



BOLETIM GEEP

v. 4, n. 2, Maio-Ago, 2023

ISSN: 2764-0418

Crises Econômicas e Inovações Tecnológicas: Avaliação e Perspectivas





BOLETIM GEEP : v.4 n.2 2023

Crises Econômicas e Inovações Tecnológicas: Avaliação e Perspectivas

Autores da Edição

Luiz Fernando de Paula – Yago Paiva – Rafael Moura

www.geep.iesp.uerj.br



O Grupo de Estudos de Economia e Política (GEEP) do IESP/UERJ objetiva estimular o diálogo e interação entre Economia e Política, tanto na formulação teórica quanto na análise da realidade do Brasil e de outros países. Do ponto de vista teórico, o GEEP tem suas raízes fundadas a partir de três tradições relacionadas: socialdemocracia, keynesianismo e o estruturalismo latino-americano. Essas perspectivas compartilham entre si uma preocupação normativa de fundo com a igualdade socioeconômica, sendo, por isso, como alvos precípuos de análise, tanto políticas públicas e reformas redistributivas, quanto o tema da compatibilidade entre crescimento econômico e promoção da equidade social nos marcos de um sistema capitalista conjugado à democracia representativa. Já especificamente o aspecto estruturalista está relacionado a necessidade de se articular um projeto nacional e industrialista de desenvolvimento que articule mudança estrutural e transformação social.

Corpo Editorial:

Fabiano Santos

Editor e Coordenador do GEEP

Camila Vaz

Editora Associada

Frederico Auad

Editor Associado

Luiz Fernando de Paula

Editor e Coordenador do GEEP

Fernanda Feil

Editora Associada

Rafael Moura

Editor Associado

ISSN: 2764-0418

Twitter: @Geep_iesp

E-mail: geep@iesp.uerj.br

Site: www.geep.iesp.uerj.br

*Instituto de Estudos
Sociais e Políticos
R. da Matriz 82, Rio de Janeiro*



Sumário

Apresentação	1
Inovações financeiras recentes e seus efeitos sobre o setor bancário brasileiro	3
Luiz Fernando de Paula	
Inovação tecnológica: o papel do Estado na invenção e no impulso inicial às tecnologias digitais	16
Yago Paiva	
A Crise de 1929, a Grande Depressão, e os seus impactos no pensamento econômico: recapitulando a influência do episódio sobre o Keynesianismo e o Monetarismo	22
Rafael Moura	



Apresentação

O Grupo de Estudos de Economia e Política (GEEP) do Instituto de Estudos Sociais e Políticos da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (IESP/UERJ) tem a satisfação de apresentar seu décimo primeiro boletim intitulado "Crises Econômicas e Inovações Tecnológicas: Avaliação e Perspectivas".

Este Boletim trata de crises econômicas, em particular da crise de 1929 e da Grande Depressão que a seguiu, contrapondo a visão keynesiana e monetarista, e analisa a gênese e implicações das inovações tecnológicas recentes, em particular as tecnologias digitais e as fintechs. Cada artigo busca analisar e aprofundar o entendimento dessas temáticas. Ele conta com a contribuição de três artigos de pesquisadores associados ao GEEP, Luiz Fernando de Paula, Yago Paiva e Rafael Moura.

Luiz Fernando de Paula, no artigo *"Inovações financeiras recentes e seus efeitos sobre o setor bancário brasileiro"*, analisa os efeitos das inovações recentes – fintechs e bancos digitais, e Open Banking -, sobre o setor bancário brasileiro, com foco em particular nos possíveis efeitos sobre competição e estabilidade financeira. O autor mostra que os grandes bancos, mais uma vez, estão se adaptando a este novo contexto de inovações, de modo a manter sua primazia no setor bancário brasileiro. Em particular, evidencia-se uma enorme capacidade de reação dos grandes bancos brasileiros que no caso das fintechs e dos bancos digitais, passam a comprar ou criar suas próprias fintechs e ainda dando início a um intenso processo de digitalização dos serviços bancários, tornando-os mais próximos aos bancos digitais. No caso do *Open Banking* o potencial de estimular a competição e a inovação por parte das instituições financeiras é grande, ao permitir que instituições insurgentes ampliem seu portfólio de atuação e ofereçam um conjunto mais amplo de serviços financeiros, mas seus impactos não podem ser exagerados – conclui o autor.

No artigo seguinte, *"Inovação tecnológica: o papel do Estado na invenção e no impulso inicial às tecnologias digitais"*, Yago Paiva analisa o papel do Estado na



inovação tecnológica. O autor tem como objeto a invenção e o desenvolvimento inicial das tecnologias digitais. A partir desse tema, destaca dois aspectos menos enfatizados sobre o papel do Estado na inovação: a importância de manter espaços para pesquisas científicas sem utilidades práticas imediatas e a criação e a manutenção de investimentos em tecnologias que não tem, a princípio, valor comercial. Nesse sentido, Yago aponta como pesquisas em matemática pura, elaboradas em universidade pública, foram essenciais para as tecnologias digitais, apesar de não terem aplicações práticas imediatas. Além disso, analisa a relevância do financiamento estatal para a invenção dos primeiros computadores digitais e salienta a complexidade da relação entre Estado e mercado para o impulsionamento das tecnologias digitais nos anos imediatamente posteriores à Segunda Guerra Mundial.

Por fim, no artigo, *“A Crise de 1929, a Grande Depressão, e os seus Impactos no Pensamento Econômico: Recapitulando a influência do episódio sobre o Keynesianismo e o Monetarismo”*, Rafael Moura tece uma reconstituição histórica sintética do episódio, delineando duas grandes doutrinas macroeconômicas germinadas a partir de discrepantes interpretações do mesmo: o Keynesianismo, hegemônico pelas décadas iniciais no pós-Guerra até o início dos anos 1970, e o Monetarismo, hegemônico a partir daquela década em diante. A primeira é assentada na narrativa proposta por Keynes para a crise, também rotulada de *hipótese de gastos*; enquanto a segunda é alcunhada de *hipótese monetária*. Após recapitular os fatores e ingredientes mais decisivos e marcantes de tal complexo evento da economia estadunidense, são colocadas em escrutínio as premissas dessas teorias que intensificariam o debate intelectual e a própria governança em distintas quadras do restante do Século XX.

Boa leitura a todos e todas!

Luiz Fernando de Paula, Fabiano Santos, Rafael Moura e Fernanda Feil



Inovações financeiras recentes e seus efeitos sobre o setor bancário brasileiro¹

Luiz Fernando de Paula

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), Pesquisador do CNPq e da FAPERJ. Coordenador do Grupo de Estudos de Economia e Política (GEEP/IESP-UERJ). Membro do Observatório do Sistema Financeiro (OSF)

Este artigo objetiva analisar os efeitos das inovações recentes – fintechs e bancos digitais, e *Open Banking* -, sobre o setor bancário brasileiro, com foco em particular nos possíveis efeitos sobre competição e estabilidade financeira. Procuraremos mostrar que os grandes bancos, mais uma vez, estão se adaptando a este novo contexto de inovações, de modo a manter sua primazia no setor bancário brasileiro.

O artigo está dividido em três seções, além desta introdução. Na seção 2 a realizamos um breve panorama das transformações no setor bancário a nível mundial e no Brasil. Já na seção 3 focamos nos possíveis impactos das inovações recentes: fintechs e bancos digitais, por um lado; e *Open Banking*, de outro. Por fim a seção 4 conclui o artigo.

Panorama do setor bancário brasileiro

O setor bancário desde os anos 1980 vem passando por intensas mudanças a nível mundial ocasionando grandes transformações no setor, que resultam, entre outros fatores, da desregulamentação financeira e dos avanços tecnológicos nas telecomunicações e informática e, mais recentemente, do sistema tecnológico digital. Tradicionalmente a atividade financeira tendia a ser desempenhada de forma conservadora, com instituições financeiras preferindo

¹ Uma versão deste artigo foi preparada originalmente para Fundação Astrojildo Pereira.

ênfatisar sua solidez mais do que a disposição a correr riscos para buscar maiores retornos. A partir da década de 70 iniciou-se um período de volatilidade dos mercados financeiros (inflação elevada, taxas de câmbio flutuantes, livre movimentação de capitais, taxas de juros voláteis, etc.). Instituições mais bem sucedidas passaram a ser aquelas capazes de se diferenciar com a evolução dos mercados financeiros, em antecipação às mudanças destes últimos. Neste contexto, inovar se tornou a forma mais eficaz de competir e crescer em um mercado cada vez mais competitivo (para um aprofundamento, ver Carvalho et al, (2015, cap.19).

Várias inovações colocaram em risco o negócio tradicional de intermediação financeira dos bancos, ao qual estes tinham o monopólio na emissão de depósitos bancários. Entre outros fatores observou-se a criação de novas formas de depósitos, com características semelhantes às de depósitos à vista, mas muitas vezes provendo alguma rentabilidade, apreciada em momentos de inflação alta, como observou-se nos EUA nos anos 1970 e no Brasil nos anos 1980. A maior competição entre instituições financeiras em diferentes mercados diminuiu vantagem de custo dos bancos como emissores de depósitos a vista, assim como sua posição no mercado de empréstimos. Por outro lado, a forte expansão do mercado de títulos permitiu formas de financiamento direto no mercado de capitais, avançando inclusive em áreas tradicionalmente atendidas pelos bancos, como financiamento de capital de giro.

Interessantemente os bancos reagiram ativamente ao novo contexto, buscando, por um lado, diversificar suas atividades para além da intermediação financeira, atuando como corretores de títulos corporativos, gestão de riqueza, administração de fundos de investimento, de fundos de previdência, seguros, etc., e, por outro lado, realizando fusões e aquisições (F&As), de modo a obter economias de escala e de escopo e poder de monopólio no mercado bancário. De fato, o mundo assistiu nos anos 1980 e 1990 um frenético movimento de F&As intra-bancos e entre bancos e instituições não-bancárias; consequentemente, não só os conglomerados bancários aumentaram sua escala de negócios, com impacto sobre suas receitas totais, como as receitas não



ligadas a intermediação financeira (receitas de serviços) passaram a ter um peso crescente nas suas receitas.

O Brasil não foi diferente do resto do mundo, e passou por um processo intenso de consolidação bancária a partir da implementação do Plano Real em 1994, quando o setor bancário perdeu os ganhos inflacionários decorrentes do floating bancário, em função do fim da alta inflação. Até então as inovações financeiras dos bancos estavam ligadas a adaptação ao contexto de alta inflação, como no caso no desenvolvimento do que ficou conhecido como “moeda indexada”. Já em 1988 foi autorizado no Brasil a criação de bancos múltiplos, consolidando algo que já existia de fato no país, que eram os conglomerados financeiros, ou seja, bancos comerciais, bancos de investimento, instituições de poupança, corretoras, etc., sob um mesmo guarda-chuva corporativo. Mas seria apenas a partir de 1995/96 que deu-se início um processo de F&As, resultado da estabilidade de preços, da privatização de bancos estaduais e da entrada de bancos estrangeiros a partir de 1997, quando o HSBC comprou o Banco Bamerindus e em 1998 o ABN-Amro adquiriu o Banco Real.

Diferentemente de outras experiências em economias emergentes, a entrada de bancos estrangeiros no Brasil não resultou na internacionalização do setor bancário, em função da forte reação dos bancos domésticos, que participaram ativamente dos F&As, inclusive nas aquisições de bancos estaduais nos anos 1990 e 2000, e nas décadas de 2000 e 2010 adquirindo bancos estrangeiros, como o compra da filial do BBVA e do HSBC pelo Bradesco, e do Bank Boston e Citibank pelo Itaú. Mais tardiamente, na década de 2000 o Banco do Brasil viria a participar das F&As bancárias, adquirindo, entre outros, o banco estadual Nossa Caixa. De fato, alguns fatores contribuíram para que os bancos nacionais não fossem engolidos pelos bancos estrangeiros, como ocorrido no México, entre os quais a eficácia do governo em evitar uma crise bancária em 1996 com o PROER, o retorno da indexação financeira a partir de 1997 (com títulos públicos indexados a Selic e a taxa de câmbio), e a entrada controlada dos bancos estrangeiros, dependia da autorização governamental.

Como resultado desta onda de F&As e do próprio crescimento dos bancos públicos federais, em particular o Banco do Brasil e CEF, a partir de crise

financeira de 2008, o setor bancário varejista brasileiro ficou fortemente concentrado – ao final de 2020 os cinco maiores bancos – Banco do Brasil, Caixa, Itaú, Santander e Bradesco – concentravam 81,8% do total do crédito bancário do país, conforme dados do Relatório de Estabilidade Financeira. Esta alta concentração do setor bancário brasileiro abriu a discussão sobre o poder de mercado desses bancos serem capazes de estabelecer taxas de empréstimos, tarifas bancárias e de prestação de serviços em patamares elevados. A literatura empírica não é conclusiva a este respeito, uma vez que alta concentração bancária permite duas hipóteses comportamentais: por um lado, a chamada hipótese do “*quiet life*”, segundo o qual os grandes bancos podem se aproveitar de seu poder de mercado para impor altos preços nos seus produtos e serviços financeiros; por outro lado, a hipótese de eficiência, segundo o qual a elevada concentração permite os bancos obterem ganhos de escala que transladam numa oferta maior de serviços financeiros com preços menores.

