jan./abr. 2010. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rec/v14n1/a03v14n1.pdf>. Acesso em 10 mai. 20.
- BASILIO, Flávio. **Neoclássicos versus Keynesianos e a Crise**. Valor, São Paulo, 26 dez. 2008. Disponível em: [www.bresserpereira.org.br/documento/2945](http://www.bresserpereira.org.br/documento/2945). Acesso em 10 mai. 20.
- BERNANKE, Ben. **Remarks by Governor Ben S. Bernanke**: Money, Gold, and the Great Depression. Virginia. 2004. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm>. Acesso em 17 out. 20.
- BUENO, Eduardo Urbanski. Paradigmas técnico-econômicos, pactos de elites e o sistema monetário internacional. Monografia (bacharelado em relações internacionais) – Faculdade de ciências econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/21407/000736598.pdf?sequence=1>. Acesso em 17 out. 20.
- CAMPOS, Catherine Fernandes de. **A crise do subprime e seus efeitos sobre os Estados Unidos e reflexos no Brasil**. UNESP, Araraquara, SP. 2010. Disponível em:

[https://repositorio.unesp.br/bitstream/handle/11449/118490/campos\\_cf\\_tcc\\_arafcl.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://repositorio.unesp.br/bitstream/handle/11449/118490/campos_cf_tcc_arafcl.pdf?sequence=1&isAllowed=y). Acesso em 05 nov. 20.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. **Dossiê da Crise**. Rio Grande do Sul. 2008. Disponível em: <http://www.cavaleirosdaluz18.com.br/downloads/dossie-crise-financeira-set-2008.pdf>. Acesso em 17 abr. 20.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000. Disponível em: [https://www.academia.edu/30932993/Economia\\_Monetária\\_e\\_Financeira\\_Teoria\\_e\\_Política\\_Fernando\\_Cardin](https://www.academia.edu/30932993/Economia_Monetária_e_Financeira_Teoria_e_Política_Fernando_Cardin). Acesso em 09 abr. 20.

CECHIN, Alicia; MONTOYA, Marco Antônio. Origem, causas e impactos da crise financeira de 2008. UFV. 2017. Disponível em: <http://seer.upf.br/index.php/rtee/article/view/7363/4334>. Acesso em 02 nov. 20.

COOPER, Russel; JOHN, A. Andrew. Theory and Applications in Macroeconomics. 2012. Disponível em: <https://2012books.lardbucket.org/books/theory-and-applications-of-macroeconomics/index.html>. Acesso em 02 nov. 20.

CRESPO, Mariana Monteiro. **Interpretações da crise de 1929 no contexto econômico norte-americano**. Vitória. 2018. Disponível em: [http://portais4.ufes.br/posgrad/teses/tese\\_10188\\_Mariana%20Monteiro%20Crespo%20-%20Disserta%E7%E3o%20final.pdf](http://portais4.ufes.br/posgrad/teses/tese_10188_Mariana%20Monteiro%20Crespo%20-%20Disserta%E7%E3o%20final.pdf). Acesso em 17 out. 20.

CROCE, Claudio Della. **Lehman Brothers**. Carta Maior. 2018. Disponível em: <https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Politica/Carta-de-Nova-York-Lehman-Brothers-uma-das-piores-criSES-do-capitalismo-e-que-ainda-perdura/4/41759>. Acesso em 17 abr. 20.

DEOS, Simone. **Dossiê da Crise**. Rio Grande do Sul. 2008. Disponível em: <http://www.cavaleirosdaluz18.com.br/downloads/dossie-crise-financeira-set-2008.pdf>. Acesso em 17 abr. 20.

DIAS, Beatriz Machado. **Operações de crédito do sistema financeiro: uma análise a partir da década de 1990**. Florianópolis, 2007. Disponível em: <http://tcc.bu.ufsc.br/Economia293494.pdf>. Acesso em 17 abr. 20.

**Entenda a Crise de 2008** – A Islândia. Estrategistas. 2013. Disponível em: <https://estrategistas.com/criSE-de-2008-islandia/>. Acesso em 17 abr. 20.

FERRARI, Fernando Filho; SILVA Gustavo Teixeira Ferreira da. **A crise financeira internacional de 2007-8 e a Grande Depressão: uma análise comparativa**. UFRGS. Porto Alegre, 2012. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/206534/001113490.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em 17 out. 20.

FILHOS, Ernani Teixeira Torres. **Entendendo a crise do Subprime**. BNDES. 2008. Disponível em: [https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao\\_44.pdf](https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao_44.pdf). Acesso em 02 nov. 20.

