

# A crise financeira internacional e a Grande Depressão

Fernando Ferrari Filho<sup>i</sup>

Gustavo Teixeira Ferreira da Silva<sup>ii</sup>

## Resumo

O artigo objetiva analisar quais são as semelhanças e as diferenças entre a crise financeira internacional de 2007-8, originada a partir da crise do *subprime* nos Estados Unidos, e a Grande Depressão dos anos 1930. Apesar de cada crise financeira internacional possuir algumas especificidades, mostrou-se que suas origens e repercussões estão associadas à própria lógica de funcionamento dos mercados financeiros em uma economia monetária de produção.

**Palavras-chave:** Grande Depressão; crise do *subprime*; crise financeira internacional; capitalismo.

**Classificação JEL:** B 50; G 01

## Introdução

A história do capitalismo é repleta de episódios de crises financeiras. Kindleberger (1978), por exemplo, identifica mais de 300 crises financeiras no período entre 1720 e 1987. Nas últimas décadas, as crises financeiras se manifestaram, principalmente, na forma de crises bancárias, cambiais e de balanço de pagamentos (“conta capital e financeira”), bem como de um *mix* entre elas.

---

<sup>i</sup> Professor Titular da UFRGS e Pesquisador do CNPq; e-mail: ferrari@ufrgs.br

<sup>ii</sup> Professor do Departamento de Economia da UNESC; e-mail: gustavotfs@unesc.net

Para os pós-keynesianos, por exemplo, Davidson (2002), as origens das crises financeiras estão associadas, sobretudo, à própria lógica de funcionamento dos mercados financeiros que são inerentemente instáveis. Por sua vez, a intensidade e a dimensão dessas crises dependem do ambiente institucional do sistema financeiro e da interação entre variáveis reais e financeiras da economia. Nesse sentido, em um contexto de finanças desreguladas, de globalização do capital financeiro, de inexistência de regras monetário-financeiras e cambiais e de ausência de uma estrutura de salvaguarda que exerça um papel de prestador de última instância global, as crises financeiras acabam tendo um impacto expressivo sobre a demanda efetiva, resultando tanto em períodos de recessão e, eventualmente, depressão quanto de elevação das taxas de desemprego. Essas características foram observadas tanto na Grande Depressão dos anos 1930 quanto na crise financeira internacional de 2007-8.

Tendo como referência a ideia acima e ciente de que as principais crises financeiras do capitalismo são aquelas vivenciadas pela Grande Depressão e a recente crise financeira internacional, o presente artigo procura analisar quais são as semelhanças e diferenças entre as ambas as crises. Para tanto, realizar-se-á uma análise estatístico-descritiva das referidas crises tendo como base tanto algumas características dos ambientes institucionais delas quanto algumas variáveis macroeconômicas selecionadas<sup>1</sup>.

Além dessa breve introdução e da conclusão, o artigo conta com mais três seções. Inicialmente, descrevem-se, brevemente, os antecedentes históricos que contextualizam o ambiente da Grande Depressão, bem como os seus aspectos específicos. Em seguida, procura-se apresentar os principais aspectos do ambiente institucional e macroeconômico internacional no qual a crise financeira internacional de 2007-8 se originou e evoluiu. Por fim, é realizada uma análise comparativa de ambas as crises. Nesse particular, por um lado, são comparados alguns aspectos do ambiente institucional e macroeconômico do padrão câmbio-ouro e do processo de globalização, bem como do arcabouço regulatório do país de origem das referidas crises, Estados Unidos (EUA). Por outro, confrontam-se as repercussões das crises, através do comportamento de variáveis macroeconômicas selecionadas.

## Relembrando a crise financeira de 1929-33

### *A tentativa de retorno ao padrão-ouro*

A década de 1920 foi marcada pela tentativa de retorno das principais economias ao sistema padrão-ouro<sup>2</sup> sob um contexto de elevada instabilidade. Ademais, segundo Polanyi (2000), as condições que se apresentaram após a Primeira Guerra Mundial impediram a reconstrução do equilíbrio internacional de poder que garantiu a estabilidade no século XIX<sup>3</sup>.

Dessa forma, o novo padrão-ouro, estabelecido na segunda metade da década de 1920, apoiou-se nos ideais do liberalismo clássico que regeram o antigo Sistema Monetário Internacional (SMI) do padrão-ouro. Acreditava-se que a restauração da ordem mundial e, por conseguinte, da estabilidade econômica internacional, dependiam do restabelecimento das taxas de câmbio fixas aliadas à adoção da livre mobilidade dos fluxos de capitais. Contudo, em um contexto de ausência de uma liderança hegemônica mundial e de falta de coordenação internacional, arranjos monetários nacionais foram instituídos sem levar em conta suas implicações para o Sistema como um todo.

Para muitos países, permitiu-se que os bancos centrais mantivessem moeda estrangeira ao invés de ouro em suas reservas legais, estabelecendo-se, assim, um padrão câmbio-ouro. A evolução do novo padrão câmbio-ouro ocorreu de forma gradual, intensificando-se a partir do restabelecimento da conversibilidade ouro-libra pelo Reino Unido em 1925. Em 1919, somente os EUA, entre as principais potências, mantinham a conversibilidade, ao passo que, na segunda metade da década de 1920, ocorreu a restauração da conversibilidade em diversos países (BERNANKE; JAMES, 1991, p.37).

Mesmo com a volta das taxas de câmbio fixas a partir da segunda metade dos anos de 1920 – o número de países que adotavam o padrão câmbio-ouro em 1928 era superior a quarenta –, a característica desestabilizadora dos fluxos de capital não se alterou. Naquela nova conjuntura, “os movimentos de capital internacionais poderiam agravar ao invés de aliviar as pressões sobre os bancos centrais” (EICHENGREEN, 2000, p.130).

A assimetria das taxas de câmbio e dos fluxos de pagamentos referentes às reparações e dívidas da Guerra, em conjunto com a instabilidade dos fluxos de capital, aprofundaram os desequilíbrios entre os países. Algumas economias passaram a registrar contínuos déficits em conta corrente, os quais reduziam suas reservas em ouro e moeda estrangeira, ao passo que outras desfrutavam de persistentes superávits e acúmulo de reservas.

Assim, o novo formato do padrão câmbio-ouro revelou dois principais problemas potenciais. Por um lado, a paridade com que os países estabilizaram suas moedas foi em muitos casos inadequada, diante dos diferentes níveis de inflação experimentados pelos países após a Guerra<sup>4</sup>. Por outro lado, as dificuldades competitivas entre os países, agravadas a partir dessas novas taxas, especificamente através de pressões sobre as reservas, impediram uma política de coordenação em nível mundial, como havia sido no sistema padrão-ouro tradicional.

Tais desequilíbrios ocorreram em um contexto marcado pela assimetria entre os EUA e o resto do mundo e pelo fim da hegemonia industrial e comercial do Reino Unido e da posição privilegiada da libra esterlina. Na interpretação de Kindleberger (1986) esse aspecto foi fundamental para a crescente instabilidade nos anos 1920 e para a dimensão da crise de 1929, uma vez que o período se caracterizou pela ausência de um país capaz de exercer as principais funções de um país “hegemônico” – dentre as quais a de prestador de última instância, pois o Reino Unido, enfraquecido, não era mais capaz de exercer essas funções e os EUA evitaram-nas em detrimento de sua política nacional.

Após a Primeira Guerra Mundial, os EUA se tornaram o maior credor do mundo. As reservas de ouro (em percentagem do total das reservas internacionais) em poder dos EUA passaram de 26,6% em 1913 para 45,7% em 1924 (EICHENGREEN, 2000, p.98). Ademais, sua participação na produção industrial mundial passou de um terço em 1913 para 45,0% em 1929, contra pouco menos de 28,0% da participação de Reino Unido, Alemanha e França juntos.

De acordo com Eichengreen (2000), cerca de US\$ 1,0 bilhão, referente a dívidas de Guerra, foi transferido para os EUA entre 1926 e 1931. Em contrapartida, os EUA concederam volumosos empréstimos de volta à Europa e outras regiões do mundo, na maior parte por meio de

novas emissões de títulos para tomadores no exterior<sup>5</sup>. Para Hobsbawm (1995), esse foi um fator essencial do relativo *boom* que precedeu a Grande Depressão, uma vez que a dinâmica econômica foi alavancada, em grande parte, pelos fluxos de capitais internacionais que invadiram os países industriais, em especial a Alemanha<sup>6</sup>.

Essas fragilidades sistêmicas intensificaram-se fortemente com a crise de 1929, demonstrando a incapacidade de uma cooperação em nível internacional. Segundo Eichengreen (2000, p.129), em um sistema onde os fluxos de capitais representavam “parte da cola que ligava as economias dos países”, sucessivos ataques especulativos contra as moedas nacionais e fugas de capitais aprofundaram a instabilidade financeira, agravando a situação das economias e dos desequilíbrios entre os países. Essa situação tornou-se problemática devido à ausência de um emprestador de última instância para conter a falta de intermediação internacional. Entre 1929 e 1931, sete países haviam suspenso a conversibilidade, entre eles o Reino Unido em 1931. Os EUA suspenderam o padrão câmbio-ouro em 1933.