Uma característica do setor bancário brasileiro é que “faça chuva, faça sol” - ou seja, no crescimento e na desaceleração econômica - os grandes bancos obtêm uma lucratividade elevada, com um retorno médio sobre patrimônio líquido acima de 15%. De fato, no ciclo expansivo do crédito em 2003-2014, quando a oferta de crédito cresceu de 23% do PIB para cerca de 58% do PIB, os bancos lucraram com o aumento na concessão de crédito para pessoas físicas e jurídicas, em um contexto de spreads ainda bastante elevados e uma economia em crescimento. Já na aguda recessão de 2015/16, que veio acompanhada de forte contração da oferta crédito tanto dos bancos públicos quanto dos privados, a lucratividade média surpreendentemente se elevou (cerca de 17%), favorecido pela elevação dos spreads bancários em particular nas operações de crédito para pessoas físicas e pelas aplicações em operações financeiras denominadas na taxa Selic (compromissadas e LFTs) numa conjuntura de juros extremamente elevados (Paula e Alves Jr, 2020). Já no período 2017/2021, caracterizado por uma economia semiestagnada (taxa de crescimento média do PIB real de 2,1% em 2017/2021, excluído 2020,), os bancos mantiveram mais uma vez, com exceção do ano pandêmico de 2020, uma alta rentabilidade (média de 16,8% em 2017/19) mesmo em um contexto de forte queda na taxa Selic e de baixo crescimento,

explorando a realocação da carteira de crédito destinadas a pessoas físicas vis-à-vis pessoas jurídicas que tem maiores taxas e lucrando com o aumento na margem bruta do crédito proporcionada pela queda maior na taxa de captação em relação a taxa de aplicação (Martins et al, 2021). Portanto, a taxa de lucro mostra-se bastante resiliente a crises, com os bancos mostrando grande capacidade de se adaptar e tirar proveito das oscilações macroeconômicas do país.

Inovações institucionais e regulatórias recentes

Neste contexto geral de grande concentração bancária no Brasil e de elevada lucratividade dos grandes bancos, como visto na seção anterior, duas grandes inovações institucionais e regulatórias recentes têm potencial de ter um forte impacto no provimento (e preços) dos serviços bancários e nas taxas e tarifas de prestação de seus serviços: a proliferação de fintechs e bancos digitais, por um lado; e a implementação do *Open Banking*, uma iniciativa do Banco Central do Brasil, que começou a ser implementada em 2021. Trata-se de processos recentes, com provável efeito sobre as condições de competição do setor bancário, sendo, contudo, ainda cedo avaliar os seus impactos mais duradouros. Na sequência analisamos essas duas inovações.

7

Fintechs e bancos digitais

As fintechs são empresas que redesenham a área de serviços financeiros com processos inteiramente baseados em novas tecnologias. A própria palavra fintech (do inglês: *financial technology*) surgiu da junção das palavras *financial* (financeiro) e *technology* (tecnologia), se tratando da tecnologia e inovação aplicadas na solução de serviços financeiros e que competem diretamente com o modelo tradicional prevaente no setor. Deste modo, empresas startups que buscam operar serviços financeiros através de novas soluções tecnológicas podem ser consideradas empresas fintech. De forma geral, as fintechs fazem uso de tecnologias como Inteligência Artificial, Computação em Nuvem e Big Data para criar um ambiente totalmente digital e automatizado, distribuído para seus clientes nos diversos canais digitais existentes, sobretudo smartphones. Isto



permite que tais empresas funcionem de maneira remota, sem a necessidade de agências físicas ou mesmo de operadores humanos.

O espectro de negócios financeiros inclui meios de pagamento, empréstimos, gestão financeira empresarial, gestão de investimentos, remessas, renegociação de dívidas, *crowdfunding*, administração de criptomoedas, seguros, além de bancos totalmente digitais (Boechat et al, 2022).

Uma das principais vantagens apontadas para esta iniciativa é a maior acessibilidade e praticidade por parte dos clientes, promovidas pela difusão dos serviços financeiros através de smartphones, permitindo em tese um menor processo burocrático, maior agilidade, menores condições e taxas vinculadas ao serviço, bem como menores taxas de juros. A razão para isso seria que essas empresas possuem um custo operacional consideravelmente menor em relação às instituições tradicionais, o que permite a elas cobrarem um valor inferior aos seus clientes pelo serviço.

No Brasil há uma notável expansão de fintechs, sendo que o país contava em agosto de 2020, de acordo com o Radar do FintechLab, com 689 empresas (contra 604 em junho de 2019), se constituindo no principal mercado latino-americano. Apesar da grande variedade de fintechs criadas no mercado, pode-se grosso modo dividi-las em três modalidades: (i) as *Instituições de Pagamento* (IP), que viabilizam serviços de compra e venda e de movimentação de recursos (cartões pré-pagos, cartão de crédito, fornecimento de maquininhas para recebimento de cartões, serviços de pagamentos virtuais, etc.), no âmbito de um arranjo de pagamento, sendo vedada a possibilidade de conceder empréstimos e financiamentos a clientes; (ii) as *Sociedades de Crédito Direto* (SCD), instituições financeiras que realizam operações de empréstimos, de financiamento e de aquisição de direitos creditórios exclusivamente por meio de plataforma eletrônica, com utilização exclusiva de recursos próprios da instituição, sendo proibido captar recursos do público; e (iii) as *Sociedades de Empréstimo entre Pessoas* (SEP), instituições financeiras que realizam operações de crédito eletrônicas entre pessoas (em operações de até R\$ 15 mil), em que a fintech se interpõe na relação entre credor e devedor, efetuando uma clássica operação de intermediação financeira, pelos quais podem cobrar tarifas, sendo que, ao

contrário da SCD, a SEP pode fazer captação de recursos do público, desde que eles estejam inteira e exclusivamente vinculados à operação de empréstimo. As IPs são chamadas de *fintechs de pagamento*, enquanto as SCD e SEP denominadas de *fintechs de crédito*.

A expectativa do BCB é que as fintechs aumentem a concorrência no setor bancário brasileiro, através da expansão da oferta de produtos e serviços financeiros por intermédio do uso de recursos tecnológicos mais avançados, e diversificação de processos e dos canais de distribuição desses produtos, ao mesmo tempo em que estimulem as instituições tradicionais a aprimorarem seus processos de funcionamento.

No Brasil, as fintechs que mais se expandiram foram as IPs e as SCD, sendo que o total de ativos das primeiras (R\$ 302,4 bilhões em 2020) é bem superior das SCD (apenas R\$ 0,47 bilhões) e das SEP (R\$ 0,01 bilhão). Já no que se refere às operações de crédito, tais instituições desempenham um papel ainda bastante marginal na estruturação de empréstimos no país, totalizando R\$ 69,2 milhões em março de 2021 contra R\$ 3,9 bilhões dos bancos convencionais (Macahyba et al, 2021, p.13). Do mesmo modo, os valores das receitas de prestação de serviços e de tarifas das maiores fintechs são muito pequenos em relação aos maiores bancos. Com isso, os efeitos da concorrência das fintechs sobre os bancos convencionais têm sido ainda bastante limitados.

Já a definição dos autodenominados *bancos digitais* é mais fluida. De modo geral trata-se de instituições financeiras que não têm agências bancárias para atendimento físico, aceitam abertura e encerramento de contas apenas por meio eletrônico, e não são associadas a grandes conglomerados financeiros, sem haver, contudo, norma regulamentar da autoridade monetária que defina esta modalidade de instituição. Deste modo, não podem ser considerados fintechs do ponto de vista da regulação financeira brasileira. Segundo o BCB (2020, p.1), “[a] categoria de banco digital é autodenominada, como estratégia operacional e mercadológica, tendo como ponto comum entre as instituições que assim se apresentam o relacionamento exclusivamente remoto e diferenciado com os clientes, normalmente ligado a vantagens e melhores experiências em termos de custos de serviços, facilidade de acesso e integração com outras conveniências e

demandas do público”. Normalmente, esses bancos oferecem abertura de conta simplificada, dispensam ou cobram um valor mais baixo de tarifas, e buscam integração complementar com outros serviços financeiros ou mesmo serviços não financeiros. Essa estratégia tem sido adotada tanto por grupos empresariais novos, adquirindo uma instituição financeira já autorizada ou entrando com o processo de autorização de abertura de uma nova instituição financeira, quanto por conglomerados financeiros já consolidados, que visam uma maior inserção nesse nicho de mercado de negócio digital (BCB, 2020).

Contudo, um dos riscos da proliferação de bancos digitais é que os mesmos são registrados no BCB como Instituição de Pagamentos, Sociedade de Crédito Direto, Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimentos, entre outros, ou ficando mesmo sem registro definido como instituição financeira. O problema aqui é que os clientes que abrem suas contas digitais nessas instituições acreditam que têm garantias legais exigidas às instituições bancárias, como a cobertura do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), mas na realidade as mesmas são uma conta de pagamento, e logo não cobertas pelo FGC (Macahyba et al, 2021).

Um impacto visível do crescimento de novos insurgentes no setor bancário nos últimos anos é o aumento nos investimentos na agenda digital por parte do setor bancário convencional. As grandes instituições financeiras têm se movimentado para introduzir inovações financeiras, como as contas digitais e digitalização de seus processos, e estimulado a migração dos clientes para esse canal de atendimento, o que tem levado a uma difusão da digitalização junto a esses bancos. Esses, por sua vez, tem criado frequentemente suas próprias fintechs e instituições digitais ou adquiridos instituições existentes, como no caso de instituições de pagamento. Com isso, cada vez mais se apresentam como um banco digital.

Open banking

Segundo definição do BCB, *Open Banking* “é a possibilidade de clientes de produtos e serviços financeiros permitirem o compartilhamento de suas informações entre diferentes instituições autorizadas pelo Banco Central e a

movimentação de suas contas bancárias a partir de diferentes plataformas e não apenas pelo aplicativo ou site do banco, de forma segura, ágil e conveniente.” Com a permissão de cada correntista, as instituições financeiras se conectam diretamente às plataformas de outras instituições participantes e acessam os dados autorizados pelos clientes.

Open Banking, ou sistema financeiro aberto, foi regulamentado no Brasil em 2020, com participação obrigatória dos grandes bancos do país e voluntária das demais instituições financeiras. Seu início de operação ocorreu em 2021 através de quatro fases de implementação ao longo do ano: *Fase 1* (01/02/2021): compartilhamento padronizado de dados entre as próprias instituições financeiras; *Fase 2* (13/08/2021): compartilhamento de dados de clientes relacionados a serviços bancários; *Fase 3* (29/10/2021): integração de serviços com início de transações de pagamento, começando pelo PIX, com clientes podendo também aceitar, entre outros, oferta de crédito; *Fase 4* (15/12/2021): compartilhamento de dados de serviços relacionados a câmbio, credenciamento, seguro, investimento, previdência e conta salário (O Globo, 2021).

A expectativa do BCB é que o *Open Banking* aumente a competição entre as instituições financeiras: com acesso aos dados dos usuários, instituições participantes poderão fazer ofertas de produtos e serviços para clientes de seus concorrentes, com benefícios para o cliente, que poderá obter tarifas mais baixas e condições mais vantajosas. Espera-se ainda que o fluxo mais transparente de informações entre as instituições favoreça a definição de melhores políticas de crédito e a oferta de serviços mais adequados aos diferentes perfis de clientes, e que as inovações que vão surgir facilitem a comparação de produtos e serviços ofertados pelas diferentes instituições participantes.

Deste modo, a ideia por detrás do *Open Banking* é romper com o monopólio de informação que compõem uma barreira a entrada no setor bancário, estimulando assim a competição e a inovação por parte das instituições financeiras e, ao mesmo tempo, empoderar o consumidor financeiro, uma vez que sistemas abertos são concebidos de modo a reconhecer que os clientes são os titulares dos seus dados pessoais e têm direito a portabilidade dessas informações (Porto e Tolentino, 2022).

Sem dúvida a quebra do monopólio da informação é um fator que pode vir a beneficiar o consumidor de produtos financeiros. Contudo, alguns fatores podem limitar o seu efeito ou mesmo ser eventualmente problemáticos.