FONSECA, Pedro Cezar Dutra Fonseca. **Clássicos, Neoclássicos e Keynesianos: uma tentativa de sistematização**. Perspectiva econômica, ano XVI, Porto Alegre, vol. 11, p.35-64, 1981. Disponível em:

[http://professor.ufrgs.br/pedrofonseca/files/classicos\\_neoclassicos\\_e\\_keynesianos\\_uma\\_tentativa\\_de\\_sistematizacao.pdf](http://professor.ufrgs.br/pedrofonseca/files/classicos_neoclassicos_e_keynesianos_uma_tentativa_de_sistematizacao.pdf). Acesso em 10 mai. 20.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008. Disponível em: <https://ayanrafael.files.wordpress.com/2011/08/gil-a-c-mc3a9todos-e-tc3a9cnicas-de-pesquisa-social.pdf>. Acesso em 07 jun. 20.

HOBBSAWN, Eric. **A Era dos Extremos: O breve século XX (1941-1991)**. São Paulo: Companhia das Letras, ed. 2, 1997. Disponível em: [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4071685/mod\\_resource/content/1/Era%20dos%20Extremos%20%281914-1991%29%20-%20Eric%20J.%20Hobsbawm.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4071685/mod_resource/content/1/Era%20dos%20Extremos%20%281914-1991%29%20-%20Eric%20J.%20Hobsbawm.pdf). Acesso em 17 out. 20.

IMF, International Monetary Fund. **Data and Statistics**. Disponível em: <https://data.imf.org>. Acesso em 17 abr. 20.

INÁCIO, Janypher Marcela. **Instabilidade, desregulamentação financeira e a crise do sistema financeiro atual: uma análise a partir de Minsky**. Florianópolis, 2009. Disponível em: <http://tcc.bu.ufsc.br/Economia291566.pdf>. Acesso em 17 abr. 20.

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, juros e da moeda**. Tradução de Manuel Resende. São Paulo: Editora Saraiva, 2012. Disponível em: <https://elivros.love/livro/baixar-teoria-geral-do-emprego-do-juro-e-da-moeda-john-maynard-keynes-epub-pdf-mobi-ou-ler-online>. Acesso em 10 mai. 20

KRUGMAN, Paul. **Como puderam os economistas**. Estadão. 2009. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,como-puderam-os-economistas,430245>. Acesso em 17 abr. 20.

Lehman: **Falência há 10 anos e o símbolo da maior crise desde “crash” de 1930**. Dinheiro Vivo. 2018. Disponível em: <https://www.dinheirovivo.pt/banca/lehman-brothers-falencia-ha-10-anos-e-o-simbolo-da-maior-crise-desde-crash-de-1930/>. Acesso em 17 abr. 20.

LIMA, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua. **Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: Condições de Inserção dos Países do Grupo da América Latina**. São Paulo: Bial, 1997. Disponível em: <http://repositorio.unicamp.br/jspui/handle/REPOSIP/285710>. Acesso em 17 abr. 20.

LOZADA, Carlos. **The Economics of World War I**. NBER. 2005. Disponível em: <https://www.nber.org/digest/jan05/w10580.html>. Acesso em 13 out. 20.

MAZZUCHELLI, Frederico. **Os anos de chumbo: Economia e política internacional no entreguerras**. Unesp. 2009. Disponível em: [https://franklinserrano.files.wordpress.com/2017/03/os\\_anos\\_de\\_chumbo\\_versc3a3o\\_final-1.pdf](https://franklinserrano.files.wordpress.com/2017/03/os_anos_de_chumbo_versc3a3o_final-1.pdf). Acesso em 13 out. 20.

MAZZUCHELLI, Frederico. **As ideias e os fatos: Ensaio em teoria e história**. Unesp. 2017.

MENDES, Lucas. **A crise financeira americana de 2008: Um exame comparativo da explicação da hipótese da instabilidade financeira de Minsky e da Teoria Austríaca do Ciclo Econômico**. UNIJUÍ. 2016. Disponível em: <https://bibliodigital.unijui.edu.br:8443/xmlui/bitstream/handle/123456789/3928/Lucas%20Mendes.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em 02 nov. 20.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1998.

NATARIO, Thiago Norte. **Uma análise sobre as origens e impactos da crise do sistema imobiliário norte-americano: As hipotecas subprime**. UFSC, Florianópolis. 2009.

O'BRIEN, Anthony. Soot-Hawley Tariff. EH.Net Encyclopedia, 2001. Disponível em: <https://eh.net/encyclopedia/smoot-hawley-tariff/>. Acesso em 18 out. 2020.