### ***A quebra da bolsa de Nova Iorque em 1929***

De acordo com Galbraith (1997), a facilidade de crédito para a compra de ações, por si só, não explica a elevada especulação em compra de ações na Bolsa de Nova Iorque, uma vez que outros períodos de crédito fácil não decorreram em uma “orgia especulativa”, tal como em 1929<sup>7</sup>. Segundo o autor, o que existiu no período foram um otimismo e uma crença exacerbada por parte dos agentes na rentabilidade das ações, resultando em um processo especulativo de longa escala. Esse entusiasmo esteve baseado, principalmente, nas inovações e no incremento do nível de trabalho na produção, em um contexto de estabilidade dos preços e dos salários.

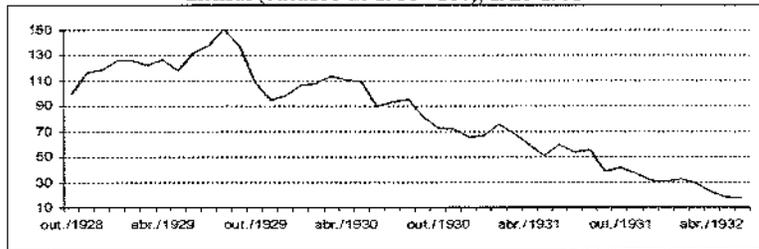
Outra característica marcante é que em 1928 e 1929 não foram criados novos bancos, pelo menos em larga escala, para atuar como instrumentos e objetos de especulação. O que se verificou foi que à medida que o mercado de ações atingia seu ápice, por um lado, empréstimos à vista de “todos os outros”, em oposição aos bancos de Nova Iorque e bancos fora de Nova Iorque, aumentaram

extraordinariamente<sup>8</sup>. Por outro lado, desenvolveram-se Consórcios e Companhias de Investimentos, nas quais existia uma cadeia de títulos: consórcios e outras instituições financeiras criavam mais consórcios, levando a um processo de alavancagem através de uma cadeia de títulos entre os consórcios. Em suma, “a virtude do Consórcio de Investimento era que ele estabelecia uma separação quase completa entre o volume dos títulos da empresa e a dimensão do seu ativo real” (GALBRAITH, 1997, p.84).

Por sua vez, a expansão dos empréstimos aos corretores dependia da alta contínua dos preços das ações no mercado, ao passo que grande parte desses empréstimos servia para garantir os elevados níveis do mercado. Com base nas informações de Galbraith (1997, pp.57-58), enquanto no início da década de 1920 o valor total dos empréstimos girava em torno de US\$ 1,0 bilhão, ao final do ano de 1928 esses representavam cerca de US\$ 6,0 bilhões. No início de outubro de 1929, no ápice especulativo, os empréstimos alcançaram um total de US\$ 8,5 bilhões.

Em outubro de 1929, sob uma conjuntura de desaceleração de alguns indicadores da economia norte-americana, o mercado de ações reverteu-se fortemente. Primeiro, na “quinta-feira negra” (24 de outubro de 1929), com mais de oito milhões de papéis negociados. Depois, a “terça-feira negra” (29 de outubro de 1929), no qual mais de dezesseis milhões de ações foram vendidas na Bolsa de Nova Iorque, resultando em um processo de extraordinária baixa das cotações que anulou de imediato as rápidas elevações dos últimos doze meses. De acordo com o Gráfico 1, o índice das cotações da *Dow Jones Industrial*, que havia aumentado mais de 50,0% entre outubro de 1928 e agosto de 1929, caiu fortemente em outubro de 1929.

GRÁFICO 1  
Índice Dow Jones Industrial –  
mensal (outubro de 1928 = 100), 1928-1932



Fonte: Elaboração dos autores a partir de DSHORT (2010).

Quando o preço das ações começou a despencar, muitos daqueles consórcios que possuíam ações de baixo valor tiveram que se desfazer de títulos “bons” para cobrir seus empréstimos à margem, o que resultou em um processo cumulativo de queda geral dos preços. A evolução do mercado de ações seguiria uma tendência de queda nos três anos seguintes, paralelamente às baixas dos negócios, da produção industrial e das dificuldades no mercado bancário.

A forte reversão nos preços das ações desencadeou um processo de deflação dos ativos, bem como o patrimônio das empresas e das famílias foi reduzido, ocasionando impactos sobre os setores financeiro e real da economia. Assim, 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 (*debt-deflation*).

O período subsequente foi marcado por uma violenta contração do crédito (*credit crunch*) e pela perda de confiança generalizada, acompanhada por sucessivas crises bancárias. Dos vinte e nove mil bancos existentes nos EUA em 1921 só restaram doze mil em março de 1933<sup>9</sup>. Com a crise, os empréstimos externos norte-americanos foram suspensos, evidenciando a vulnerabilidade da Europa, especialmente da Alemanha, face aos fluxos de capitais internacionais<sup>10</sup>. Concomitantemente, houve uma redução no volume dos depósitos bancários em diversos países, como na Áustria, Alemanha e Reino Unido. A reversão e a instabilidade dos capitais de curto de prazo levaram a uma cadeia de sucessivas crises bancárias e de balanço de pagamentos<sup>11</sup>.

O índice de preços ao consumidor caiu em praticamente todas as principais economias entre 1929 e 1932. No Japão esses preços baixaram 17,0%, nos EUA mais de 18,0% e na Alemanha e Itália as quedas chegaram a 21,0% (MADDISON *apud* GAZIER, 2009). Os preços dos alimentos e matérias primas também caíram fortemente com a crise. Assim, países cujo comércio internacional dependia basicamente desses produtos, como Brasil, Argentina, México e Índia, para citar alguns, foram bastante afetados<sup>12</sup>.

Como resultado houve uma forte contração do PIB nas principais economias industriais. Entre 1929 e 1933, o PIB caiu 16,0% na Alemanha e 30,0% nos EUA. Cabe destacar, contudo, que as taxas de crescimento do PIB apresentaram uma enorme disparidade entre os países na década 1920: nos países que registraram um maior crescimento durante os anos 1920, como a França, as quedas foram maiores, enquanto em outras economias, como o Reino Unido, a retração foi menor.

De acordo com Eichengreen (2000), os governos tentaram interromper a espiral descendente da atividade econômica confrontando-se com a incompatibilidade de iniciativas expansionistas e a conversibilidade ao ouro. Nesse caso, a redução das reservas resultante da queda da taxa de juros, que encorajava investimentos no exterior, e o aumento do crédito, que estimulava importações, geraram temores de desvalorização com fugas de capital. Nas palavras do autor, “[i]njeções de crédito e reduções nas taxas de juros para fomentar o consumo e os investimentos eram incompatíveis com a manutenção do padrão ouro” (EICHENGREEN, 2000, p.108).

Diante de tal circunstância muitos países suspenderam a conversibilidade, permitindo que suas moedas se desvalorizassem e, concomitantemente, fossem adotados controle de capitais, o que comprometeu a estabilidade do SMI nos demais países. Com o abandono do padrão câmbio-ouro, a desvalorização das moedas e o controle de câmbio, os gastos de importação de produtos dos países que ainda mantinham a conversibilidade foram substancialmente reduzidos. A queda da demanda nesses países aprofundou a depressão, elevando o temor dos investidores sobre a estabilidade daquelas moedas.

## **A crise financeira internacional de 2007-8**

### ***A natureza financeira da globalização***

De acordo com Fiori e Tavares (1998), o atual processo de globalização tem em sua origem as relações assimétricas de poder e dominação internacional, que explicam sua expansão e originalidade financeira. Nesse sentido, a marca principal do movimento de globalização teria sido a globalização das finanças, viabilizada pelas políticas de liberalização e desregulamentação dos mercados, iniciada pelos EUA e Inglaterra, e avançada pela adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes.

Seus impactos sobre o setor real da economia levaram à necessidade do uso de instrumentos financeiros para reduzir os riscos associados tanto à volatilidade cambial quanto aos riscos inerentes ao processo de liberalização dos mercados. Assim sendo, sob um contexto cada vez maior de interdependência entre os países através dos mercados financeiros, os desequilíbrios, que até então tinham ocorrido por meio de choques no comércio, decorreram de choques nas finanças (KREGEL, 2004).

Com o fim do sistema Bretton Woods<sup>13</sup> a política monetária passou a ter como objetivo principal a estabilidade do câmbio, pois a maior mobilidade internacional de capitais acabou dificultando a distinção e o controle de compras e vendas em moeda estrangeira relacionadas às transações correntes e à conta capital e financeira do balanço de pagamentos (EICHENGREEN, 2000).

Ademais, por um lado, o fim das taxas de câmbio “ajustáveis” entre as economias desenvolvidas fez com que o setor privado passasse a assumir os riscos cambiais, o que, por sua vez, estimulou os mercados de câmbio e de derivativos. Por outro lado, o processo de desregulamentação financeira, acompanhado pelo surgimento de inovações financeiras, pela livre mobilidade de capitais e a flexibilidade e volatilidade das taxas de juros e de câmbio, reduziu a capacidade das políticas macroeconômicas domésticas elevando a fragilidade financeira sistêmica.