Em primeiro lugar, a relação cliente-banco tende a ser uma relação de longo prazo, o que leva a uma certa rigidez na procura do serviço financeiro por parte do cliente. Naturalmente, o *Open Banking* visa justamente superar a assimetria de informações envolvida nessa relação, permitindo que outros ofertantes ofereçam seus produtos. Ainda assim é possível que uma boa parte dos clientes não venha a aderir ao sistema, ou mesmo prefira demandar os produtos de seu próprio banco, independentemente de outras melhores ofertas.

Em segundo lugar, o *Open Banking* pode estimular novos entrantes para oferecerem seus serviços financeiros, mas esses podem não estar sujeitos as mesmas normas prudenciais das grandes instituições financeiras. Isto pode levar as instituições financeiras adotarem posturas de maior risco frente a um ambiente de competição mais intensa, resultando em maior fragilidade financeira e possível aumento no risco sistêmico.

Em terceiro lugar, o BCB criou uma Estrutura de Governança para o *Open Banking*, reunindo as entidades de classe mais representativas das instituições que compartilharão dados e serviços do escopo inicial do *Open Banking*, incluindo segmentos como bancos, cooperativas de crédito, financeiras e instituições de pagamento. Contudo, em que pese a diversidade na composição do Conselho Consultivo – com participação de conselheiros indicados por associações ou grupos de associações do mercado financeiro, que incluem segmentos como bancos, cooperativas de crédito, financeiras e instituições de pagamento – ressenete-se a ausência de algum órgão que represente o interesse dos consumidores, indo na contramão de outras experiências similares no mundo.

Conclusão

Como vimos neste artigo, os grandes bancos no Brasil têm uma enorme capacidade de adaptação às mudanças nos padrões de competição do setor

bancário e no ambiente macroeconômico do país, logrando obter uma rentabilidade sempre elevada. Como fator positivo pode-se destacar a resiliência do setor bancário a momentos de instabilidade macroeconômica, como ocorrida em várias ocasiões, como nos contágios das crises cambiais em 1997/98 – neste caso num momento em que deu-se a entrada de bancos estrangeiros no mercado doméstico - e mais recentemente durante a forte recessão de 2015/16. Como fator negativo, destaca-se o fato que frequentemente o ajuste patrimonial dos bancos em momentos críticos da economia brasileira se dá em cima do Estado, que faz a assunção dos riscos emitindo dívida pública indexada a Selic, no que resulta numa enorme transferência patrimonial do Estado para o setor bancário e para os rentistas.

Analisamos neste artigo inovações recentes no setor bancário, em particular o surgimento de fintechs e bancos digitais e a implementação do *Open Banking*. Aqui mais uma vez observa-se enorme capacidade de reação dos grandes bancos brasileiros que no caso das fintechs e dos bancos digitais, passam a comprar ou criar suas próprias fintechs e ainda dando início a um intenso processo de digitalização dos serviços bancários, tornando-os mais próximos aos bancos digitais. No caso do *Open Banking* o potencial de estimular a competição e a inovação por parte das instituições financeiras é grande, ao permitir que instituições insurgentes ampliem seu portfólio de atuação e ofereçam um conjunto mais amplo de serviços financeiros. Assim, o usuário passa a ter alternativas maiores de serviços financeiros, com custos menores, ainda que, como visto, alguns fatores possam ser problemáticos.

Em trabalho recente, Toletino e Cataldo (2023) procuram avaliar se há alguma evidência preliminar do Open Banking estar evoluindo da forma esperada no sentido do estímulo à competição no sistema financeiro brasileiro olhando particularmente para número e o tipo de acesso ao ecossistema e encontram alguma evidência de que “o número de chamadas está com uma tendência positiva de crescimento, o que atende a expectativa de crescimento gradual da adesão e sugere um caminho positivo em direção aos objetivos estabelecidos pela autoridade. Tal crescimento é representativo, de mais de 50% em um período de 6 meses. Considerando a complexidade do projeto e a

experiência internacional, poderia-se esperar uma evolução mais lenta, então a exploração inicial desses dados aponta um cenário positivo, principalmente porque o aumento das chamadas é condição necessária, ainda que não suficiente, para o sucesso do projeto” (Toletino e Cataldo, 2023, p. 336). Evidentemente, ainda é cedo para avaliar se efetivamente o Open Banking está alcançando os objetivos esperados. Só o tempo permitirá avaliar o seu impacto sobre oferta e preços dos produtos financeiros.

O desenvolvimento dessas inovações impõe desafios importantes aos reguladores no Brasil. Em particular, assimetrias regulatórias que resultam de um acirramento da competição em contexto de redução nas barreiras a entrada podem ser mitigadas focando numa regulação baseada na *atividade* da instituição financeira ao invés do *tipo* de instituição que presta serviço, permitindo nivelar a concorrência entre as instituições financeiras. Já na Estrutura de Governança para o *Open Banking*, é imperioso que no seu Conselho Deliberativo tenha a participação de representantes de órgãos que defendem interesses dos consumidores. Enfim, são grandes os desafios a serem enfrentados pelos órgãos regulatórios no Brasil.

Referências

- BCB – Banco Central do Brasil (2021). “Fintechs de crédito e bancos digitais”. *Estudo Especial nº 89/2020*.
- Boechat, D., Macahyba, L. e Paez, M. (2022). “Bancos digitais: o futuro do sistema bancário latino-americano”. In Martins, N.M. et al (org.). *Retrospectiva do Sistema Financeiro 2021*. Rio de Janeiro: *Observatório do Sistema Financeiro*.
- Carvalho, F.C. et al (2015). *Economia Monetária e Financeira*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.
- Makahyba, L. et al. (2021). “Fintechs: o que são e quais as perspectivas concorrenciais na indústria financeira brasileira”. *Texto para Discussão IE/UFRJ 033/2021*, outubro.



Martins, N.M. et al (2021). “Taxa de lucro dos bancos no Brasil: uma análise dos seus componentes e de sua evolução no período 2015-2020”. *Texto para Discussão IE/UFRJ 029/2021*, setembro.

O *Globo* (2021), <https://g1.globo.com/economia/open-banking/noticia/2021/08/31/open-banking-conheca-as-quatro-fases-de-implementacao.ghtml>, acessado em 24/03/2022.

Paula, L.F. e Alves Jr., A. (2020). “Comportamento dos bancos e ciclo de crédito no Brasil: uma análise pós-keynesiana da preferência pela liquidez”. *Revista de Economia Contemporânea* 24(2): 1-32.

Porto, G. e Tolentino, M. (2022). “Open banking no Brasil avança, mas entregará o que promete?” In Martins, N.M. et al (org.). *Retrospectiva do Sistema Financeiro 2021*. Rio de Janeiro: *Observatório do Sistema Financeiro*.

Tolentino, M. e Cataldo, B. (2023). “Resultados preliminares do Open Finance Brasil: uma análise descritiva do perfil de acesso ao ecossistema”. *Revista Estudos Institucionais*, 9(2): 320 - 342.



Inovação tecnológica: o papel do Estado na invenção e no impulso inicial às tecnologias digitais

Yago Paiva

Pesquisador de pós-doutorado do INCT - Instituto da Democracia e da Democratização da Comunicação. Doutor e Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Ciência Política do Instituto de Estudos Sociais e Políticos da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (IESP-UERJ)

Nos sistemas de inovação nacionais, o lócus principal são as companhias, principalmente as privadas. Contudo, empresas estatais podem exercer a função de induzir inovações ao longo da cadeia produtiva. O Estado, ademais, por meio de políticas públicas, tem papel relevante na difusão de conhecimento no setor produtivo e na orientação das atividades inovadoras e industriais. Países desenvolvidos têm, em maior ou menor medida, Estados que induzem o processo de inovação. Há ampla literatura que documenta essas funções do Estado com relação à inovação (REINERT, 1999; CASSIOLATO; LASTRES, 2005; MAZZUCATO, 2013; GORDON, 2019). Neste pequeno ensaio, vou discorrer sobre dois aspectos do papel do Estado na inovação menos comumente enfatizados: a importância de manter espaços para pesquisas científicas sem utilidades práticas imediatas e a criação e a manutenção de investimentos em tecnologias que não tem, a princípio, valor comercial.

Esses aspectos serão abordados tendo como objeto as tecnologias digitais, que estão na ponta do processo de inovação atual. A tão aclamada Inteligência Artificial é tida como a principal propulsora de transformações econômicas — para o bem e para o mal. Com essa finalidade, na sequência faço uma breve retomada histórica do processo inicial de criação das tecnologias digitais, dado que essa trajetória é permeada de elementos que nos possibilitam destacar a complexidade da relação entre Estado e mercado no desenvolvimento científico e tecnológico.

Por trás do debate sobre o papel do Estado na inovação está a importância da manutenção de investimentos no desenvolvimento científico e

tecnológico em conhecimentos e em artefatos que não são imediatamente úteis para o sistema produtivo. É impossível sabermos que tipo de invenção intelectual, atualmente em curso, será útil para o desenvolvimento nas próximas décadas ou até séculos. As tecnologias digitais, principais tecnologias de propósito geral da atualidade, foram desenvolvidas ao longo do século XX fortemente baseadas na lógica booleana, pouco compreendida e valorizada no século XIX, quando foi concebida por George Boole.

George Boole foi um matemático inglês autodidata, cuja principal contribuição foi usar a matemática para iluminar questões de lógica, quando o mais comum era fazer o contrário. O objetivo dele era mostrar ser possível representar as leis do pensamento (inferências lógicas) em fórmulas algébricas, sistematizando e reconhecendo o papel dos símbolos abstratos para o raciocínio simbólico. Essas leis podem ser abstraídas nos operadores fundamentais AND, OR, NOT e IF, que são manipulados para determinar se uma determinada asserção é verdadeira [1] ou falsa [0] (MACHALE, 2014).

Apesar de ter sido um professor e pesquisador independente por muito tempo, foi quando assumiu, em 1849, o cargo de professor de matemática na recém inaugurada *Queen's College*, em Cork, na Irlanda (atual University College Cork), que Boole aumentou substancialmente sua produção acadêmica e preparou seu principal clássico, *As Leis do Pensamento*, publicado em 1854. Embora tenha gozado de certo prestígio em seu tempo, como é sabido foi apenas no século XX que a lógica simbólica efetivamente deixou de ser considerada mera curiosidade filosófica e passou a ser levada mais a sério no campo da matemática, principalmente pela valorização que recebeu de Alfred North Whitehead e Bertrand Russell, em *Principia Mathematica*.

Com relação às aplicações práticas, foi apenas quase um século depois que Claude Shannon, um matemático e engenheiro elétrico americano, influenciado pela álgebra booleana, teve dois insights: primeiro, que interruptores eletrônicos poderiam ser usados para avaliar operações lógicas a partir de uma série de escolhas binárias (on/ off, true/ false, 1/ 0), executando uma imitação do cérebro humano; segundo, que todas as informações, ou sistemas de transmissão de inteligência, podem ser abstraídos e representados por uma sequência de bits, a unidade fundamental que permite aos engenheiros digitalizar informações. Se

Boole buscou representar "as leis do pensamento" em fórmulas algébricas, Shannon se perguntava como uma máquina eletrônica poderia operar estas leis (SONI; GOODMAN, 2017).

Portanto, pesquisas, realizadas em uma universidade pública no século XIX, sem qualquer pretensão inicial de aplicação prática, foram absolutamente decisivas para as inovações tecnológicas da segunda metade do século XX até os dias atuais. Não obstante a corrida por resultados científicos de curto com utilidade prática sejam fundamentais, elas devem ser balanceadas com estudos que podem se tornar úteis somente no longo prazo. É importante considerarmos que a maior parte das pesquisas desse tipo não terão aplicações, porque o avanço científico não é feito apenas disso. Mas é essencial que o ambiente de produção de ideias seja estimulado, para que gênios como Shannon tenham insumos para trabalhar. Nesse caso, o Estado tem papel fundamental, no estímulo e no financiamento do desenvolvimento de pesquisas e de artefatos que não são lucrativos, como ocorreu com as tecnologias digitais.

Uma particularidade das tecnologias digitais é que elas foram inventadas pelo Estado não para ser difundida no sistema produtivo, mas para os próprios interesses operacionais estatais, principalmente aqueles relativos às atividades de guerra. Esse é um papel histórico do Estado pouco enfatizado no debate sobre inovação: ao criar ferramentas úteis para a máquina pública mas, pelo menos a princípio, inúteis comercialmente, o Estado foi — e pode ser — inovador. Do mesmo modo, o mercado pode criar técnicas e artefatos voltadas para o sistema produtivo, mas que posteriormente se tornem importantes para as instituições políticas.

Os computadores digitais, juntamente com as armas nucleares, foram os desenvolvimentos tecnológicos mais significativos da Segunda Guerra Mundial (GRAY, 1997). A criação do primeiro computador digital, o *Electronic Numerical Integrator and Computer* (ENIAC), lançado em 1946, foi baseada em circuitos que físicos empregavam nas investigações nucleares e sobre raios cósmicos. A defesa nacional, especificamente a necessidade de aprimorar os cálculos balísticos, foi a principal força que estimulou a criação de um computador digital em contexto de guerra.

