

## De especulação também se vive: história das crises financeiras no capitalismo (século XVII a meados do século XX)

Marcos Lobato Martins<sup>1</sup>

“O dinheiro é a maior evidência de que o diabo existe.”  
(Santo Agostinho, 354-430)

“Irei até o Paraíso (...) onde se vendeu a primeira ação do mundo. Eva comprou-a à serpente, com ágio, vendeu-a a Adão, também com ágio, até que ambos faliram.”  
(Machado de Assis, crônica de 23/10/1892)

Setembro de 2008. Pânico nas bolsas de valores mundo afora. Falências de grandes bancos nos Estados Unidos e na Europa. Reuniões de emergência entre governantes e presidentes de bancos centrais, das quais saíram medidas trilhonárias de socorro aos mercados financeiros e apelos para que todos mantivessem a calma. Analistas e jornalistas apavorados, desarvorados, torceram por boas notícias, ainda mais depois que Alan Greenspan, presidente por dezenove anos do Federal Reserve (o banco central norte-americano), descreveu a crise como “algo que provavelmente acontece apenas uma vez por século”. E pessoas comuns, na América, Europa e Ásia, temeram por seus empregos e por suas economias, numa espiral crescente de medo e desconfiança. Certamente será assim que os historiadores descreverão, no futuro, os eventos da crise financeira que teve início com o estouro da “bolha imobiliária” americana e ameaça colocar fim a longo período de expansão mundial. Há quem batize essa crise como o “primeiro *crash* da globalização”. Outros a vêem como o início do fim do “império norte-americano” e a certidão de óbito do neoliberalismo.

No calor dos acontecimentos, costuma existir exagero, como é o caso de comparar a crise atual com a quebra da Bolsa de Nova Iorque (em 1929) e a Grande Depressão que se seguiu. Para os historiadores econômicos, a assombrosa perda de riqueza que está ocorrendo agora, graças ao derretimento do sofisticado mercado financeiro construído nos países centrais do capitalismo nas últimas décadas, evidencia algo mais prosaico. Prosaico, embora terrível. O capitalismo é inseparável de crises financeiras agudas, tanto mais intensas quanto maior é a financeirização da riqueza. A história do capitalismo pode ser contada, portanto, através dos dramáticos enredos das numerosas crises financeiras que ele engendra. Esse sistema econômico é feito de ciclos de expansão que desembocam em crises, para renascer adiante, reestruturado e fortalecido. A propósito, é conhecido o ditado do banqueiro inglês Lord Overstone (1796-1883), que no século XIX sintetizou os humores do capitalismo: “Quietude, progresso, confiança, prosperidade, excitação, especulação, convulsão, pressão, estagnação, fim e, novamente, quietude”. De modo que, antes de vaticinar cenários apocalípticos, convém examinar a história das crises financeiras capitalistas. É o que se propõe aqui, com a devida brevidade. Não há nenhuma pretensão de se proceder a estudo exaustivo das crises financeiras da história do capitalismo, mas tão-somente de, apoiado na historiografia existente, tentar analisar elementos comuns da dinâmica dessas crises e de suas relações com o desenvolvimento econômico.

### Lucro, competitividade e instabilidade

Considerado o criador da moderna economia, o escocês Adam Smith (1723-1790), no livro “A Riqueza das Nações”, apreendeu magnificamente o princípio motor do capitalismo: “Não é da benevolência do padeiro, do açougueiro ou do

---

<sup>1</sup>- Doutor em História Econômica pela USP. Professor dos Cursos de História e Direito das Faculdades Pedro Leopoldo, MG (FPL).

cervejeiro que eu espero que saia o meu jantar, mas sim do empenho deles em promover seu próprio auto-interesse”. Noutras palavras, é a vontade de obter dinheiro e lucro que anima os agentes econômicos, que faz os mercados funcionarem e, segundo Smith, promoverem, de lambuja, o bem-estar dos indivíduos e da coletividade. Livres da interferência dos governos, as forças de mercado seriam guiadas por uma “mão invisível”, onisciente e onipotente, capaz de alocar eficazmente os recursos disponíveis. O mercado capitalista, sob o regime do *laissez-faire*, *laissez-passer*, produziria a marcha inelutável para o progresso. Ao Estado caberia, conforme Adam Smith, garantir a ordem e a segurança contra os inimigos externos.

As crises econômicas e as revoluções sociais do século XIX colocaram em xeque a visão idealizada do liberalismo de Adam Smith. Eis o século de Karl Marx (1818-1883), o mais eminente crítico do capitalismo. A partir da leitura dos pioneiros ingleses da Economia Política, Marx construiu uma poderosa e influente interpretação da economia e da sociedade capitalistas, na qual ganharam relevo as falhas – e, portanto, as crises – inerentes à dinâmica das forças de mercado. O ponto de partida marxiano é o mesmo: o mercado é o princípio organizador da sociedade capitalista, de maneira que essa sociedade está presa a forças subterrâneas que têm vida própria. No interior do mercado, movem-se indivíduos impulsionados pelo desejo de ganhar dinheiro, de acumular capital. Indivíduos desiguais, uma vez que há entre eles os proprietários dos meios de produção, os “capitalistas”, e os que são obrigados a vender sua força de trabalho para fazer funcionar tais meios – a massa de “trabalhadores”. Todos, sem exceção, estão metidos numa concorrência econômica implacável, que resulta do apetite de expandir os ganhos pessoais e do próprio movimento de reprodução ampliada do capital. O capital, como frisava Marx, busca incessantemente a valorização, por isso é intrinsecamente dinâmico. O pensador alemão escreveu cruamente no volume 1 de “O Capital”: “um capitalista sempre mata muitos”.