Por sua vez, os países em desenvolvimento, adequando-se aos princípios do Consenso de Washington, deveriam controlar o déficit

orçamentário e aprofundar as reformas liberais a fim de receber financiamento dos países desenvolvidos<sup>14</sup>, atraídos principalmente pela taxa mais elevada de retorno do capital daqueles países, possibilitando, assim, uma convergência do crescimento econômico. Sob essa perspectiva, ignoravam-se os argumentos favoráveis à adoção de controle de capitais, tais como a redução do efeito contágio de crises financeiras<sup>15</sup>.

Entretanto, de acordo com Cunha (2009), esse período foi marcado pelo comportamento cíclico e contraditório dos fluxos de capitais para as economias emergentes, com curtos períodos de euforia financeira com forte crescimento econômico e relativa estabilidade, seguidos por crises e elevadas flutuações nos principais preços macroeconômicos. Desse modo, o processo de abertura e integração financeira das economias emergentes ocorreu por meio de reformas estruturais, em um contexto estabilização monetária alicerçada em taxas de câmbio fixas ou relativamente fixas<sup>16</sup>.

A instabilidade verificada na segunda metade da década de 1990 e no início dos anos 2000, e expressa em sucessivas crises, tais como as do México (1994), Ásia (1997), Rússia (1998), Brasil (1999), Argentina (2000) e Turquia (2002), teve como resultado uma relativa contração dos fluxos financeiros, em especial para os países em desenvolvimento<sup>17</sup>.

Em contraste com a década de 1990, os anos 2000 foram de relativa estabilidade e crescimento para a economia mundial. As taxas de crescimento da economia mundial, que durante a década de 1990 foram relativamente baixas e instáveis, apresentaram crescimento robusto a partir de 2001: a taxa média do PIB mundial elevou-se de pouco mais de 2,0% em 2001 para 5,5% em 2007<sup>18</sup>.

De acordo com Cunha (2009), após um período de forte instabilidade, algumas tendências pareceram se consolidar entre as economias em desenvolvimento: (i) a busca de redução da vulnerabilidade externa por meio do sobre acúmulo de reservas oficiais; (ii) intervenções sistemáticas nos mercados cambiais, a despeito da adoção formal de regimes de câmbio flutuante; (iii) uma atuação mais ativa dos bancos centrais nos mercados de divisas; e (iv) a conformação de acordos regionais de cooperação monetária e financeira.

Como consequência, houve uma melhora da situação em conta corrente das economias em desenvolvimento – em um passado recente,

elas apresentavam elevada vulnerabilidade e fragilidade externa –, bem como as economias desenvolvidas passaram a apresentar uma piora em seus resultados de balanço de pagamentos em transações correntes. Com base nas informações do FMI (IMF, 2010a), por um lado, os superávits em transações correntes das economias em desenvolvimento passaram de US\$ 93,0 bilhões em 2000 para US\$ 724,0 bilhões em 2008 e as reservas internacionais das referidas economias aumentaram mais de US\$ 4,0 trilhões entre 2002 e 2008; por outro lado, entre 2000 e 2008 o déficit acumulado em transações correntes das economias desenvolvidas atingiu cerca de US\$ 2,9 trilhões – no que diz respeito especificamente aos EUA, esse país passou a ter uma posição de devedor líquido global.

Diante dessa mudança de posição de desequilíbrios externos, os agentes econômicos passaram a ter uma postura mais especulativa em relação às suas posições nos mercados financeiros e cambiais, levando-os não somente a realocarem seus *portfolios* em economias em desenvolvimento, mas também no promissor mercado de hipotecas norte-americano.

### **Ascensão e queda do mercado de hipotecas de subprime**

Segundo Kregel (2008), a nova estrutura de financiamento habitacional estadunidense, baseada na evolução de um sistema desregulado e no desenvolvimento de novos instrumentos de financiamento, teve papel fundamental na origem da crise financeira do *subprime*. Com a desregulamentação e o fim do suporte governamental<sup>19</sup>, diminuiu-se a participação dos “*Thrifts*”<sup>20</sup> a favor dos mercados desregulamentados, principalmente investimentos de *Wall Street*. Isso induziu elevada competição em ambos os lados dos negócios financeiros, contraindo os lucros bancários e resultando em um processo de maior alavancagem. A expansão desse mercado, possibilitada pelo acréscimo da participação das empresas e dos fundos *hedges* e de pensão, elevou a fragilidade financeira sistêmica.

A queda da participação dos bancos em detrimento de outras instituições financeiras<sup>21</sup> teve como resultado a criação de novos instrumentos financeiros de dívida e securitização. Assim, instrumentos chamados de *mortgage-backed securities* funcionavam como veículos de financiamento habitacional.

Dymski (2008) ressalta que na “nova” estrutura bancária os riscos dos bancos se elevaram consideravelmente. Com a emissão de ativos por outras instituições e a volatilidade cambial, os riscos, cambial, de liquidez e de *default*, se exacerbaram, multiplicando-se através do uso de instrumentos derivativos. Para excluir os riscos de seus balanços, os bancos recorreram aos chamados “produtos-estruturados” lastreados em crédito imobiliário, derivativos financeiros e derivativos de crédito, negociados entre o sistema bancário tradicional e o sistema “sombra”<sup>22</sup>. Sem habilitação para obter recursos de depositantes para adquirir tais instrumentos, os integrantes do sistema “sombra” recorreram ao mercado de capitais através da emissão de títulos de curto prazo (*commercial papers*), comprados, principalmente, pelos fundos mútuos de investimentos (PRATES *et al*, 2008).

Segundo Dymski (2008, p.12), a partir dessa lógica teriam se desenvolvido interações que explicam as origens da crise no mercado financeiro estadunidense: (i) mudanças nas estratégias bancárias, com incremento de empréstimos apoiados pelos mercados secundários e na expansão de mercados através da inclusão de pequenos segmentos e segmentos de baixa renda; (ii) práticas predatórias nos mercados de crédito historicamente excluídos (racial e social), através da utilização de altas taxas e penalidades, possibilitadas pelo desenvolvimento de instrumentos financeiros; e (iii) o crescimento contínuo dos preços dos ativos nos mercados financeiros, validados no mercado secundário a partir de securitizações baseadas em altos riscos e expandidos por outros tipos de securitizações, os quais tiveram como demandantes primeiros os fundos *hedges* e os fundos privados

Ademais, com o esgotamento da “reserva” de tomadores do segmento *prime* (requeridos pelas normas das GSEs), tiveram origem as hipotecas *subprime*, através dos famosos empréstimos “ninja” (*no income, no job and no assets*): parcela da população sem renda, sem emprego fixo, sem ativos para dar como garantia e sem histórico de crédito para provar confiabilidade foi incorporada àquele mercado (CARVALHO, 2008).

Nesse contexto, artifícios foram usados para convencer as pessoas a tomarem esses empréstimos. Por um lado, um mecanismo bastante empregado foi o “*adjustable-rate mortgages*” (ARM), em que taxas

de juros muito baixas eram cobradas nos primeiros anos o empréstimo, aumentando-as dramaticamente depois de algum tempo, o que fez com que muitas famílias aceitassem se endividar<sup>23</sup>.

Por outro, modelos com base na moderna teoria ortodoxa de financiamento mostravam aparentemente uma redução dos riscos no mercado hipotecário. Esses modelos “permitiam” calcular a probabilidade de sucesso dos empréstimos, se tudo mais se mantivesse como no presente. Como a economia norte-americana havia passado por um período de sustentada prosperidade na última década, esses modelos de crédito sugeriam que a *performance* da economia manter-se-ia (CARVALHO, 2008). Como resultado, um valor substancial de empréstimos foi feito em hipotecas *subprime*: o valor de hipotecas *subprime* aumentou mais de US\$ 400,0 bilhões entre 2001 e 2005 (KREGEL, 2008).

Em suma, a engenharia financeira, acompanhada pela falha dos modelos de previsão, que se baseavam em experiências passadas em um contexto de estabilidade, possibilitou a ampliação do mercado *subprime* a partir de um processo de alavancagem de crédito e da incorporação de segmentos de risco subestimado pelas agências de classificação de risco.

No ano de 2006 muitos daqueles contratos do mercado hipotecário *subprime* tiveram suas taxas reajustadas: a elevação da taxa básica de juros da economia norte-americana passou, em média, de 1,0% em 2004 para 5,2% em 2006. Como consequência, muitos agentes se viram incapacitados de honrar seus compromissos, desencadeando a crise no final de 2006.

No segundo trimestre de 2006, os preços das residências, que tinham aumentado significativamente ao longo dos anos 2000, começaram a cair. De acordo com o Índice Nacional Case-Schiller (STANDARD & POOR's, 2010), no ano de 2007 a queda dos preços das moradias chegou a mais de 20,0%; em 2008 os preços continuaram caindo e em 2009 os preços representavam cerca de 70,0% do verificado no pico de 2006.