A situação imposta pela Segunda Guerra Mundial foi importante para as tecnologias digitais porque o senso de urgência fez com que os Estados aumentassem o financiamento para pesquisas científicas. Ao invés de, como na Primeira Guerra Mundial, enviar intelectuais e cientistas para os campos de batalha, percebeu-se que eles seriam mais úteis dentro de seus laboratórios — pelo menos em alguns casos. Nos Estados Unidos, o período entre guerras ficou caracterizado pelo pouco investimento em pesquisas científicas, muito por conta das dificuldades geradas pela crise de 1929. Para se ter uma ideia, em 1939, nos Estados Unidos, o orçamento militar total para pesquisa e desenvolvimento foi de US\$ 13 milhões. Em 1943, os recursos para a área saltaram para perto de US\$ 1.5 bilhão, mais de cem vezes maior do que quatro anos antes (SHERRY, 1977).

A importância do investimento estatal fica mais clara quando comparamos a postura dos Estados Unidos com a da Alemanha. O engenheiro Konrad Zuse, um dos pioneiros da computação, relata, no mesmo período em que John Presper Eckert e John Mauchly elaboraram o ENIAC, uma série de dificuldades durante a guerra. Ao contrário de Eckert e Mauchly, Zuse trabalhava em uma oficina privada e teve de se juntar às forças armadas. O fabricante com quem o engenheiro trabalhava enviou uma carta ao major responsável pela divisão onde ele ficou, indicando que Zuse estava trabalhando em uma máquina de cálculos importante para a indústria aeronáutica. A isso, o major respondeu que o "avião alemão é o melhor do mundo. Eu não vejo razão para calcular mais nada" (ZUSE, 1980, p. 612, tradução nossa). Ainda durante a guerra, o governo da Alemanha rejeitou projeto submetido por Zuse para elaborar um computador com base em eletrônica, com 2.000 tubos, parecido com o ENIAC.

Não foi somente na situação dramática da guerra que os Estados foram relevantes para o desenvolvimento das tecnologias digitais. O tamanho de suas máquinas burocráticas, cada vez maiores após a Segunda Guerra, fazia com que as instituições estatais estivessem entre aquelas que mais necessitavam de melhorias no processamento de dados. Embora Eckert e Mauchly tenham buscado desenvolver um computador que não ficasse restrito aos cálculos balísticos, mas que fosse um artefato de propósito geral, havia, logo após a Segunda Guerra, controvérsias sobre a utilidade comercial dos ainda caríssimos e enormes computadores digitais.

Eckert e Mauchly fundaram, em 1947, a empresa *Eckert-Mauchly Computer Company*, de modo a produzir computadores para fins comerciais. Após ser incorporada pela *Remington Rand*, o Univac, sucesso do ENIAC, teve suas vendas alavancadas. Entre 1951 e 1954 foram comercializadas dezenove unidades. Como é possível ver no quadro abaixo, as seis primeiras instalações do Univac foram realizadas em instituições estatais.

Essa breve exposição sobre a invenção e o desenvolvimento inicial das tecnologias digitais mostra o quão complexa é a relação entre Estado e mercado. Os computadores digitais, criados pelo Estado americano, passaram a ser desenvolvidos comercialmente, mas tiveram que "retornar" ao Estado, o único cliente nos primeiros anos de venda; posteriormente, comprovada a utilidade da máquina, os computadores ganharam cada vez mais espaço no mercado. O desenvolvimento dessa tecnologia poderia ter sido abandonado, ou no mínimo retardado, caso o Estado não emergisse como o principal comprador.

Referências

20

- CASSIOLATO, J. E.; LASTRES, H. M. M. "Sistemas de inovação e desenvolvimento: as implicações de política", *Revista São Paulo em Perspectiva*, 19 (1): 34-45. 2005.
- GORDON, J. L. The role of the State in fostering innovation activity: case studies of the USA and Germany. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 39, n. 4, pp. 571-590. 2019.
- GRAY, C. H. *Postmodern War: The New Politics of Conflict*. Guilford Publications, 1997.
- MACHALE, D. *The Life and Work of George Boole: A Prelude to the Digital Age*. New edition ed. Cork, Ireland: Cork University Press, 2014.
- MAZZUCATO, M. *The entrepreneurial state: debunking public vs. private myths in risk and innovation*. London: Anthem Press. 2013.
- REINERT, E. S. The role of the state in economic growth. *Journal of Economic Studies*, 26 (4/5), pp. 268-326. 1999.
- SHERRY, M. *Preparing for the Next War: American Plans for Postwar Defense, 1941-45*. Yale University Press. 1977.



SONI, J.; GOODMAN, R. *A Mind at Play: How Claude Shannon Invented the Information Age*. First Edition ed. New York: Simon & Schuster, 2017.

ZUSE, K. *Some Remarks on the History of Computing in Germany*. Em: *Anais*. Elsevier, 1980.



A Crise de 1929, a Grande Depressão, e os seus impactos no pensamento econômico: recapitulando a influência do episódio sobre o Keynesianismo e o Monetarismo

Rafael Moura

Professor Adjunto da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE-UERJ). Coordenador do Grupo de Estudos de Economia e Política (GEEP). Secretário assistente da Associação Latino-americana de Ciência Política (ALACIP). E-mail: rafaelmoura5028@gmail.com

O presente artigo tem como objetivo tecer uma reconstituição histórica da Crise de 1929 e da Grande Depressão subsequente à deflagração do episódio, bem como delinear duas grandes doutrinas econômicas germinadas a partir de discrepantes interpretações dele. A Grande Depressão foi um evento histórico complexo, com precedentes em contradições importantes da economia dos Estados Unidos (EUA) ainda na década de 1920 e, mesmo após sua eclosão em 1929 pelo canal financeiro, foi se delineando ao longo do tempo adquirindo outras nuances e particularidades; além de uma escala dramática (Temin, 1976).

A Crise de 1929 e a Grande Depressão, analisados aqui como um todo integrado, representaram um divisor de águas na história do capitalismo. Seus impactos e consequências perpassam, em muito, a adversidade econômica. A crise teve consequências político-sociais diretas e indiretas, como o realinhamento eleitoral nos EUA e a ascensão da coalizão do New Deal com Franklin Delano Roosevelt (FDR), além da ascensão do nazismo na Alemanha, e geopolíticas, como a própria Segunda Guerra Mundial; além de ter imprimido uma reconfiguração do papel do Estado no capitalismo ao seu desfecho. Tal reconfiguração, ainda na década de 1930, foi uma resposta política ao colapso dos mercados de trabalho e do comércio global numa gravidade que nunca antes se havia testemunhado (Coggiola, 2009).

O recorte temporal que compreende desde a quebra da bolsa de valores de Nova Iorque até o final da Grande Depressão forneceu subsídios analíticos à reflexão por parte de três autores: John Maynard Keynes, Milton Friedman e Anna

Schwartz; com particular ênfase aos dois primeiros. Ambos, munidos de distintas premissas, engendraram uma revolução na Ciência Econômica com novas teorias que intensificariam o debate intelectual e a própria governança em distintas quadras históricas. Enquanto a narrativa histórica proposta pelo primeiro foi, naquele momento, considerada a mais fiel ao curso dos acontecimentos, se tornando hegemônica já na década de 1940 e gozando de prestígio incontestado pelas décadas iniciais no pós-Guerra, a de Friedman e Schwartz seria reificada pela contrarrevolução monetarista na década de 1970; sendo também contribuinte a uma reconfiguração do capitalismo em suas bases e seus fundamentos práticos e ideológicos (Villarreal, 1984).

Segundo a narrativa histórica proposta por Keynes, também alcunhada **hipótese de gastos**, a Depressão foi gerada por uma queda nos dispêndios autônomos. A um dado nível de renda, o investimento e o consumo desejados caíram. A construção – componente substancial dos investimentos – caiu porque o estoque de moradias excedeu a demanda após 1925. Já o consumo caiu acentuadamente em resposta à quebra do mercado de ações. A queda desses componentes do dispêndio autônomo produziu, então, uma queda na renda real e nos preços pelo processo multiplicador. A Depressão foi severa porque a queda nos gastos autônomos foi grande e sustentada. Conforme a Depressão continuou, expectativas adversas mantinham baixos esses gastos autônomos. O colapso internacional intensificaria a Depressão conforme rebaixava ainda mais as expectativas e alimentava o ciclo vicioso (Temin, 1976; Keynes, 1985).

A narrativa ou **hipótese monetarista**, por sua vez, lançada somente anos depois no Pós-Guerra, apontava que a depressão havia sido grave e prolongada em função do colapso do sistema bancário decorrente de uma má condução da política econômica; sendo incapaz de impedir o declínio na oferta de dinheiro que, por sua vez, conduziu a uma queda da atividade através do emprego e da renda. O declínio na renda real, portanto, teria sido severo e sustentado exatamente porque o declínio na oferta de moeda também o fora. A Depressão internacional também contribuiu ao intensificar a estadunidense pela pressão que exerceu sobre o dólar, ocasionando uma equivocada política monetária deflacionária adotada para contrabalançar tal pressão (Friedman e Schwartz, 1963; Temin, 1976).

Há muitas diferenças entre as duas narrativas, que serão exploradas nas Seções 3 e 4 desse artigo. Ambas, partindo dos mesmos dados e indicadores, chegaram a distintas interpretações e conclusões sobre as variáveis econômicas e

o rol apropriado de atuação das políticas governamentais. Antes de esmiuçá-las, contudo, oporo na Seção abaixo com uma reconstituição sintética e estilizada de tal aguda crise.

A Crise de 1929: antecedentes, fatos estilizados e as políticas econômicas de Herbert Hoover e Franklin Delano Roosevelt

A presente seção, obedecendo às restrições de tempo e tamanho deste artigo, apresenta os contornos gerais e os principais fatos concernindo à crise econômica originalmente eclodida nos EUA em 1929 e depois ramificada para o restante do mundo. Sendo assim, apresento ao leitor os elementos os quais considero mais importantes de tal período, de modo a dotar de sentido a contextualização que farei posteriormente das duas principais narrativas debruçadas sobre o episódio: a Keynesiana e a monetarista.

Dois pontos importantes devem ser destacados: em primeiro lugar, enquanto o “crash” da bolsa de valores de 1929 e o esgarçamento da liquidez, fatores primordiais de ignição da crise, se atribuem a ingredientes domésticos relativos aos EUA, a Grande Depressão foi um fenômeno mais complexo, multifacetado e cujo espraiamento foi amplificado por outros problemas, incluindo sistêmicos (Temin, 1976; Kindleberger e Aliber, 2011). Em segundo lugar, a crise de 1929 foi, ao mesmo tempo, uma crise de **superprodução ou insuficiência de demanda** e de **especulação**; com ambas as dimensões intimamente entrelaçadas (Galbraith, 1972; Temin, 1976; Hobsbawn, 1995; Coggiola, 2009). A crise inicial mostrou o quão frágeis eram os fundamentos da prosperidade aparente nos anos 1920 (ou os “*Roaring Twenties*”), com contradições que já eram nítidas desde antes do colapso do sistema financeiro.

No que tange aos EUA em específico, a retração econômica da Grande Depressão, inédita por sua intensidade, perdurou de 1929 até 1933. Neste interregno: a produção industrial do país declinou mais da metade; o PIB caiu 30%, regredindo ao patamar de 1919 e só voltando ao nível pré-crise em 1937; suas importações contraíram 70%; o valor das ações negociadas na Bolsa de Nova Iorque caiu 80%; milhares de empresas faliram e milhares de bancos suspenderam suas operações; e o desemprego atingiu colossais 25% da força de trabalho (Temin, 1976; Hobsbawn, 1995; Hunt e Lautzenheiser, 2013; Neves, 2020). O restante do mundo afundou junto com os EUA, já a maior potência bem antes do episódio: no mesmo período, o PIB global caiu cerca de 15% (Neves, 2020). Mencionados esses

dados sobre a severidade da Crise de 1929 e da Grande Depressão, apresento agora uma genealogia dos fatos que culminaram em tal disrupção.

A primeira ótica da crise de 1929 aqui esmiuçada é a de sua faceta enquanto crise causada por **insuficiência da demanda**, num léxico Keynesiano, ou **superprodução**, num léxico marxiano. O que, afinal, explica essa superprodução? Em primeiro lugar, após o fim da 1ª Guerra Mundial, a recuperação relativa da economia e da agropecuária da Europa aumentou a competição nos mercados internacionais de bens primários e golpeou, principalmente, pequenos e médios produtores norte-americanos. Com o excesso de oferta, gêneros agrícolas como trigo, algodão e tabaco assistiram a uma queda sistemática e ininterrupta de preços que, subsequentemente, fez cair bastante a renda de pequenos e médios produtores rurais e foi um primeiro fator de desequilíbrio da “prosperidade norte-americana” da década de 1920. Ia se configurando assim, aos poucos, uma superprodução pelo lado da **agricultura**; conforme os produtores agrícolas, ao invés de reduzirem a produção, mantiveram-na aquecida e acumularam estoques numa tentativa falha de impedir a queda de preços (Temin, 1976; Coggiola, 2009).