OCIO, Domingo Zurrón. **A Economia como Ciência: Dos clássicos a Keynes**. Núcleo de Pesquisas e Publicações. EAESP/FGV/NPP. Relatório de Pesquisa nº 8, 2000. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3152/Rel082000.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em 10 mai. 20.

Office of the Historian: **Protectionism in the interwar period**. U.S. Department of State. Disponível em: <https://history.state.gov/milestones/1921-1936/protectionism>. Acesso em 17 out. 20.

OLIVEIRA, Raphael Gomes de. **(Des)Regulação financeira e a crise do Subprime**. UFRJ, Rio de Janeiro. 2011. Disponível em: <https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/2253/1/RGOliveira.pdf>. Acesso em 01 nov. 20.

PRAÇA, Fabiola Silva Garcia. **Metodologia da pesquisa científica: Organização estrutural e os desafios para redigir o trabalho de conclusão**. FNSA, Ribeirão Preto, 2015. Disponível em: <http://uniesp.edu.br/sites/biblioteca/revistas/20170627112856.pdf>. Acesso em 07 jun. 20.

PRADO, Luiz Carlos Delorme. **A Grande Depressão e a Grande Recessão: Uma comparação das crises de 1929 e 2008 nos EUA**. Revista Econômica, Niterói, v 13, n 2, p. 9-44, dezembro 2011.

PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de. **Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico**. Feevale, Novo Hamburgo, 2013. Disponível em: <http://www.feevale.br/Comum/midias/8807f05a-14d0-4d5b-b1ad-1538f3aef538/E-book%20Metodologia%20do%20Trabalho%20Cientifico.pdf>. Acesso em 07 jun. 20.

RICHARDSON, Gary. **Banking Crises and the Federal Reserve as a Lender of Last Resort during the Great Depression**. NBER. 2013. Disponível em: <https://www.nber.org/reporter/2013number3/Richardson.html>. Acesso em 18 out. 20.

ROCKOFF, Hugh. **Until it's over, over there: The U.S. economy in world war I**. NBER. 2004. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w10580.pdf>. Acesso em 13 out. 20.

ROQUE, Leandro. **Como ocorreu a crise financeira americana**. Mises Brasil. 2013. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1696>. Acesso em 02 nov. 20.

SILVA, Diego de Medeiros da. **Expansão do crédito no período de 2000 a 2007**. Florianópolis, 2008. Disponível em: <http://tcc.bu.ufsc.br/Economia291956.PDF>. Acesso em 10 mai. 20.

SILVA, Katiane Medeiros Santos. **A crise econômica de 2008 e as explicações da teoria Keynesiana**. Florianópolis, 2015. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/158465/Monografia%20da%20Kattiane.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em 10 mai. 20.

SILVEIRA, Thiago. **A crise de 1929 e a crise do subprime:** uma análise comparativa da economia dos estados unidos. Porto Alegre, 2017. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/187583>. Acesso em 17 abr. 20.

SILVEIRA, Thiago Salles. **A grande depressão e a política fiscal anticíclica na teoria keynesiana.** Vitória, 2017. Disponível em: [http://repositorio.ufes.br/bitstream/10/8798/1/tese\\_9132\\_Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Thiago%20Salles%20-%20final%20%2803-07-17%29.pdf](http://repositorio.ufes.br/bitstream/10/8798/1/tese_9132_Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Thiago%20Salles%20-%20final%20%2803-07-17%29.pdf). Acesso em 17 out. 20.

SMILEY, Gene. US economy in the 1920s. EH.Net Encyclopedia, 2004. Disponível em: <https://eh.net/encyclopedia/the-u-s-economy-in-the-1920s/>. Acesso em 17 out. 20.

TradingEconomics.com. U.S Bureau of Labor Statistics. **Estados Unidos:** Taxa de desemprego. 2020. Disponível em: <https://pt.tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate>. Acesso em 05 nov. 20.

ZANELLA, Liane Carly Hermes. **Metodologia de pesquisa.** Florianópolis, 2013. Disponível em: [http://arquivos.eadadm.ufsc.br/EaDADM/UAB\\_2014\\_2/Modulo\\_1/Metodologia/material\\_didatico/Livro%20texto%20Metodologia%20da%20Pesquisa.pdf](http://arquivos.eadadm.ufsc.br/EaDADM/UAB_2014_2/Modulo_1/Metodologia/material_didatico/Livro%20texto%20Metodologia%20da%20Pesquisa.pdf). Acesso em 06 jun. 20.