Diante do aumento da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos relacionados às hipotecas de *subprime*, o risco de crédito ficou eminente. A percepção de que os empréstimos tinham

sido feitos com base numa visão otimista da capacidade de pagamento daquela parcela que compunha o segmento *subprime* acarretou na reavaliação dos riscos, diminuindo a oferta de crédito.

Ademais, a disseminação da percepção de que os investidores que compraram títulos baseados nessas hipotecas e outros investidores e instituições que compraram títulos similares estavam expostos a um *risco de liquidez* induziu a tensões financeiras generalizadas, com problemas de liquidez. Assim, a crise se propagou rapidamente pelo sistema financeiro norte-americano através das complexas conexões entre os mercados de crédito e financeiro, revelando as vulnerabilidades sistêmicas.

Na sequência, a tentativa de venda em massa desses papéis contagiou os demais ativos do mercado de capitais, resultando em uma *crise patrimonial*. Essas tensões intensificaram-se com a grave crise de liquidez do banco Bear Stearns, absorvido posteriormente pelo banco JP Morgan Chase<sup>24</sup>.

O resgate das agências hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac e da seguradora American Insurance Group, bem como a falência de bancos de investimento como Bear Sterns e Lehman Brothers, de *Hedge Funds* e *Private Equities Funds*, levaram à perda de confiança generalizada nos mercados financeiros internacionais. A desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se propagou em âmbito global através de movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio e de derivativos. O resultado foi uma profunda instabilidade dos capitais internacionais, expressa em fugas de capital, pressões sobre o câmbio e queda dos preços das *commodities*.

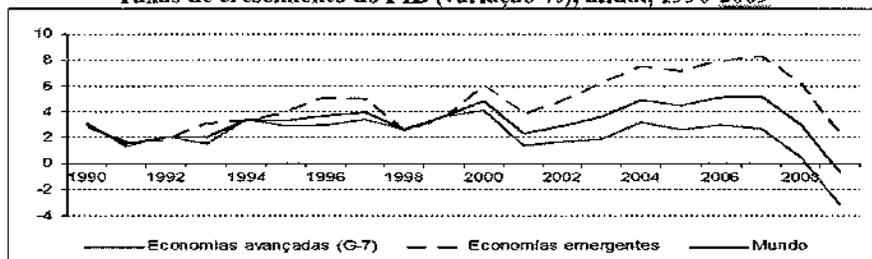
A Europa sofreu forte impacto devido à estrita relação entre seus mercados financeiros e os mercados financeiros dos EUA. No caso de várias economias da Europa Central e do Leste, a elevada dependência dos fluxos de capitais externos e a elevada presença de bancos estrangeiros nos sistemas financeiros domésticos serviram como um canal adicional de contágio. A perda de confiança nos mercados financeiros teve como resultado a fuga de capitais daqueles países e a liquidação de operações cambiais<sup>25</sup>, o que levou a desvalorizações cambiais e, conseqüentemente, dificuldades de curto prazo com relação à dívida.

A crise financeira se propagou intensamente através do contágio sobre os mercados de ações e obrigações e os preços dos produtos primários, bem como gerou pressões sobre as taxas de câmbio e, por conseguinte, os balanços de pagamentos dessas economias.

A partir do quarto trimestre de 2008 diversas economias começaram a registrar queda no nível de preços. Nos EUA, o índice de preços ao consumidor recuou 2,8%, no Canadá 1,5% e nos países do G-7, 1,7%. Em 2009 os preços continuaram caindo em muitos países. No primeiro trimestre de 2009 a redução dos preços ainda foi bastante significativa em economias como a da Espanha (1,6%), Suíça (1,4%), Chile (1,7%) e Irlanda (3,0%). Ao longo de 2009 as quedas seguiram de forma dispersa, sendo que no terceiro trimestre de 2009 os preços deixaram de cair em grande parte das economias (OECD, 2010).

Como resultado, o crescimento mundial desacelerou-se abruptamente. Conforme mostra o Gráfico 2, em 2008 os países do G-7 registraram uma variação do PIB próxima a 0,3%, ao passo que em 2009 o PIB contraiu-se 3,6%. Na área do Euro essa queda foi de 4,2%, chegando a 6,4% no leste Europeu. Nos EUA e Reino Unido, as retrações foram, respectivamente, de -2,7% e -4,4%.

**GRÁFICO 2**  
**Taxas de crescimento do PIB (variação %), anual, 1990-2009**



Fonte: Elaboração dos autores a partir de IMF, *World Economic Outlook* (2010a).

Como resposta ao efeito contágio da crise, diversos países adotaram um conjunto de medidas em sua grande maioria anticíclicas, contrastando claramente com o padrão seguido nas crises da década de 1990 e início dos anos 2000. Nesse particular, paralelamente ao intenso debate que surgiu em torno da necessidade de reforma da arquitetura

financeira internacional, alguns países tomaram medidas individuais para estabilizar os fluxos de capitais, tais como o uso de instrumentos de controle de capitais.

Em nível mundial, no mês de novembro de 2008 o G-20<sup>26</sup> ensaiou uma coordenação das políticas fiscais, bem como propôs a reestruturação do SMI. De concreto, articulou-se a previsão tanto dos recursos do FMI quanto de novos empréstimos de bancos multilaterais para o desenvolvimento e financiamento do comércio mundial.

## **Análise comparativa das duas grandes crises financeiras mundiais**

Esta seção busca elaborar uma análise estatístico-descritiva das crises financeiras mundiais de 1929-33 e 2008-9, tendo como base algumas características do ambiente institucional e de variáveis macroeconômicas selecionadas das duas crises. Cabe destacar, que tais variáveis foram selecionadas levando-se em consideração dois fatores: em primeiro lugar, considera-se que elas são representativas das repercussões de ambas as crises financeiras na economia mundial. Ou seja, acredita-se que as variáveis macroeconômicas apresentadas expressam os impactos das referidas crises na dinâmica econômica mundial; o segundo fator, e que está relacionado ao primeiro, é o fato de que essas (com exceção da variável taxa de desemprego) são utilizadas em um trabalho seminal de comparação das duas crises elaborado por Eichengreen e O'Rourke (2009).

### ***Ambientes macroeconômicos e institucionais***

Algumas características dos ambientes macroeconômicos e institucionais da Grande Depressão e da recente crise financeira internacional podem ser resumidas como se segue:

- O sistema padrão câmbio-ouro foi estruturado com objetivo de restabelecer a ordem mundial após a Primeira Guerra Mundial. Nesse sentido, a década de 1920 foi “conservadora”, centrada na

tentativa de retorno ao padrão-ouro, com taxas de câmbio fixas e a livre mobilidade de capitais. Ademais, a adoção de políticas conservadoras foi uma regra, diante de um contexto em que a política monetária e os bancos centrais tinham como objetivos assegurar a lógica operacional do padrão câmbio-ouro. Esse período foi marcado pelo enfraquecimento do Reino Unido no papel de líder hegemônico mundial e pela falta de cooperação internacional. O processo de globalização financeira, por sua vez, decorreu da própria estratégia dos EUA em reafirmarem seu papel de líder mundial, o qual foi alicerçado pela volta às raízes liberais no plano teórico. Tal processo resultou na abertura dos mercados e na incorporação dos países em desenvolvimento a um único mercado financeiro global e na redução da autonomia das políticas macroeconômicas domésticas. Esse processo é marcado pela evolução de um “não sistema” de taxas de câmbio e pela livre mobilidade de capitais. Sob esse contexto, verificou-se a incapacidade das instituições remanescentes do acordo de Bretton Woods em atuarem como emprestadoras de última instância;

- A livre mobilidade de capitais na ausência de um prestador de última instância em nível mundial foi uma característica de ambos os ambientes institucionais. E, nesse caso, como resultado, o espaço de atuação de políticas macroeconômicas domésticas também se mostrou bastante limitado nos dois períodos. Entretanto, enquanto no padrão câmbio-ouro o compromisso dos bancos centrais era com a paridade das taxas de câmbio fixas em detrimento da adoção de políticas macroeconômicas domésticas, no ambiente da globalização financeira essas políticas estiveram restringidas pelo “jogo” de confiança dos mercados financeiros;
- No ambiente conjuntural macroeconômico, nos anos 1920, mais especificamente após a segunda metade da década de 1920, aprofundaram-se os desequilíbrios em transações correntes dos