Ao mesmo tempo, nos anos 1920, novos métodos introduzidos pelo Taylorismo conseguiam diminuir custos produtivos (aumentando a produtividade) sem impedir o aumento contínuo de lucros e salários; o que ampliou os investimentos e o mercado consumidor; que, acoplado à expansão do crédito, turbinou o varejo e o consumo de bens de K e bens de consumo duráveis tais como carros e eletrodomésticos. Contudo, os ritmos de crescimento da produção e consumo se tornavam cada vez mais discrepantes e, após 1925, os salários foram ficando gradualmente defasados vis-à-vis a produtividade; o que tornou a demanda, cada vez mais, insuficiente para bens manufaturados (Galbraith, 1972; Coggiola, 2009). Deflagrava-se também, portanto, superprodução na **indústria**.

Ainda assim, até esses problemas se manifestarem de forma mais notória ao final da década, os anos 1920 nos EUA, particularmente sob o governo de Calvin Coolidge, foram marcados por uma aparente prosperidade generalizada; impulsionada pelo crescimento econômico, pelo *boom* das indústrias de construção e automobilística, e por um mercado de bens de consumo a princípio pujante (Brogan, 2001; Neves, 2020).

As dificuldades narradas até aqui constituíram um processo gradual, tendo nos trabalhadores agrícolas a classe mais afetada (tanto pela menor demanda quanto pelos menores preços). A produção industrial só viria a cair ao final da década, conforme os lucros das empresas caíram e as falências aumentaram. Essa

confluência de fatores ligou o sinal de alerta aos bancos, que haviam financiado largos volumes de crédito tanto para o setor primário quanto para o secundário e agora se viam sob crescente pressão (Temin, 1976). Este elo (do crédito / setor bancário) é importante, pois é através dele que a crise de superprodução se interligou à crise de especulação; com ambas confluindo no episódio catastrófico de 1929.

O elemento primordial que interligou a faceta da superprodução à faceta da especulação na Crise de 1929 foi o **crédito** (Brogan, 2001; Coggiola, 2009; Kindleberger e Aliber, 2011). Nos anos 1920, os EUA assistiram a uma fortíssima expansão creditícia: somente entre 1926 e 1929, os empréstimos bancários de instituições financeiras fora de Nova Iorque triplicaram de US\$ 2 bilhões para 6,6 bilhões (Kindleberger e Aliber, 2011). Essa expansão do crédito contribuiria decisivamente, ao largo daquela década, tanto ao financiamento do consumo quanto ao comportamento especulativo inspirado na euforia com a expansão econômica (Coggiola, 2009; Kindleberger e Aliber, 2011).

Tal tendência de euforia não se dava por acaso: mesmo ações “conservadoras” da Bolsa de Nova Iorque ofereciam 12% de ganhos anuais ao final de 1928, uma taxa de retorno superior a quase todas as atividades produtivas. Essa configuração fez com que parte expressiva da classe média estadunidense se arvorasse no setor financeiro: em 1929, antes do “crash”, havia aproximadamente nove milhões de investidores individuais no mercado de ações, ante uma população estimada de 122 milhões (Brogan, 2001).

A expansão do crédito escamoteou parte dos problemas: os agricultores, diante das dificuldades com o tombo nos preços, passaram a armazenar seus produtos e pediam empréstimos aos bancos oferecendo suas terras como garantias. Posteriormente, ante a continuidade da queda de preços e da demanda, muitos dariam calote, germinando os estágios iniciais conducentes ao episódio (Coggiola, 2009).

Tal expansão desenfreada do crédito também ajudara a financiar o *boom* do mercado de capitais: o valor global das ações nos EUA subira, entre 1925 e 1929, de US\$ 27 bilhões para 67 bilhões, numa espiral cada vez mais descolada da produção. Assim, se torna entendível como o pânico generalizado no setor financeiro assumiu a proporção que teve: o comportamento coletivo dos investidores, dos grandes aos pequenos, foi força-motriz da ascensão e da queda (Coggiola, 2009; Kindleberger e Aliber, 2011).

A febre creditícia não só contara com a falta de supervisão adequada do Federal Reserve Bank (FED) sobre o sistema bancário, precário e com manuseio irresponsável da liquidez e concessão de empréstimos, como com sua anuência e incentivo. Por um lado, isto é corroborado pela política monetária, que fizera os juros caírem quase pela metade entre 1920 e 1927, e estimulou especuladores a comprarem cada vez mais ações e as revenderem por valor muito maior. Por outro, o FED aportava recursos a bancos e instituições financeiras com juros de 5%, e estes re-emprestavam com ganhos de 12% para consumidores comprarem títulos na Bolsa; aceitando muitas vezes, como colateral, os próprios títulos comprados pelos clientes, com cotações voláteis. Isto fez o preço de ações subir em espiral contínua (Galbraith, 1972; Coggiola, 2009; Neves, 2020).

Foi somente em 1928 que o FED tentaria mitigar o comportamento especulativo dos investidores, aumentando as taxas de juros três vezes seguidas em 5 meses; o que, de toda forma, não foi capaz de impedir a contínua alavancagem financeira. O próprio ex-presidente Herbert Hoover reconheceria, posteriormente (1952), a gravidade da especulação na economia do país e a letargia da resposta governamental a respeito. Em 1929, a alta dos preços encontrou seu teto e o número de compradores de ações começara a diminuir. Começava a reversão de expectativas que culminaria na quebra do mercado acionário norte-americano (Galbraith, 1972; Temin, 1976; Neves, 2020).

Em meados de 1929, a produção industrial já começara a declinar. Ainda assim, o ponto de ignição da crise, de forma aguda, se daria no dia 24 de outubro, na famigerada “quinta-feira negra”: pouco após uma elevação dos juros para tentar conter o volume de crédito, milhares de acionistas entraram em pânico e colocaram à venda suas ações. Com tal excesso, somado à falta de compradores, retroalimentava-se a pressão baixista sobre as mesmas, erodindo até 80% de seu valor em uma semana. Seguiu-se um surto de derrubadas de preços e falências; conforme inúmeros acionistas perdiam seu patrimônio da noite para o dia. Subsequentemente, os empresários, afetados pelo crash e pela desconfiança na economia, reduziram investimentos; piorando o delicado cenário. Tamaña quebradeira amplificou a recessão nos EUA, obrigando ao fechamento de inúmeras firmas e elevando, dramaticamente, o desemprego (Temin, 1976; Coggiola, 2009; Hunt e Lautzenheiser, 2013). A partir de tal episódio, seria ladeira abaixo.

O colapso da Bolsa destruiu toda a estrutura de crédito existente, o que tornou a crise de 1929 distinta de instabilidades cíclicas prévias: milhares de

bancos e instituições financeiras faliram; e os que não faliram, sobrecarregados de dívidas insolventes com o fim do boom especulativo, passaram a rejeitar novos empréstimos ou refinar os existentes tendo ações ou casas – único colateral que sobrara aos tomadores – como garantia. Eclodiu uma epidemia de execuções hipotecárias, conforme os tomadores de empréstimos não mais conseguiam refinanciá-las. Com as casas caindo de preço, a bolha imobiliária também estourou num curto espaço de tempo. A situação dos bancos fora ainda agravada pela depressão agrícola, conforme haviam emprestado grandes montantes aos fazendeiros, que também se tornaram incapazes de saldar suas dívidas (Temin, 1976; Hobsbawn, 1995; Brogan, 2001; Coggiola, 2009).

A partir de tal ponto, sucedeu uma corrida desesperada por dinheiro por todos aqueles que precisavam de liquidez para manter a si mesmos e seus negócios. Pessoas começaram a resgatar dinheiro nos bancos, e os bancos que não tinham o dinheiro faliram, principalmente nas áreas rurais (Temin, 1976; Neves, 2020). Havia, ademais, um fator novo na crise de 1929: a transformação capitalista do campo, com a maquinização do setor primário, fez o mesmo deixar de ser “válvula de segurança” para os trabalhadores desalojados da indústria (Coggiola, 2009).

Todos os planos de expansão industrial foram descontinuados. A retração que daí derivou reduziu os preços e, portanto, a renda e os lucros. Tornou-se difícil para empresas e corporações, cujas ações caíam, tomar emprestado o dinheiro que precisavam apenas para manter seus negócios em funcionamento: os banqueiros estavam hesitantes, porque eles próprios estavam em apuros ante a liquidação de grandes somas. Logo, como resultado dessa contração, as fábricas começaram a demitir seus trabalhadores, que assim passaram, em um instante, de contribuintes da renda nacional a encargos sobre ela (Brogan, 2001; Coggiola, 2009; Kindleberger e Aliber, 2011). A indústria de automóveis, símbolo da pujança dos anos 1920, foi a mais afetada, com sua produção caindo 80% entre 1929 e 1933 (Hobsbawn, 1995; Coggiola, 2009).

A depressão rapidamente se espalhou pelo mundo capitalista. A Europa ocidental tinha mais de 15 milhões de trabalhadores desempregados; principalmente na Alemanha, então a terceira maior potência industrial global ao lado dos Estados Unidos e da Grã-Bretanha. O comércio mundial foi reduzido a um terço de seu valor entre 1929 e 1933; com os índices de produção industrial dos principais países caindo pela metade. As altas taxas de juros dos EUA foram outro fator que espalhou a Grande Depressão para a Europa; conforme os países

européus que ainda estavam sob o Padrão Ouro eram obrigados a aumentar drasticamente suas próprias taxas de juros para manter câmbio fixo com os EUA, acentuando o ciclo recessivo (Coggiola, 2009; Hunt e Lautzenheiser, 2013).

Além disso, a política de investimentos estadunidense no exterior consistira, na década de 1920, em empréstimos vultuosos feitos com longo prazo de carência. Com o impacto econômico violento ocasionado pelo “crash”, as condições ruins do comércio exterior e o gradual esfacelamento do Padrão Ouro, os EUA se veriam, ao mesmo tempo, sem capitais e sem clientes para suas exportações (Galbraith, 1972; Coggiola, 2009).

Destarte, o que começou com uma súbita reversão de expectativas conducente ao colapso do mercado financeiro, e que rapidamente se alastrou por todo o setor bancário e circuitos de crédito, agravando ainda mais a economia “real”, seria apenas o princípio de um longo período recessivo. Esse curso de acontecimentos seria ainda piorado pela desintegração do sistema monetário internacional pelos anos seguintes, pressionando as nações que ainda se encontravam vinculadas a ele (como os EUA). Nesse delicado contexto, já afetando devidamente o resto do globo, o presidente Hoover, numa tentativa desesperada de proteger setores domésticos norte-americanos, assinou o Smoot-Hawley Act para aumentar impostos e tarifas alfandegárias contra produtos de fora. Os demais países prontamente reagiram e recrudesceram seus protecionismos, desvalorizando também suas taxas de câmbio para ganharem competitividade. Isso precipitou uma guerra cambial e comercial, que interditiou por completo o mercado para as exportações estadunidenses, piorando mais o cenário econômico; pouco antes do desmoronamento completo do Padrão Ouro (Brogan, 2001; Coggiola, 2009).

O que podemos dizer sobre o papel da política econômica nessa história? Hoover, em autobiografia publicada em 1952, atribuiu muito da gravidade da Grande Depressão a fatores externos, tais como a superprodução causada pela recuperação Europeia no pós-Primeira Guerra e a interdição do pagamento da dívida por parte de inúmeros países após o crash de 1929, além da queda de preços e o fim do Padrão Ouro. Ele não está equivocado no que tange a tais elementos, os quais já pontuei aqui. Não obstante, não reconheceu equívocos de sua própria política econômica; que, além de letárgica e sem contramedidas eficazes, foi contracionista e acentuou a recessão (Galbraith, 1972; Temin, 1976).

A política econômica de Hoover, considerada “indigente” por John Kenneth Galbraith (1972), permaneceu presa ao dogma (que afetava tanto Republicanos

quanto muitos Democratas) do compromisso com o “orçamento equilibrado” e austeridade fiscal, sem empregar políticas fiscais ou monetárias ativas para aliviar a crise; constituindo uma verdadeira “camisa-de-força” mental junto com a correlata estrutural do Padrão Ouro. O próprio Hoover, admitiu que, mesmo num estágio avançado da Depressão, em 1932, buscou, para supostamente equilibrar o orçamento, aumentar os impostos e reduzir gastos governamentais. Inclusive, o ex-mandatário lamenta não ter sido mais austero; com o projeto de contingenciamento aprovado pela Congresso norte-americano prevendo corte de “apenas” 30 milhões de dólares, ante a proposta original do governo de US\$ 300 milhões. Já os impostos foram ampliados num montante de US\$ 1,3 bilhão para tentar recompor as receitas e reequilibrar as contas públicas (Hoover, 1952). Em suma, Hoover foi vitimado com ajuda de sua própria ortodoxia.