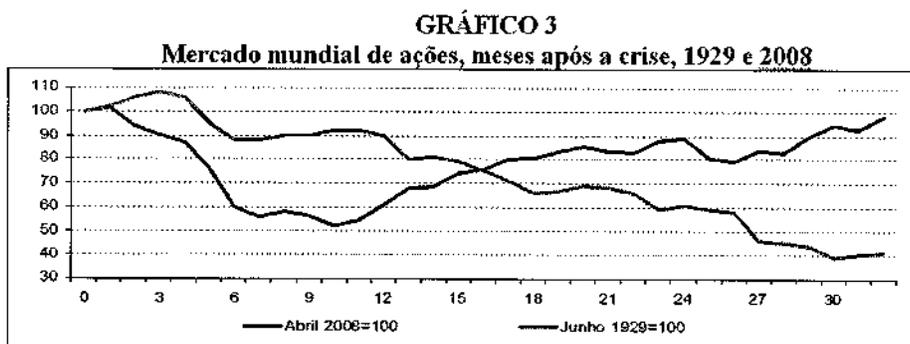
principais países. Naquela ocasião, os desequilíbrios estiveram associados à (i) assimetria das taxas de câmbio entre os países, (ii) assimetria dos fluxos de pagamento, em especial aqueles associados às reparações de guerra, e (iii) elevada instabilidade dos fluxos de capital internacional. Nos anos 1990 e nos primeiros anos da década de 2000 houve uma instabilidade dos fluxos de capital, o que resultou em sucessivas crises financeiras, principalmente, nos países em desenvolvimento. Ademais, a relativa expansão da economia mundial nos anos 2000 ocorreu com acentuado desequilíbrio entre as economias;

- Ambos os períodos são marcados por uma conjuntura de acentuados desequilíbrios entre as principais economias, bem como pela instabilidade dos fluxos de capital internacional. Contudo, no ambiente do padrão câmbio-ouro, os desequilíbrios entre os países foram, em geral, resultado dos pagamentos de reparações da Guerra e dos níveis em que as taxas de câmbio foram estabilizadas. Em contrapartida, nos anos 2000 os desequilíbrios caracterizaram-se, principalmente, entre as economias em desenvolvimento e as desenvolvidas;
- No que diz respeito ao país de origem das referidas crises, ambas ocorreram nos EUA. Todavia, a posição desse País na dinâmica econômica mundial é distinta na conjuntura das duas crises. Em 1929 os EUA se colocavam como o maior credor do mundo, concedendo elevados empréstimos para o exterior, em especial para Europa. Em 2008, os EUA Unidos apresentavam uma posição inversa, ou seja, devedor líquido global;
- Em relação ao sistema financeiro, na década de 1920 o sistema financeiro norte-americano não era regulado e contava com uma precária estrutura bancária e corporativa. A partir dos anos 1980 se iniciou uma política de desregulamentação do sistema financeiro norte-americano, culminando na “volta das finanças desreguladas”;

- Por fim, em ambos os períodos, o *boom* especulativo foi possibilitado por meio de mecanismos e instrumentos de especulação que surgiram a partir de inovações financeiras. Nesse particular, a alavancagem financeira verificada na origem de ambas as crises ocorreu com a elevada participação de empréstimos de fontes não bancárias: agentes não regulados e não autorizados ao socorro estatal. Em suma, nas origens das duas crises desenvolveram-se mecanismos e instrumentos de especulação em um ambiente desregulado.

### Variáveis macroeconômicas selecionadas

Dois pontos são marcantes quando se compara o impacto das duas crises no **mercado de ações**. O primeiro diz respeito à velocidade e intensidade com que ocorreram as quedas nos diferentes períodos. O outro está associado à duração dessas quedas. Conforme mostra o Gráfico 3, o choque nos mercados de ações nos primeiros meses da crise de 2008 foi bastante maior que o dos primeiros meses da crise de 1929.



Fonte: Elaboração dos autores a partir de Eichengreen e O'Rourke (2009) e de *World Federation of Exchange* (2010).

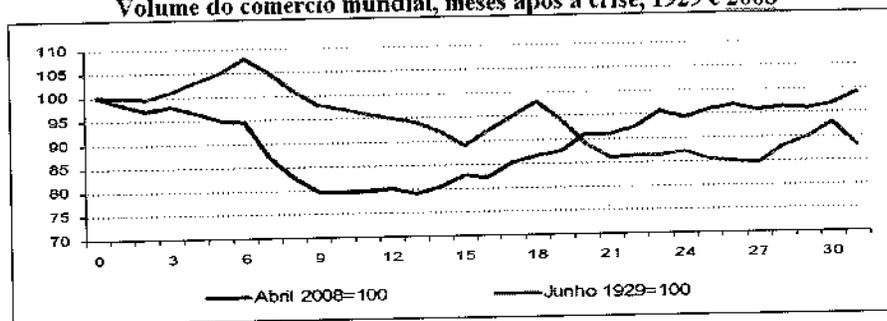
De acordo com o referido Gráfico, na crise de 2008 os mercados de ações desvalorizaram-se cerca de 50,0% em apenas um ano. Durante o mesmo período da crise de 1929 a queda não ultrapassou 20,0%. Outro aspecto que se destaca é o fato dos mercados de ações registrarem uma

tendência de forte recuperação a partir de março de 2009. No início de 2009, os mercados de ações, seguindo uma tendência inversa dos vários resultados negativos que marcaram os primeiros meses, principalmente do comércio mundial e da produção industrial, voltaram a apresentar um elevado otimismo. Em algumas bolsas de valores, a recuperação foi bastante forte<sup>27</sup>.

Tal situação contrasta fortemente com o período da Grande Depressão, no qual se verificou uma queda contínua que persistiu por aproximadamente três anos. Após uma relativa estabilidade no início dos anos 1930, o pessimismo no mercado de ações seguiu pelos três anos seguintes. Em junho de 1932 o valor das cotações representava menos de um terço do valor registrado em 1929.

Assim como no mercado de ações, o impacto inicial da crise de 2008 no **comércio mundial** foi mais forte do que o verificado em 1929. Conforme mostra o Gráfico 4, a retração do comércio mundial nos primeiros meses da crise de 2008 foi maior que nos primeiros meses da crise de 1929.

**GRÁFICO 4**  
Volume do comércio mundial, meses após a crise, 1929 e 2008



Fonte: Elaboração dos autores a partir de Eichengreen e O'Rourke (2009) e de *World Trade Monitor* (2010).

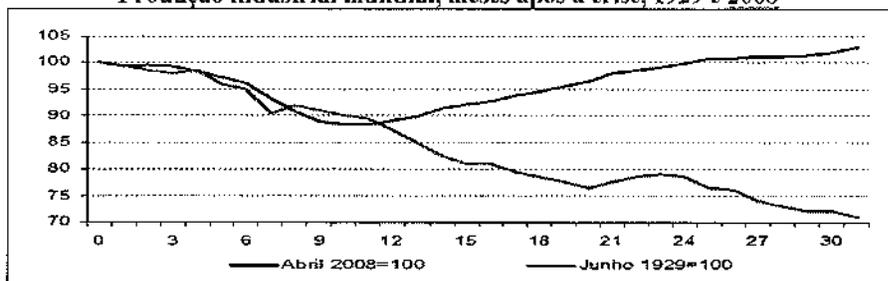
A contração do comércio mundial nos meses imediatamente após a crise de 2008 foi de aproximadamente 20,0%. Todas as regiões do mundo sofreram quedas em suas exportações em 2009: a queda do volume exportado pelos países do G-7 ultrapassou 19,0% e na área das economias em desenvolvimento a redução chegou a 7,8%. No que diz respeito ao valor do comércio mundial, de julho de 2008 a setembro de

2009, registrou-se uma contração de mais de 30,0%: a queda no valor exportado das economias em desenvolvimento chegou a 32,8% e nas economias avançadas a 28,1% (IMF, 2010).

Contudo, em 2009 o volume do comércio mundial apresentou uma tendência de estabilização, apresentando em seguida uma tendência de recuperação, o que contrasta com a contínua queda do comércio mundial a partir da crise de 1929. Na Grande Depressão o volume do comércio mundial retraiu-se cerca de 30,0% entre abril de 1929 e fevereiro de 1933. Considerando-se os efeitos do processo de deflação dos preços, essa queda foi ainda maior; por exemplo, o grupo dos países exportadores de produtos primários sofreu fortemente com a queda dos preços – na Argentina e no Brasil as exportações foram reduzidas em 60,0%, ao passo que no Chile a queda nas exportações chegou a 80,0% (TRIAN-TIS *apud* GAZIER, 2009, p.49).

Quando se compara o resultado inicial das duas crises sobre a **produção industrial**, o comportamento é bastante semelhante. Como mostra o Gráfico 5, o declínio na produção industrial nos primeiros meses da crise de 2008 foi tão grave quanto ao dos meses subsequentes à crise de 1929. Todavia, na metade do ano de 2009 a produção industrial começou a apresentar sinais de recuperação, descolando-se do *desempenho* observado durante o período da Grande Depressão.

GRÁFICO 5  
Produção industrial mundial, meses após a crise, 1929 e 2008



Fonte: Elaboração dos autores a partir de Eichengreen e O'Rourke (2009) e de CPB, *World Trade Monitor* (2011).

De acordo com o Gráfico acima, o volume da produção industrial mundial em 1930 era 10,0% menor que em 1929, sendo que em 1932 representava somente 70,0% do produzido em 1929. Nos EUA, por

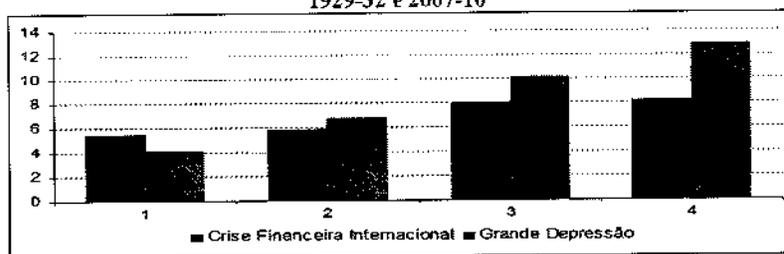
exemplo, a atividade industrial em 1932 foi quase a metade da registrada em 1929. Países como a Alemanha, Áustria e Itália, para citar alguns, também apresentaram expressivas quedas no período (GAZIER, 2009).

Em 2008, a produção industrial do G-7 caiu 2,4%, ao passo que na área do Euro essa redução foi de 1,7%. Nos EUA e no Canadá a redução da produção industrial nesse período foi de, respectivamente, 0,4% e 4,7%. No Brasil, no último trimestre de 2008, a redução da referida produção foi quase de 10,0%. Por sua vez, no início de 2009, houve uma redução expressiva da produção industrial, principalmente nos países desenvolvidos: nos EUA a queda foi de 5,2%, na zona do euro a redução foi de 8,7% e no G-7 a produção industrial caiu 9,8% (OECD, 2010).

Contudo, a partir do segundo trimestre de 2009, a produção industrial começou a apresentar indícios de recuperação, tal que, no terceiro trimestre de 2009 ela voltou a crescer de forma dinâmica. De fato, pode-se inferir que, na crise recente, a produção industrial foi “dinamizada” em certa medida pelos créditos decorrentes das políticas de resgate.

Outro contraste marcante entre as crises é o aumento das **taxas de desemprego**. Conforme mostra o Gráfico 6, embora as taxas de desemprego tenham crescido durante as duas crises, a elevação da taxa de desemprego na Grande Depressão foi bastante maior.

GRÁFICO 6  
Taxas de desemprego\* (em % da população ativa), anos após a crise,  
1929-32 e 2007-10



Fonte: Elaboração dos autores a partir de Maddison *apud* Gazier (2009) e de OECD (2010).  
Nota: (\*) Taxas referentes à média de EUA, Reino Unido, Alemanha, França, Itália, Austrália e Suécia, para 1929-32, e do G-7, para 2007-10.

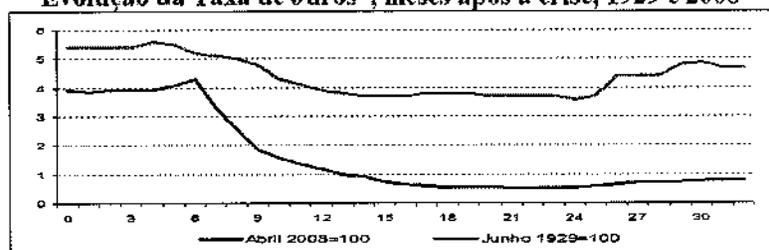
Como resultado da crise financeira internacional de 2008, em 2009 praticamente todas as economias registraram aumento em suas

taxas de desemprego. A taxa de desemprego nos EUA aumentou 5,0% entre 2007 e 2010. Na área do Euro a taxa de desemprego chegou a 10,0% em 2010. Segundo a Organização Internacional do Trabalho (2009), somente em 2009 foram reduzidos mais de dois milhões de postos de trabalho na América Latina.

Por sua vez, durante a Grande Depressão as taxas de desemprego se elevaram rapidamente, alcançando seu pico no ano de 1932. A taxa de desemprego (média entre EUA, Reino Unido, Alemanha, Itália, França, Suécia e Austrália) passou de menos de 5,0% em 1929 para 13,0% em 1932. Em outros países, apesar da elevação não ter sido tão expressiva, os números também foram elevados: na Austrália a taxa de desemprego passou de 8,0% em 1929 para 18,0% em 1932, na Alemanha de 6,0% para 17,0% e no Reino Unido de 7,0% para 15,0%.

A magnitude das **políticas fiscal e monetária** é sem dúvida um dos fatores de maior contraste entre as duas crises. Com a crise de 2008 os governos, em geral, não pouparam esforços em reduzir as taxas de juros e ampliar o déficit (ou diminuir o superávit) fiscal, tal como em 1929. Como se pode observar no Gráfico 7, em 2008 a redução das taxas de juros foi mais rápida que em 1929.

GRÁFICO 7  
Evolução da Taxa de Juros\*, meses após a crise, 1929 e 2008



Fonte: Elaboração dos autores a partir de Eichengreen e O'Rourke (2009) e de OECD (2010).

Nota: (\*) Média dos países do G-7 para 2008.

Como se pode observar no gráfico acima, enquanto a taxa de juros média do G-7 caiu de 4,0% ao ano para menos de 1,0% ao ano na crise de 2008, em 1929 a taxa média de juros passou de 5,5% para pouco menos de 4,0% ao ano. Ao longo do ano de 1929 a taxa média

de juros manteve-se acima de 5,0% ao ano, sendo que, durante todo o período da crise, ela nunca baixou de 3,0% ao ano.

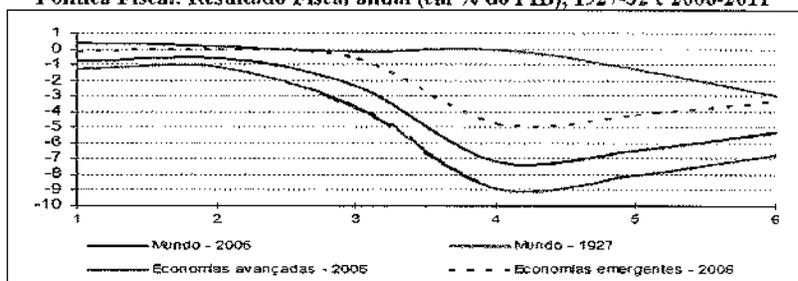
Na Grande Depressão, os bancos centrais se viram desencorajados a intervir em benefício do sistema bancário em virtude da prioridade do câmbio fixo do padrão câmbio-ouro. Assim, “[com] a credibilidade de seu compromisso para com a conversibilidade já em dúvida, os bancos centrais não tinham alternativa para tranquilizar os mercados, senão através da defesa da paridade ao ouro até o amargo fim. Assim a vigência do padrão câmbio-ouro impunha constrangimentos à intervenção em apoio ao sistema bancário” (EICHENGREEN, 2008, p.112). Ademais, o crescente temor pela estabilidade das moedas, diante da liquidação de divisas que reduziu o volume de reservas – as reservas dos 24 países mais importantes diminuíram cerca de US\$ 100,0 milhões ao longo de 1931 –, obrigou os bancos centrais a elevarem as taxas de redesconto como forma de assegurar um nível adequado de reservas e garantir a conversibilidade. O Banco da Inglaterra, por exemplo, aumentou a taxa de redesconto em um ponto percentual por duas vezes em julho de 1930.

Por sua vez, em 2008, muitos países reduziram suas taxas de juros. No Brasil, por exemplo, a taxa básica de juros (Selic) caiu de 13,75% ao ano no início de 2009 para 8,75% ao ano em dezembro de 2009. A taxa de juros de curto prazo nos EUA passou de 5,0% ao ano quarto trimestre de 2007 para 3,0% ao ano no primeiro trimestre de 2008. Em 2009 a taxa de juros diminuiu novamente, ficando abaixo de 1,0% ao ano durante todo ano. Na área do Euro a taxa de juros que se encontravam acima de 4,0% ao ano até o final de 2008, foi reduzida pelo Banco Central Europeu para 1,0% ao ano em 2009.

Diante da percepção generalizada de que a crise não tinha resultado somente em problemas de liquidez, mas também de solvência, em 2008 e 2009 a maioria dos governos adotou **políticas fiscais** contracíclicas, visando mitigar os efeitos da crise sobre o lado real da economia. Dessa forma, conforme demonstra o Gráfico 8, a diferença da evolução do resultado fiscal após as crises também foi bastante marcante.

GRÁFICO 8

Política Fiscal: Resultado Fiscal anual (em % do PIB), 1927-32 e 2006-2011\*



Fonte: Elaboração dos autores a partir de Eichengreen e O'Rourke (2009) e de IMF (2010b).

Nota: (\*) Os dados para 2011 são projeções do IMF.

Como se pode observar, o déficit fiscal mundial passou de menos de 1,0% do PIB em 2007 para 2,0% em 2008 e cerca de 7,0% do PIB em 2010, ao passo que o resultado fiscal mundial entre 1929 e 1931 manteve-se praticamente equilibrado.

Como se pode observar, o déficit fiscal mundial passou de menos de 1,0% do PIB em 2007 para 2,0% em 2008 e cerca de 7,0% do PIB em 2010, ao passo que o resultado fiscal mundial entre 1929 e 1931 manteve-se praticamente equilibrado.