Somente com FDR e o New Deal que os EUA escapariam de tal quadro, com uma série de medidas intervencionistas visando atenuar a crise. O conjunto de medidas do New Deal, bem como seu impacto na economia estadunidense, ajudariam posteriormente Keynes – de quem falarei na próxima seção – a sistematizar sua obra clássica e sua teoria macroeconômica ainda em 1936 (Brogan, 2001; Coggiola, 2009).

O **New Deal** foi um grande pacote contendo diversos projetos, reformas e medidas lançado por FDR no primeiro de seus quatro mandatos. Dentre suas medidas, destaco as mais relevantes: 1ª) a National Recovery Act (1933), impulsionando pequenas e médias empresas; 2ª) A Glass-Steagall Act (1933), que reestruturava o sistema bancário para prevenir corridas bancárias e separava os bancos comerciais dos de investimentos para impedir uso da liquidez em atividades especulativas; 3ª) o National Industrial Recovery Act (1933), gigantesco pacote de infraestrutura que destinou US\$ 3,3 bilhões para obras públicas para atenuar o desemprego e a depressão econômica 4ª) o Farm Credit Act (1933), que prevenia execuções hipotecárias dos fazendeiros; 5ª) o Security Exchange Act (1934), que criava uma agência supervisora e reguladora do mercado acionário; 6ª) o Social Security Act (1935), que criava uma rede de seguridade social com assistência a grupos vulneráveis e subsídios a famílias de baixa renda; e 7ª) o National Labor Relations Act (1937), que favorecia trabalhadores em barganhas salariais coletivas (Brogan, 2001; Marichal, 2016).

Todo o pacote de medidas, reconfigurando o rol de atuação do Estado e tornando-o mais presente mediante ampliação dos gastos públicos e sociais, constituiu uma genuína política fiscal expansionista e anticíclica; a qual terá

particular relevância para a narrativa keynesiana e em suas lições abstraídas do episódio, que comento na seção adiante.

John Maynard Keynes e a interpretação historicamente “vencedora”: o papel da política anticíclica

Na seção anterior deste artigo, busquei apresentar, numa perspectiva sintética e estilizada, os principais fatos e contornos gerais da Crise de 1929 eclodida nos EUA e a Grande Depressão subsequente, vistos como um grande episódio integrado. A partir desta seção, por sua vez, trago a primeira grande narrativa ou interpretação que marcou o debate a respeito da crise: a da **economia** ou **macroeconomia Keynesiana**; que se desenvolveu tendo como pano de fundo o contexto da década de 1930 e cuja teorização derivou da interpretação dos fatos relativos ao episódio e seu delineamento.

A visão de Keynes é aqui tratada como historicamente “vencedora” pela aceitação que teve enquanto narrativa mais válida para a crise naquele momento; inaugurando uma verdadeira revolução no pensamento macroeconômico com a contestação de inúmeros dogmas e postulados tidos quase como leis pela economia política clássica. O arcabouço teórico do Keynesianismo, a partir de então, se tornaria hegemônico e nortearia as reflexões teóricas e normativas de líderes políticos por, pelo menos, três décadas. Além disso, a narrativa alternativa à Keynesiana para a crise de 1929, a Monetarista, só surgiria no Pós-Guerra. A economia clássica, hegemônica no debate intelectual e nas escolhas governamentais até então, apregoava uma propensão autocorretiva ao equilíbrio, e não tinha explicação convincente das causas do desemprego prolongado naquele momento calamitoso. Nos EUA, os preceitos da economia clássica levaram o governo Hoover, em 1932, a decretar um aumento nos impostos em plena recessão para atender à prioridade dogmática dada ao equilíbrio orçamentário; tido como indispensável para reestabelecer a confiança na economia. Ao fazê-lo, contudo, acentuou o ciclo recessivo (Froyen, 1999; Hunt e Lautzenheiser).

Como comentei na seção anterior, o desemprego atingiu quase 25% da força de trabalho nos EUA em 1933; além de também ter engendrado desocupação e colapso do comércio, da produção e dos preços em todo o mundo. É nesse contexto que surge John Maynard Keynes e seu livro clássico, base do sistema keynesiano e que inauguraria uma nova teoria; embora seja válido frisar que, para além dos EUA, o autor também foi muito influenciado pelos eventos de

seu próprio país, Grã-Bretanha, onde o alto desemprego já ditava a tônica desde a década de 1920 (Froyen, 1999).

Algo que suscitou curiosidade de Keynes em sua leitura da Grande Depressão, e que depois inspiraria sua teorização do episódio, foi como tal ciclo vicioso se retroalimentava: as empresas, incapazes de vender e com seus estoques aumentando, diminuíam a produção; gerando redução do emprego e da renda. Tal queda da renda, afetando negativamente o consumo e poupança, retroalimentaria a menor demanda por bens e serviços, levando os empresários a reduzirem a produção novamente numa espiral baixista contínua. Esse processo se arrastaria até a queda da renda e dos investimentos chegar a um piso. Diante desse nível mais baixo, a economia reentrava em equilíbrio e se estabilizava, porém com um nível alto de desemprego e capacidade ociosa (Keynes, 1985; Hunt e Lautzenheiser, 2013).

Embora sempre reconhecendo o episódio como um fenômeno complexo, Keynes acreditava que a razão primordial do problema fora a falta de investimentos privados, problemática aguçada também pelo esgotamento do fornecimento de crédito e empréstimos. Essa problemática já se constava no próprio ano de 1929, quando os investimentos norte-americanos foram 20% inferiores ao ano anterior (Keynes, 1985).

Para Keynes, as manifestações da crise faziam cair por terra uma série de postulados da visão clássica do sistema econômico; e, imbuído de tal entendimento, buscou estabelecer sua própria teoria alternativa. Destarte, o objetivo-mor de *“A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”* [1936], como o próprio destaca, é apresentar argumentos alternativos à teoria clássica. Reconhecendo que ele próprio se formou sob os ensinamentos dessa doutrina, tendo como mentor Alfred Marshall, argumenta que a mesma não pode ser generalizada e só seria fidedigna a uma situação especial de pleno emprego dos fatores produtivos (K e L); requerendo, portanto, ser atualizada ao novo contexto já que tal configuração era exceção e não a regra (Keynes, 1985; Froyen, 1999; Hunt e Lautzenheiser, 2013).

Sendo assim, Keynes discute, em sua obra, três grandes postulados da teoria clássica, abrindo frentes de discordância com relação às mesmas: **1)** de que o salário real seria correspondente ao produto marginal do trabalho e se autoajustaria; **2)** de que não existiria desemprego involuntário; e **3)** de que, conforme sua leitura da **Lei de Say**, toda oferta criaria a própria demanda,

conforme o preço da demanda agregada é equivalente ao preço da oferta agregada para todos os níveis de produção e emprego (Keynes, 1985).

A magnitude do desemprego durante a crise escancarou o problema dos dois primeiros postulados e deu argamassa à primeira grande discordância de Keynes, relativa ao mercado de trabalho. O primeiro argumento clássico a ser extirpado era o referente à ausência de desemprego involuntário, com toda desocupação supostamente se atribuindo à recusa da mão de obra em aceitar diminuição dos salários. Segundo o autor, a contração aguda da empregabilidade nos EUA entre 1929 e 1933 mostram a implausibilidade de tal argumento; até porque a classe trabalhadora ficaria menos intransigente em períodos de depressão (Keynes, 1985).

A teoria keynesiana também não acreditava que os salários se ajustassem rapidamente às mudanças nas circunstâncias, ainda mais quando se trata de reduções salariais. Essa visão era resultante de sua observação da Grã-Bretanha; onde, entre 1929 e 1936, os salários não só caíram pouco como chegaram até a aumentar em 1933, a despeito do desemprego alto. Prova inconteste, segundo ele, de que não teria ocorrido nenhum ajuste para baixo nos salários para equilibrar o mercado laboral, como acreditavam os clássicos (Modigliani, 1977; Keynes, 1985; Froyen, 1999). Um dos principais fatores dessa rigidez dos salários seria institucional: no setor sindicalizado do mercado de trabalho, e mesmo em parte do setor não-sindicalizado, os salários são estabelecidos previamente por contratos que “ossificavam” os rendimentos pelo tempo de duração do mesmo (Froyen, 1999).

A terceira polêmica de Keynes com relação à teoria clássica diz respeito aos supostos mecanismos de autocorreção e autoajuste de mercado, levando-o ao equilíbrio. Uma vez que identificou, no núcleo da crise, uma insuficiência de demanda agregada, com as empresas desinvestindo com base em suas baixas expectativas de lucro futuro ante a queda no consumo, a economia entrara numa dinâmica auto reforçadora que acentuou a Depressão, contrariando empiricamente a Lei de Say (Neves, 2020). Por isso, para ele, como elaboro nos parágrafos adiante, seria importante o Estado entrar em cena de modo a regularizar o ciclo econômico. Essa noção deflagraria sua principal diferença com relação aos clássicos, que não acreditavam ser necessária qualquer intervenção governamental e para quem a única fonte de instabilidade econômica seria decorrente das variações na quantidade de moeda (Modigliani, 1977; Froyen, 1999).

Conforme o entendimento de Keynes do cenário de crise na Grã-Bretanha, EUA e demais países industrializados, a grande problemática em comum era uma **insuficiência de demanda agregada**. Mas o que era essa **demand**a agregada? No ordenamento keynesiano, seria composta por três componentes: os gastos governamentais (G), consumo das famílias (C) e investimentos privados ou autônomos (I). Quando um destes fatores varia, a curva de demanda agregada também se desloca. Destes, Keynes acreditava que a instabilidade dos **investimentos privados** era a maior causa das flutuações no ciclo econômico e na renda: mudanças nas inversões, causadas por variações nas expectativas, amplificariam instabilidades e efeitos deletérios sobre preços e produto (Keynes, 1985; Froyen, 1999).

No sistema keynesiano, portanto, o **investimento** é variável-chave, sendo um dos principais fatores explicativos das alterações na renda. Buscando analiticamente as causas do movimento da demanda agregada, Keynes identificou os investimentos como o seu componente autônomo que exibia a maior volatilidade (Keynes, 1985; Froyen, 1999).

Mas o que, afinal, determinava tamanha variância? Para Keynes, os investimentos privados, no curto prazo, são determinados por duas variáveis interligadas: a **taxa de juros** e as **expectativas** das firmas. Aqui, o autor estabelece outra importante distinção com relação à teoria clássica: para ele, a taxa de juros, definida pelas condições de oferta e demanda de moeda, é afetada, pela ótica da demanda, pela preferência por liquidez a cada momento. Esta preferência, por sua vez, é determinada por três motivos: **a) motivo-transação** (transações correntes); **b) motivo-precaução** (segurança); e **c) motivo-especulação**, com intuito de auferir lucros. Dessa forma, para Keynes, parte da demanda por moeda é afetada pelas expectativas dos agentes com relação aos juros futuros: a quantidade de moeda demandada para fins especulativos diminui com aumento dos juros e vice-versa (Modigliani, 1977; Keynes, 1985; Hunt e Lautzenheiser, 2013).

A segunda variável (expectativas), tratada no Capítulo 12 da Teoria Geral, é relevante por aludir à importância do ambiente onde decisões são tomadas e destacar o papel da incerteza no pensamento de Keynes, com os cálculos econômicos se dando sob uma base de conhecimentos precária. Dada a incerteza sobre o futuro, os empresários tomam suas decisões levando o passado ou o retrospecto em consideração; ao passo que também são fortemente influenciados por uma psicologia ou comportamento coletivo da maioria: em certos cenários, seus julgamentos individuais perdem valor ante o julgamento ou as ações da

maioria, induzindo um comportamento de “manada”. É justamente esta confluência de fatores que dota os investimentos de sua natureza intrinsecamente instável (Keynes, 1985; Froyen, 1999).

Além dos investimentos privados, que outros elementos relevantes comporiam a demanda agregada? Na análise de Keynes, tanto os gastos do governo (G) quanto a arrecadação tributária líquida (T) constituiriam os dispêndios autônomos secundários mais importantes, sendo variáveis controladas pelos formuladores e decisores de política econômica e independentes diretamente da renda (Froyen, 1999).