Durante a crise de 1929, a atuação da política fiscal também se mostrou bastante limitada, pois, por um lado, houve restrições impostas pela própria lógica do padrão câmbio-ouro. As altas taxas de juros elevavam a dívida pública, o que, por sua vez, exacerbou a instabilidade dos fluxos de capitais, resultando, por conseguinte, em maiores pressões sobre as taxas de câmbio. Por outro lado, predominava a visão de que os governos deviam manter o orçamento equilibrado. Assim sendo, muitos governos, inclusive o dos EUA, viam o equilíbrio orçamentário como uma condição necessária para a estabilidade econômica (GALBRAITH, 1997).

Em 2009, a queda na demanda agregada e no emprego levou a adoção de pacotes fiscais: o volume de recursos utilizados em 2009 chegou a 3,7% do PIB nos países desenvolvidos; na China, por exemplo, o socorro fiscal atingiu o montante de 13,0% do PIB. O déficit fiscal dos EUA aumentou de 3,0% do PIB em 2007 para 6,0% em 2008 e para cerca de 13,0% em 2010.

## Conclusão

Tendo como base as análises estatístico-descritivas de variáveis macroeconômicas selecionadas e algumas características dos ambientes macroeconômicos e institucionais dos anos 1920 e 1930 e das décadas de 1990 e 2000, elaborou-se uma análise comparativa da Grande Depressão e da recente crise financeira internacional, visando mostrar suas semelhanças e diferenças. Nesse sentido, algumas considerações merecem reflexões.

Inicialmente, a despeito de cada crise financeira internacional possuir algumas especificidades, mostrou-se que suas origens e repercussões estão associadas à própria lógica de funcionamento dos mercados financeiros em uma economia monetária de produção. Ademais, através do exame das origens específicas da Grande Depressão e da crise financeira internacional percebeu-se que ambas foram deflagradas com a reversão de um *boom* especulativo, acarretando em um *processo de deflação dos ativos e de mudança das expectativas dos agentes* nos mercados financeiros. Tal situação aprofundou a *instabilidade dos fluxos de capital internacional*, resultando em pressões sobre as taxas de câmbio e sobre os balanços de pagamentos, principalmente naqueles países que se encontravam mais vulneráveis externamente, os que se tornou problemático na *ausência de um prestador de última instância em nível mundial*.

Segundo, a despeito de se ter deixado de lado as características do “ciclo” econômico em cada período específico das referidas crises, o que se pretendeu comparar foram os desdobramentos de ambas as crises, bem como as políticas econômicas adotadas em suas fases iniciais.

Nesse sentido, há algumas semelhanças e diferenças. Em termos de semelhanças, duas chamam a atenção: o aspecto mais evidente é que as duas crises têm como país de origem os EUA; e ambas as crises foram fenômenos realmente globais – isto é, em 2008-9 os impactos da crise foram tão expressivos, ou maiores, quanto os da Grande Depressão.

Quanto aos aspectos que as diferenciam, o mais importante é que as crises têm profundidade e duração distintas, quando se analisam as variáveis macroeconômicas selecionadas. Assim sendo, percebe-se que: (i) as perdas nos mercados de ações e a contratação do comércio

mundial foram significativamente maiores na crise de 2007-8; (ii) a queda inicial da produção industrial na recente crise foi tão grande quanto na Grande Depressão. Todavia, a capacidade de recuperação registrada ao final de 2009 contrasta fortemente com a persistente deterioração da produção industrial durante a Grande Depressão; e (iii) ao longo do período da Grande Depressão as taxas de desemprego aumentaram expressivamente, como resultado da queda contínua do nível de atividade econômica, ao passo que na crise de 2007-8 as taxas de desemprego se elevaram de maneira menos dramática.

No que diz respeito às diferenças em relação à queda da produção industrial e à taxa de desemprego, pelo menos dois fatores podem ser explicativos: por um lado, a queda da produção industrial e a taxa de desemprego na crise financeira internacional não foram maiores do que na Grande Depressão pelo fato de que, contrariamente ao período da Grande Depressão em que as políticas fiscal e monetária não foram operacionalizadas de maneira a mitigar a crise, as políticas de *bailout* (resgates de natureza fiscal e monetária) adotadas pelos diferentes países foram eficientes; por outro lado, as economias capitalistas contemporâneas têm uma extensa rede de amparo social constituída a partir do período imediatamente após a Segunda Guerra Mundial.

Para finalizar, não é demais ressaltar que, no que diz respeito à adoção (ou não) de políticas econômicas contracíclicas, no período da Grande Depressão o “argumento” keynesiano de incentivos à demanda efetiva era desconhecido, ao passo que no contexto da recente crise financeira internacional a percepção da eficiência de políticas de cunho keynesiano é bastante consolidada.

## **Abstract**

The article aims at comparing the 2007-8 international financial crises that was originated in the United States, and the Great Depression. Each international financial crisis has some specific features, but it shows that the origins and consequences of both crises are associated with the very logic of functioning of financial markets in a monetary economy of production.

**Key words:** Great Depression; subprime crisis; international financial crises; capitalism.

## Referências

- BERNANKE, B.; JAMES, H. The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison. In: *Financial Markets e Financial Crisis*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, p.33-68,1991.
- BRESSER-PEREIRA, L.C.; NAKANO, Y. Crescimento Econômico com Poupança Externa? *Revista de Economia Política*, v. 23, nº2 (90), p.163-184, abril-junho, 2003.
- CARVALHO, F. C. The Changing Role and Strategies of the IMF and the Perspectives for the Emerging Countries. *Revista de Economia Política*, v.20, nº1 (77), p.3-17, janeiro-março, 2000.
- \_\_\_\_\_. Entendendo a recente crise financeira mundial. In: *Dossiê da Crise*. ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 2008. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>, acessado em dezembro de 2010.
- CPB (NETHERLANDS BUREAU FOR ECONOMIC POLICY ANALYSIS). *World Trade Monitor*. Disponível em <http://www.cpb.nl/en/dataoverview/worldtrademonitor>, acessado em janeiro de 2011.
- CUNHA, A.M. A Crise Financeira Global: em busca de um novo Bretton Woods. In: *Anais do II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*. Porto Alegre: AKB, setembro de 2009.
- DAVIDSON, P. *Financial Markets, Money and the Real World*. Northampton: Edward Elgar, 2002.
- DYMSKI, G.A. *Is Financial Governance Feasible in the Neoliberal Era? Reflections on the Post-War Evolution of Financial Risk*. Mimeografado, 2008.
- DSHORT. *Financial Lifecycle Planning*. Disponível em: <http://www.dshort.com/docs/data-sources.html>, acessado em dezembro de 2010.
- EICHENGREEN, B. *A Globalização do Capital: uma historia do sistema monetário internacional*. São Paulo: 34, 2000.
- EICHENGREEN, B.; O'ROURKE, K. H. *A tale of two Depressions: what do the new data tell us?* 2009. Disponível em <http://www.voxeu.org>, acessado em dezembro de 2010.
- FERRARI-FILHO, F.; PAULA, L. F. The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy. *Investigación Económica*, LXII (244), p.57-92, abril-junio, 2003.

- FIORI, J.L.; TAVARES, M.C. (Orgs.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1998.
- GALBRAITH, J.K. *The Great Crash of 1929*. Boston: Houghton Mifflin, 1997.
- GAZIER, B. *A Crise de 1929*. Porto Alegre: L&PM, 2009.
- HOBSBAWM, E. *A Era dos Extremos: o breve século XX (1914-1991)*. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. *World Economic Outlook*. Washington, D.C: International Monetary Fund, April 2010(a). Disponível em <http://www.imf.org>, acessado em dezembro de 2010.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Fiscal Monitor. Fiscal Exit: From Strategy to implementation*. Washington, D.C: International Monetary Fund, November 2010(b). Disponível em <http://www.imf.org>, acessado em janeiro de 2011.
- KINDLEBERGER, C. P. *Manias, Pânico e Crashes*. New York: Basic Books, 1978.
- \_\_\_\_\_. *The World in Depression, 1919 – 1939*. Berkeley: University of California Press, 1986.
- KREGEL, J.A. Riscos e implicações da globalização financeira para autonomia de políticas nacionais. In: Ferrari Filho, F.; Paula, L.F. (Orgs.). *Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes, p.31-58, 2004.
- \_\_\_\_\_. Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis. *Working Paper n° 530*. New York: Levy Economics Institute of Bard College, 2008.
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *OCDE.StatExtracts (Main Economic Indicators)*. Disponível em: <http://stats.oecd.org>, acessado em janeiro de 2011.
- ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DO TRABALHO. *Panorama Laboral 2009: América Latina y el Caribe*. 2009. Disponível em <http://www.oit.org.br>, acessado em dezembro de 2010.
- POLANYI, K. *A Grande Transformação, 1944*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.
- PRATES, D.M.; FARHI, M.; FREITAS, M.C.P.; CINTRA, M.A.M. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. In: *Dossiê da Crise*. Associação Keynesiana Brasileira, 2008. Disponível em

<http://www.ppge.ufrgs.br/akb>, acessado em dezembro de 2010.

PRATES, D.M.; CINTRA, M.A.M. *Os países emergentes diante da crise financeira global*. In: *Anais do II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*. Porto Alegre: AKB, setembro de 2009.

STANDARD & POOR'S. Índice Nacional Case-Schiller. Disponível em <http://www.standardandpoors.com>, acessado em dezembro de 2010.

---

## Notas

<sup>1</sup> É importante ressaltar que análises comparativas entre as referidas crises financeiras devem levar em consideração pelo menos dois aspectos fundamentais: por um lado, podem ocorrer possíveis equívocos de interpretação, principalmente porque os contextos históricos da Grande Depressão e da crise financeira internacional são bastante distintos; por outro lado, as referidas crises apresentam especificidades próprias, pois, conforme argumenta Kindleberger (1992), nenhuma crise financeira é igual à outra.

<sup>2</sup> De maneira geral, considera-se que o funcionamento do sistema padrão-ouro tradicional foi viável devido ao fato do (i) sistema basear-se na prioridade dos governos na manutenção da conversibilidade de suas moedas em ouro e (ii) comprometimento das autoridades monetárias com a manutenção da conversibilidade constituir-se em “um circuito de realimentação positiva no interior do sistema: a confiança do mercado no compromisso das autoridades fazia com que os *traders* adquirissem uma moeda quando sua taxa de câmbio caía, reduzindo a necessidade de uma intervenção e a inquietação resultante de medidas tomadas para estabilizar o câmbio” (EICHENGREEN, 2000, p.72). Ademais, as condições eram favoráveis a adoção de políticas econômicas restritivas, o que garantia a credibilidade dos governos e contava com a solidariedade e cooperação entre os países que compunham o sistema.

<sup>3</sup> De acordo com Polanyi (2000), a “*haute finance*”, instituição peculiar ao último terço do século XIX e ao primeiro terço do século XX, foi um elo fundamental entre a organização política e econômica no mundo, fornecendo os instrumentos para um sistema de paz internacional. Nas palavras de Polanyi (2000, p.25), “havia um contato íntimo entre as finanças e a diplomacia (...) [e] o segredo do sucesso na manutenção de uma paz geral repousava (...) na organização e técnicas de finanças internacionais”.

<sup>4</sup> Dois exemplos marcantes foram o caso do franco francês e o da libra esterlina.

<sup>5</sup> De acordo com Eichengreen (2000, p. 104), o número de norte-americanos que investiam em bônus quintuplicou entre 1914 e 1929, registrando um pico entre 1927-1928.

<sup>6</sup> Segundo Hobsbawm (1995), somente a Alemanha recebeu cerca de metade das exportações de capital mundial em 1928.

<sup>7</sup> Para Galbraith (1997), cinco características diferenciam o ambiente da crise financeira de 1929: (i) concentração de renda; (ii) estrutura corporativa precária; (iii) péssima estrutura

bancária e inerentemente debilitada, com unidades independentes e práticas duvidosas; (iv) desequilíbrios no balanço de pagamentos, entre credores e devedores do após a Guerra; e (v) falta de “inteligência” econômica do Estado.

<sup>8</sup> Esses empréstimos passaram de pouco menos de US\$ 2,0 bilhões, no final de 1926, para US\$ 3,8 bilhões em dezembro de 1928, e para US\$ 6,4 bilhões no início de outubro de 1929. Ademais, os empréstimos para corretores efetuados por bancos de Nova Iorque caíram de um valor máximo de US\$ 1,6 bilhão no final de 1928 para US\$ 1,0 bilhão em outubro de 1929 (Kindleberger, 1978).

<sup>9</sup> Em 1931, houve um forte pânico bancário nos EUA, especialmente, no mês de outubro. Somente entre agosto de 1931 e janeiro de 1932 mais de 1800 bancos quebraram. Em março de 1933, o Presidente Roosevelt decretou feriado bancário.

<sup>10</sup> O valor da saída de capital privado líquido dos EUA, que havia aumentado de pouco menos de US\$ 200,0 milhões em 1919 para mais de US\$ 1,5 bilhão em 1928, caiu pela metade em 1929 (EICHENGREEN, 2000, p.104).

<sup>11</sup> Para uma análise cronológica das crises bancárias do período, ver, por exemplo, Bernanke e James (1991).

<sup>12</sup> Alguns exemplos se tornaram emblemáticos, como o caso da queima dos estoques de café no Brasil.

<sup>13</sup> Três aspectos fundamentais diferenciaram o acordo de Bretton Woods (1944 -1971) do antigo padrão câmbio-ouro: (i) regimes de câmbio ajustável foram usados como instrumentos para manutenção do equilíbrio dos balanços de pagamentos; (ii) adotaram-se controles de capitais com o objetivo de evitar as ameaças da volatilidade dos fluxos desestabilizadores no entre as guerras; e (iii) instituiu-se o Fundo Monetário Internacional (FMI), com a função de monitorar e penalizar os países desestabilizadores do sistema e oferecer financiamentos para economias com dificuldades nos balanços de pagamentos (EICHENGREEN, 2000).

<sup>14</sup> Segundo Bresser e Nakano (2003), além desta percepção “ignorar” o problema de um aumento do déficit em conta corrente associado à entrada de capital estrangeiro, a “poupança externa” não aumenta necessariamente a taxa de investimento, entre outros fatores, pelo limite do endividamento externo.

<sup>15</sup> De acordo com Carvalho (2004, p.188), nesse contexto o Fundo Monetário Internacional (FMI) passa a sugerir não só as conhecidas políticas de ajustes – políticas econômicas restritivas –, mas também uma série de reformas estruturais pontuais aos países com dificuldades financeiras. Muitas dessas, por sua vez, encontraram-se ancoradas na defesa da causa da liberalização financeira, estimulando a livre circulação internacional de capitais de qualquer natureza e pressionando para desmontar controles e restrições sobre operações cambiais e financeiras, uma vez que, “a ideologia encontrava-se muito mais próxima das posturas defendidas pelo tesouro dos EUA, rompendo com sua visão inicial”.

<sup>16</sup> Uma análise sobre as crises monetário-cambiais ao longo da segunda metade dos anos 1990 pode ser encontrada em Ferrari-Filho e Paula (2003).

<sup>17</sup> Nunca é demais lembrar que, na maior parte dos países que sofreram crises financeiras, os impactos foram aprofundados pela adoção de políticas macroeconômicas restritivas, tais como o aumento da taxa de juros, o corte de gastos públicos e o aumento de impostos, consideradas como uma pré-condição para o retorno dos fluxos de capitais externos.

<sup>18</sup> Médias calculadas pelos autores tendo como base as informações estatísticas do FMI, *World Economic Outlook* (IMF, 2010a).

<sup>19</sup> Antes da desregulamentação, o mercado contava com o apoio de instituições governamentais no mercado secundário de hipotecas, conhecidas como *Government-Sponsored Enterprises*

(GSEs). A *Federal National Mortgage Association* (Freddie Mae), criada em 1938 pela administração do Presidente Roosevelt, comprava hipotecas dos bancos escrituradas por eles mesmos; a *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae), criada em 1968 com a reestruturação do suporte governamental no mercado habitacional, garantia o pagamento das hipotecas originais a partir de programas especiais de suporte de hipotecas, como, por exemplo, empréstimos para militares veteranos; e a *Federal National Mortgage Corporation* (Freddie Mae), que em 1970 se uniu à *Freddie Mae*, prestava serviços similares.

<sup>20</sup> Este termo diz respeito ao código 3-6-3 (The Thrifts), como uma representação da rotina dos banqueiros que dominaram o mercado habitacional naquele período. Conforme Kregel (2008, p.4): "It signified issue savings deposits at three percent, lend them out on thirty-year house mortgages at six percent, and be on the golf course by three o'clock".

<sup>21</sup> Essas novas instituições estariam associadas aos fundos privados, conhecidos como investidores institucionais (Fundos *hedge* e Fundos Mútuos), relacionados aos mercados maior de liquidez.

<sup>22</sup> O *Shadow Banking System* (sistema "sombra") é composto basicamente pelos grandes bancos de investimentos independentes, os fundos *Hedge*, os fundos de pensão e as seguradoras. Um fator importante é que tais instituições não estão sujeitas às normas dos acordos de Basileia e nem possuem acesso aos seguros de depósitos e outras operações de redesconto dos bancos centrais.

<sup>23</sup> De acordo com Kregel (2008, p.15), a participação de empréstimos subprime com a utilização do instrumento de ARM cresceu expressivamente entre 2001 e 2006. Em 2005 quase todos empréstimos subprime contavam com esse instrumento (93,3%).

<sup>24</sup> Os bancos de investimentos foram os mais afetados, face sua maior exposição àquelas classes de ativos.

<sup>25</sup> Essas operações estavam vinculadas a operações de arbitragem conhecidas como *carry trade* que se baseavam na captação de recursos em moedas com baixas taxas de juros, bem como no endividamento imobiliário nessas moedas (PRATES; CINTRA, 2009).

<sup>26</sup> O G-20 é o grupo formado por representantes das 19 maiores economias do mundo (África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, EUA, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia e Turquia) e da União Européia.

<sup>27</sup> ABOVESPA, por exemplo, valorizou-se mais de 125,0% entre dezembro de 2008 e dezembro de 2009 (*World Federation of Exchange*, 2010).