Justamente em função da aludida volatilidade nos investimentos, os Keynesianos viam o setor privado enquanto potencialmente conducente a choques e instabilidades. No entanto, tais instabilidades podem ser neutralizadas por políticas apropriadas de estabilização. Aqui, fica clara a importância das **políticas anticíclicas** na concepção de Keynes: em momentos de crise, depressões acentuadas ou condições desviantes do pleno emprego, a ação do Estado será legítima no que tange ao estímulo da demanda agregada, através da política fiscal e promoção de investimentos, diretamente ou por meio de subsídios (Modigliani, 1977; Keynes, 1985; Froyen, 1999; Hunt e Lautzenheiser, 2013).

Em geral, as políticas monetária e fiscal podem ser usadas em combinação para estabilizar o ciclo econômico. Porém, há situações em que Keynes acreditava que a política monetária seria insuficiente para manter o pleno emprego. Isto se explica, principalmente, pelo contexto que observou nos EUA, onde a taxa de juros já era muito baixa e a margem de manobra da política monetária era insuficiente ante a armadilha de liquidez. Esta observação, naquela quadra histórica, fez com que Keynes e os primeiros keynesianos considerassem a **política fiscal um instrumento anticíclico superior e mais funcional**. No que tange à política fiscal, Keynes advogava uma ampliação dos gastos públicos com projetos socialmente úteis, aumentando as injeções de recursos na corrente econômica; tendo particular predileção por obras como escolas, hospitais, parques e infraestrutura geral (Modigliani, 1977; Keynes, 1985; Hunt e Lautzenheiser, 2013).

A Teoria Geral de Keynes constituiu uma obra complexa, multifacetada e que não necessariamente precisa ser aceita como todo. A despeito disso, a contribuição intelectual e analítica de sua doutrina foi marcada por uma nova racionalidade propícia à maior intervenção do Estado na economia através do reconhecimento de instabilidades no setor privado; e o destaque para políticas de administração anticíclica da demanda, com injeções de gastos, cortes tributários

ou obras financiadas por déficits públicos. É importante frisar, contudo, que Keynes defendia políticas anticíclicas *somente* em casos em que a economia em questão *não* estivesse operando com pleno emprego dos fatores de produção. Caso contrário, de fato, acentuaria pressões inflacionárias (Keynes, 1985). Em situações de excesso ou aquecimento de demanda, portanto, advogava o oposto: políticas restritivas para arrefecer os preços (Modigliani, 1977; Hall, 1989; Froyen, 1999).

Chegando ao fim da seção, destaco algumas observações: a “*Keynesianização*” do pensamento e prática econômica foi um processo gradual, que teve contribuição maior de tecnocratas dos próprios governos do que intelectuais nas universidades ou grupos de interesse específicos; contando também com ajuda da maior disponibilidade de dados econômicos quantitativos, o que permitiu crescente aplicação de teorias (Salant, 1989).

A consolidação do consenso macroeconômico Keynesiano também foi fortemente mediada por atores sociopolíticos e por fatores estruturais; que adaptaram os sentidos da doutrina em cada país. No Reino Unido, onde o movimento trabalhista era mais unificado, a busca pelo pleno emprego foi um eixo estruturante das disputas políticas e auxiliou a difusão do Keynesianismo tanto no Partido Trabalhista quanto entre os Conservadores. Já nos EUA, onde o movimento sindical era descentralizado e os estados empoderados vis-à-vis o governo federal, nunca houve consenso em torno da busca pelo pleno emprego e de uma prática keynesiana solidificada, nem mesmo no Partido Democrata; que diluiu seus princípios e reduziu-os a variações pontuais na política fiscal (Weir, 1989).

Da segunda metade dos anos 1930 e pelas três décadas seguintes, muitos decisores de política, economistas e intelectuais debateram a teoria e receituário de Keynes. Durante os anos de guerra, sob o estímulo de enormes gastos governamentais, as economias capitalistas se transformaram e saíram de um quadro recessivo e de desemprego endêmico para o de escassez de MDO. Essa transição, que implicou reconfiguração estrutural na própria atuação do Estado, conferiu validade às suas ideias e restaurou a confiança no capitalismo como sistema econômico e social viável; afirmando a “nova ortodoxia keynesiana” no pós-guerra, que inspirava um papel governamental mais proativo enfatizando objetivos nacionais e prioridades como o pleno emprego e políticas sociais (Hall, 1989; Hunt e Lautzenheiser, 2013).

Após a Segunda Guerra Mundial, a desocupação no mundo desenvolvido do eixo Atlântico-Norte nunca voltou ao patamar da Grande Depressão, se aproximando de níveis próximos ao pleno emprego pelas décadas seguintes (1950 e 1960). Para um cenário de quase desintegração do capitalismo em princípios dos anos 1930, não é equivocado afirmar que, por décadas, as políticas keynesianas, cujos princípios normativos inclusive conformaram o novo regime internacional de Bretton Woods instaurado em 1944, funcionaram razoavelmente bem (Ruggie, 1982; Helleiner, 1994; Rodrik, 2012; Hunt e Lautzenheiser, 2013). Tecidos os marcos gerais da Teoria Keynesiana, passo agora à segunda narrativa mapeada neste artigo: a do Monetarismo de Milton Friedman.

Milton Friedman e a interpretação ortodoxa / Monetarista

Na seção pregressa, vimos a primeira grande interpretação acerca da severa crise econômica eclodida em 1929 e da Grande Depressão subsequente. Embora a “Revolução Keynesiana” tenha fornecido, naquela quadra histórica, a análise do episódio mais aceita tanto no plano político quanto econômico, tornando-a inclusive hegemônica no debate “*mainstream*” e paradigma dominante na disciplina por algum tempo, esteve longe de ser a única narrativa. Muito pelo contrário, em 1963 os economistas Milton Friedman e Anna Schwartz publicaram “*A Monetary History of the United States, 1867 to 1960*”; que rapidamente se tornou uma obra clássica não apenas na historiografia econômica sobre a Crise de 1929, como também no próprio debate macroeconômico. Destarte, a presente seção sintetizará: a importância do livro, seu contexto teórico-intelectual, suas inspirações prévias e sua influência através de seus distintos aportes.

A obra “*A Monetary History of United States*” foi escrita como parte de um projeto de pesquisa mais amplo que envolveu outros autores e publicações, embora tenha ganhado destaque muito superior e rapidamente se tornando um marco no debate; sendo muito citada por economistas, historiadores econômicos, jornalistas e formuladores de políticas desde então. Nela, os autores dedicaram considerável atenção ao papel dos pânicos bancários na produção de instabilidade monetária nos Estados Unidos (Friedman e Schwartz, 1963; Bordo, 1986).

O livro obteve notoriedade não só por trazer uma narrativa histórica alternativa à Keynesiana e mais consistente – no bojo da ortodoxia neoclássica – para a Grande Depressão, mas também pelo seu inegável fôlego analítico (de reconstituição da história econômica norte-americana) e por ser um marco da

corrente monetarista através da apresentação de uma versão repaginada de teoria quantitativa da moeda ou TQM (Froyen, 1999; Bordo e Rockoff, 2013).

Nesse sentido, a magnitude da influência alcançada por tal obra – e também pela figura de Milton Friedman como pai do Monetarismo – se atesta pelo fato de que a mesma forneceu os principais aportes da TQM moderna: a neutralidade da moeda no longo prazo; os efeitos transitórios da política monetária sobre a atividade real; e a importância da moeda estável e das regras monetárias; foram todos absorvidos pela esmagadora maioria dos modelos macroeconômicos atuais de orientação ortodoxa (Bordo e Rockoff, 2013).

O livro, de recorte temporal longo e cobrindo aproximadamente cem anos desde meados do Século XIX até meados do Século XX, traz um conjunto de discussões sobre os efeitos, mudanças e nuances da política monetária e do sistema financeiro estadunidense; se estendendo até o Pós-Guerra com o impacto das reformas do New Deal e suas consequências para a estabilidade do sistema bancário (Friedman e Schwartz, 1963).

Friedman e Schwartz não escreveram a aludida obra a partir de aportes teórico-metodológicos-analíticos inéditos, mas sim incorporando reflexões progressas do Monetarismo que o próprio Friedman havia inaugurado na década anterior à publicação do livro. Antes de regressar aos meus comentários sobre a perspectiva do livro, sintetizo rapidamente, em parágrafos abaixo, tal corrente da Macroeconomia.

A interpretação **Monetarista**, que germinou tal obra e ganharia particular tração na viragem ideológica do debate nos anos 1970, onde o consenso Keynesiano não mais era capaz de dar respostas políticas à crise de estagflação que acometia os países desenvolvidos, trouxe outra narrativa e concepção que, por sua vez, atribuiu à regulação da oferta de moeda o eixo estruturante da condução de política econômica, com as variáveis monetárias tendo predominância sobre de outra natureza (Froyen, 1999).

O Monetarismo teve em Milton Friedman sua figura central e se ancorava nas seguintes grandes proposições: **a)** de que a oferta monetária seria variável explicativa dominante sobre a renda nominal; **b)** que fatores monetários afetam variáveis reais da economia apenas no curto prazo, enquanto, no longo prazo, afetam os preços (gerando maior ou menor inflação) mas não as variáveis reais; **c)** que a inflação é sempre e em toda parte um fenômeno monetário, no sentido de que só pode ser produzida por um aumento mais rápido da quantidade de moeda do que do produto; e, por fim, que **d)** que o setor privado (firmas e famílias) seria

inerentemente estável e que toda instabilidade econômica resultaria de distorções no mercado introduzidas por equivocadas políticas governamentais “ativistas” (Brunner, 1968; Friedman, 1970).

Com base nessas proposições, duas conclusões são abstraídas por Friedman e se tornariam pilares da teoria monetarista: **1ª)** Que a estabilidade econômica só seria possível com estabilidade no crescimento do estoque de moeda; e **2ª)** Que a política fiscal teria pouco efeito concreto e sistemático tanto sobre a renda quanto sobre a inflação, sendo um instrumento fraco de estabilização vis-à-vis a política monetária. Justamente por tais conclusões, a teoria monetarista centrou fortemente sua análise nas ações dos Bancos Centrais (que regulam, no âmbito formal, o estoque monetário) e defendeu ao máximo sua blindagem de pressões “populistas” ou para dirigir políticas ativistas de modo a obter determinados resultados econômicos no curto prazo, embora fossem inócuas no longo prazo (Brunner, 1968; Friedman, 1970; Froyen, 1999).

Prova inconteste de que as doutrinas monetaristas gozavam de influência significativa já nos anos 1970 sobre a política dos EUA, como o próprio cânone reconhece, é o fato de o FED, em janeiro de 1970, deixar de considerar as “condições do mercado monetário” (ou seja, as taxas de juros) e passar a centrar nos “agregados monetários” (ou seja, a quantidade de dinheiro) como critério para condução de sua política (Friedman, 1970).

Regressando à discussão sobre o livro, parte do arcabouço teórico-metodológico deste, como disto, foi um amadurecimento com relação a reflexões progressas do próprio Friedman. A metodologia que ele e Schwartz empregariam na obra (que veio a ser chamada de “abordagem narrativa”), por exemplo, veio do trabalho “The Methodology of Positive Economics” (1953). Como comenta no referido capítulo, integrado a um livro do autor, a experiência histórica apresentaria evidências convincentes e comparativas sobre como grandes aumentos na quantidade de dinheiro ou no estoque monetário em períodos relativamente curtos são acompanhados por um aumento substancial nos preços (Friedman, 1953).

Já a base teórica do livro se encontrava presente no artigo “The Quantity Theory of Money – A Restatement” de Friedman (1956), que pretendia ser um contraponto ao paradigma keynesiano. Tal artigo foi um dos contribuintes para o Monetarismo engendrar uma verdadeira redefinição da TQM, que havia sido acuradamente criticada por Keynes. Friedman, embora reconhecesse que a teoria original precisava ser atualizada, discordava da literatura inadequada de Keynes e

buscou, portanto, reformulá-la; ampliando-a de modo a transformá-la também numa teoria da renda nominal definida por duas posições caras aos monetaristas: de que o nível de preços se moveria quase proporcionalmente ao estoque de moeda; e que a oferta de moeda seria de influência dominante sobre renda nominal e, no curto prazo, sobre a renda real (Friedman, 1956; 1968; Froyen, 1999).

Portanto, foi com base em tais premissas e postulados teórico-metodológicos do autor que o livro “**A Monetary History of the United States**” discutiu experimentos de política e de regimes monetários. Embora a obra opere, como afirmei, com um recorte temporal longo, se tornou particularmente paradigmática por causa do **Capítulo 7, “The Great Contraction”**, onde os autores mostram cuidadosamente como o FED, projetado para evitar pânico bancários e seu alastramento, falhou em impedir o colapso monetário levando à pior recessão da história dos EUA (Friedman e Schwartz, 1963).

O aludido capítulo do livro, que distingue os fatores geradores e propagadores tanto da crise bancária e de liquidez no início do episódio quanto da contração que duraria até 1933, tece uma radiografia dos acertos e erros na condução da política monetária do FED; concluindo que o declínio no estoque de dinheiro resultante de suas decisões, bem como o programa de esterilização de ouro do Tesouro, intensificaram significativamente a gravidade do declínio na atividade econômica (Friedman e Schwartz, 1963).

Os autores até reconhecem, no livro, que determinados pressupostos das teorias econômicas clássicas foram postos em cheque com o episódio da crise, particularmente o de que os salários monetários rapidamente se ajustariam na direção do equilíbrio e pleno emprego dos fatores de produção. Não obstante, destoando do pensamento keynesiano, não acreditam que a Crise de 1929 nem a Grande Depressão, necessariamente, tenham refutado a TQM, ao menos não como um todo. Uma ilustração, buscando corroborar tal ponto, é que o declínio do produto real nos EUA entre 1929 (eclosão da crise) e 1933, ponto mais baixo da recessão, foi de aproximadamente 30%, em linha com o declínio concomitante do estoque monetário (dos agregados M1 e M2), que também caiu em torno de 30%. Isto seria condizente com os pressupostos da TQM. Esta ótica seria reforçada, conforme Friedman e Schwartz (1963), pelo menor ritmo de circulação monetária decorrente da severa erosão da renda nominal. Essa é a chamada “**hipótese monetária**” inaugurada por Friedman e Schwartz em tal reflexão histórica e incorporada pela escola monetarista definitivamente (Temin, 1976; Froyen, 1999).

Em suma, portanto, de acordo com o livro e com os adeptos da versão repaginada da TQM, declínios acentuados na atividade econômica, como foi o da Grande Depressão de 1929-33, são causados primordialmente pela contração monetária; enquanto os movimentos sustentados de longo prazo do nível de preços, que caracterizam muitos episódios da história monetária, são determinados pelo crescimento da oferta de moeda em relação ao crescimento do produto real. Exatamente por isso, os monetaristas se tornaram antípodas ferrenhos a quaisquer políticas discricionárias por parte dos governos e defendem que estas devam ser atenuadas ao máximo possível via regras monetárias rígidas, como o próprio Friedman já advogou com relação à regulação da oferta de M1 (Friedman, 1970; Bordo, 1986; Froyen, 1999).

Como podemos apreender até aqui, Milton Friedman e os demais monetaristas diferiam radicalmente dos aportes de Keynes. Para os primeiros, por exemplo, a demanda por moeda seria estável ao longo do tempo e não apresentaria deslocamentos erráticos; enquanto, para Keynes, seria instável e se deslocaria conforme mudanças na confiança do público na economia, como a moeda tendo papel duplo enquanto ativo e meio de transação e sua desejabilidade em diferentes momentos sendo determinada por fatores como renda e taxa de juros (Friedman, 1970; Keynes, 1985; Froyen, 1999).

Keynes e a primeira geração de keynesianos do pós-guerra, por particularidades de sua interpretação histórica da Crise de 1929 (particularmente a observação, por parte deles, de uma alta elasticidade da demanda por moeda com relação aos juros), duvidavam do grau de eficácia da política monetária; enquanto os monetaristas, por sua vez, não só discordavam frontalmente como dotavam a política monetária de suma importância e a política fiscal de rol residual (Froyen, 1999).

No aspecto “micro”, a divergência entre monetaristas e keynesianos aqui exposta girou mais em torno do papel exato da política monetária. Num plano maior, contudo, a divergência tange a própria concepção acerca da desejabilidade (ou forma) de qualquer intervenção governamental e políticas ativas de estabilização. Ao contrário dos keynesianos, que, a partir da interpretação histórica da crise de 1929, consideraram o setor privado instável e causador de choques, os monetaristas o consideraram estável e capaz de absorver quaisquer instabilidades. Para os monetaristas, toda instabilidade no capitalismo seria, portanto, nada mais do que fruto de “excessos” governamentais e má condução econômica; posição condizente com a feroz condenação de intervencionismos do

Estado sobre o ordenamento estilizado do mercado que possuem (Brunner, 1968; Friedman, 1977; Modigliani, 1977; Froyen, 1999; Hunt e Lautzenheiser, 2013).

Conclusão

O intuito deste artigo foi apresentar ao leitor uma reconstituição histórica do complexo e delicado período que se inicia com as contradições econômicas da década de 1920, principalmente a superprodução e a especulação que se interligaram pelo sistema de crédito norte-americano, até a eclosão do colapso financeiro em 1929 e a posterior recessão que perdurou quatro amargos anos nos EUA e no mundo. Além disto, dediquei duas seções para tratar de duas teorias que revolucionaram o pensamento econômico e, particularmente, a macroeconomia do século XX: o Keynesianismo e o Monetarismo.

Tentei, dentro das restrições de escopo do ensaio, sintetizar os aportes de cada uma e denotar como, a partir de narrativas de um mesmo interregno histórico, foi possível chegar a doutrinas e correntes de pensamento tão distintas. A escolha desses dois corpos teóricos se justifica perfeitamente pela relevância lograda por cada uma: enquanto o Keynesianismo foi o paradigma hegemônico no pensamento econômico entre a década de 1930 e a década de 1970, o Monetarismo o seria dali em diante. Todos tendo o mesmo ponto de partida, a fatídica crise de 1929.

Para os monetaristas, como dito na seção anterior, a principal causa foi o declínio no estoque monetário produzido pela retirada de moeda do sistema bancário e da decisão dos bancos de aumentarem suas reservas, o que tentaram fazer cortando empréstimos e gerando efeitos multiplicadores contracionistas, agravando a crise de liquidez. A velocidade de circulação da moeda caiu também, com isto. Em suma, a crise bancária foi agravada por erros de política monetária, que deram à crise tamanha severidade, conforme essa escola de pensamento (Friedman e Schwartz, 1963; Temin, 1976; Coggiola, 2009).

Keynes e os Keynesianos possuem interpretação alternativa da Grande Depressão; argumentando que as principais problemáticas causais do episódio foram: o declínio em inúmeros componentes da demanda agregada, tais como consumo, investimentos e exportações (conforme a “**hipótese dos gastos / dispêndios**”); a falta de regulação financeira que culminou tanto na alavancagem quanto quebra do mercado de capitais; e ainda a política econômica que acentuou o ciclo recessivo (Temin, 1976; Keynes, 1985; Froyen, 1999). Contrastando ambas as explanações, uma crê que a política monetária teria sido a melhor ferramenta

para lidar com a crise (Monetaristas), enquanto outros (Keynesianos) atribuíram tal papel à política fiscal (Temin, 1976).

É válido frisar, contudo, que, como Kindleberger e Aliber (2011) pontuam, não obstante méritos das duas narrativas acerca do episódio, ambas não são capazes de esgotar a miríade de fatores relativos a tal recorte temporal; dando pouca atenção, particularmente, aos fatores sistêmicos antecedentes ao crash de 1929, tal como, por exemplo, o colapso do Padrão Ouro, sistema monetário internacional então vigente.

Aliás, o próprio Kindleberger foi responsável por famoso livro, *“The World in Depression”* (1973), onde inaugurou a chamada **Teoria da Estabilidade Hegemônica**; que se tornou canônica dos debates das Relações Internacionais e Economia Política Internacional (EPI), inclusive sendo a primeira teoria genuína dessa última disciplina (Cohen, 2008). Na obra, trouxe outra narrativa, também interessante e inovadora, tratando da imprescindibilidade de um prestador de última instância para estabilizar o sistema internacional; garantindo um mercado relativamente aberto para bens e serviços, regular os empréstimos numa magnitude apropriada, assegurar as transações internacionais e assumir responsabilidade pela estabilidade econômica global com financiamento de curto e longo prazo. Nesse sentido, Kindleberger (1973) argumenta que a contração econômica da Depressão poderia ter sido impedida em 1931 se os EUA tivessem assumido seu rol de potência hegemônica e prestador de último recurso, dada a incapacidade de a Grã-Bretanha executar tais funções após a Primeira Guerra Mundial.

Trata-se de uma perspectiva bastante interessante, a qual não pôde ser delineada neste trabalho de boletim por razões de escopo. Circunscrito por tal limitação, optei, portanto, por centrar no compêndio de fatos históricos estilizados da Crise de 1929 e o impacto que esta teve sobre o pensamento (macro)econômico, através de duas doutrinas influentes como o Keynesianismo e o Monetarismo.

Referências

BORDO, Michael. “Explorations in monetary history: A survey of the literature”. *Explorations in Economic History*, Vol. 23, No. 4, 1986. pp.339-415.

BORDO, Michael; ROCKOFF, Hugh. “Not just the Great Contraction: Friedman and Schwartz’s Monetary History of the United States 1867 to 1960”. *NBER Working Paper Series*, No. 18828, 2013. pp.1-18.

BROGAN, Hugh. *The Penguin History of the USA*. 2ª Ed. New York: Penguin Books, 2001.

BRUNNER, Karl. "The Role of Money and Monetary Policy". *The Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, Vol. 50, 1968. Disponível em: <
https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/68/07/Money_July1968.pdf >. Acesso em 22 de agosto de 2024.

COGGIOLA, Oswaldo. *As Grandes Depressões, 1873-1896 e 1929-1939: Fundamentos econômicos, consequências geopolíticas e lições para o presente*. São Paulo: Alameda, 2009.

COHEN, Benjamin. *International Political Economy: An Intellectual History*. Princeton: Princeton University Press, 2008.

FRIEDMAN, Milton. *Essays in Positive Economics*. Chicago: The University of Chicago Press, 1953.

_____. "The Quantity Theory of Money – A Restatement". In.: FRIEDMAN, Milton (Ed.). *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: The University of Chicago Press, 1956. pp.3-24.

_____. "The Role of Monetary Policy". *American Economic Review*, Vol. 58, No. 1, 1968. pp.1-17.

_____. *The Counter-revolution in Monetary Theory*. London: Institute of Economic Affairs, 1970.

FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.

FROYEN, Richard. *Macroeconomia*. São Paulo: Saraiva, 1999.

GALBRAITH, John Kenneth. *O Colapso da Bolsa, 1929: Anatomia de uma Crise*. São Paulo: Editora Expressão e Cultura, 1972.

HALL, Peter. "Introduction". In.: HALL, Peter (Ed.). *The Political Power of Economic Ideas: Keynesianism across Nations*. New Jersey: Princeton University Press, 1989. pp.3-26.

HELLEINER, Eric. *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

HOBBSBAWN, Eric. *A Era dos Extremos: O breve século XX, 1914-1991*. São Paulo: Cia das Letras, 1995.

HOOVER, Herbert. *The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929-1941*. New York: The Macmillan Company, 1952.

HUNT, E.K.; LAUTZENHEISER, Mark. *História do Pensamento Econômico: Uma perspectiva crítica*. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

KEYNES, John Maynard. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. 2ª Ed. São Paulo: Abril / Nova Cultural, 1985.

KINDLEBERGER, Charles. *The World in Depression, 1929-1939*. New York: Penguin Books, 1973.

KINDLEBERGER, Charles; ALIBER, Robert. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. 6ª Ed. New York: Palgrave Macmillan, 2011.

MARICHAL, Carlos. *Nova história das grandes crises financeiras: uma perspectiva global, 1873-2008*. São Paulo: Editora FGV, 2016.

MODIGLIANI, Franco. "The Monetarist Controversy, or Should We Forsake Stabilization Policies?". *American Economic Review*, Vol. 67, No. 2, 1977. pp.1-17.

NEVES, Filipe Peixoto. "A Grande Depressão Americana: Exposição dos discursos divergentes sobre a crise que abalou o Século XX". *Revista Mundo Livre*, Vol. 6, No. 2, 2020. pp.184-201.

RODRIK, Dani. *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*. Nova Iorque: W. W. Norton, 2012.

RUGGIE, John Gerard. "International Regimes, Transaction, and Change". *International Organization*, Vol. 36, No. 2, 1982. pp.379-415.

SALANT, Walter. "The Spread of Keynesian Doctrines and Practices in the United States". In.: HALL, Peter (Ed.). *The Political Power of Economic Ideas: Keynesianism across Nations*. New Jersey: Princeton University Press, 1989. pp.27-52.

TEMIN, Peter. *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*. New York: W.W. Norton, 1976.

VILLARREAL, René. *A Contra-Revolução Monetarista: Teoria, Política Econômica e Ideologia do Neoliberalismo*. Rio de Janeiro: Editora Record, 1984.

WEIR, Margaret. "Ideas and Politics: The Acceptance of Keynesianism in Britain and the United States". In.: HALL, Peter (Ed.). *The Political Power of Economic Ideas: Keynesianism across Nations*. New Jersey: Princeton University Press, 1989. pp.53-86.