O mecanismo da competição econômica, segundo Marx, gerava simultaneamente tanto a riqueza quanto a pobreza, bem como a tendência à concentração dos capitais. O capitalismo começara com empresas pequenas e adaptáveis e seguia na direção do predomínio dos empreendimentos em larga escala, tecnologicamente “rígidos”. Alguns números mostram o acerto da análise de Marx: nos Estados Unidos, em 1865, todos os ramos industriais existentes abrigavam numerosas empresas competitivas; em 1904, porém, uma ou duas firmas gigantes controlavam metade da produção norte-americana em 78 ramos industriais. Hoje, 350 empresas transnacionais controlam um terço do PIB industrial do planeta.

Para manter o movimento de acúmulo de capital, prosseguia Marx, há que ocorrer aumento da quantidade da produção e mudança da qualidade da produção. De maneira que a mudança, ou melhor, a propensão a mudanças é uma norma da vida cotidiana no capitalismo. O resultado aparece sob a forma de ondas de inovações que alteram a capacidade produtiva e a composição social. Adam Smith acertara ao apontar o papel central, na economia capitalista, da expansão da produtividade do trabalho. E, depois de Marx, o economista Joseph Schumpeter (1883-1950) descreveu a mais formidável maneira de acumular capital, a “destruição criativa” – deslocamento de um processo ou produto por outro nas mãos de empresas gigantes.

Mas a trajetória da economia capitalista não é suave, tampouco apenas ascendente. Marx dedicou bastante atenção aos solavancos da roda da fortuna capitalista. Assinalou a tendência recorrente da economia de perder impulso e até mesmo de ir para trás, vivendo em “ciclos”, passando de períodos de expansão para períodos de contração. A explicação para os ciclos pode ser encontrada nos excessos e desajustes de oferta e demanda, nas retrações de crédito e nas variações de otimismo e pessimismo entre os agentes econômicos. Economias nacionais também podem ser afetadas por disputas agressivas por mercados externos. Por outro lado, os historiadores econômicos sabem que as mudanças na trajetória de longo prazo das taxas de crescimento econômico decorrem de fatores como o aparecimento de

rupturas tecnológicas ou institucionais e alterações nas relações de força entre trabalho e capital (embates entre sindicatos, empresas, governos, opinião pública), implicando variações na “taxa de salário” com impactos sobre a “taxa de investimento”.

Ao invés da imagem de equilíbrio (mesmo que dinâmico) que domina a obra de Adam Smith sobre o capitalismo, Marx acentua a instabilidade crônica, visceral desse sistema econômico. Os economistas de hoje julgam que a causa dessa instabilidade é o infraconsumo, isto é, a tendência crônica à insuficiência de demanda. O avanço técnico, que é imperativo posto pela competição entre as firmas, leva, simultaneamente, à ampliação da capacidade produtiva e ao desemprego crônico de parcelas da população. O efeito final da combinação desses dois processos é a insuficiência de mercados. No decorrer do século XX, o keynesianismo representou a tentativa mais influente de resolver, nos limites do sistema capitalista, o problema da sua instabilidade. Especialmente na Europa do pós-1945, promoveu-se a intervenção estatal com vistas ao crescimento dos salários e dos dispêndios públicos de interesse social, bem como o controle da ação das grandes corporações empresariais pelo Estado e Sociedade Civil organizada.

No plano mais geral, Marx assinalou que a concorrência entre as empresas e a luta de classes (burguesia X proletariado), ao gerarem perturbações sobre o tecido econômico-social, forçaram o desenvolvimento de sistema complexo de arbitragem, de leis e de normas cujo objetivo era dissipar as tensões sociais acumuladas no decurso do tempo. O que significa dizer que uma ordem política específica é necessária para a reprodução das relações capitalistas. Uma ordem marcada pela dualidade de reinos, o “público” (Estado) e o “privado” (Economia), com fronteiras ambíguas e pouco nítidas, interdependentes, mas legalmente separados. Nessa dependência mútua, o reino do capital ficou por cima, uma vez que a primeira preocupação do Estado é ajudar e apoiar a acumulação de capital. Daí porque Marx afirmou, no “Manifesto Comunista”: “O Estado é o comitê de negócios da burguesia”. Algo, aliás, admitido sem constrangimentos pelo presidente dos Estados Unidos antes do *crash* de 1929, Calvin Coolidge (1872-1933), para quem: “O negócio do governo são os negócios”. Para Marx, portanto, o Estado tem que lidar com as instabilidades e crises inerentes ao capitalismo, zelando pela estabilidade macro-econômica e, como os economistas de hoje dizem, minimizando falhas e imperfeições de mercado.

Enfim, a interpretação de Marx põe em relevo três características do capitalismo histórico: a) aguda instabilidade; b) baixa previsibilidade e; c) difícil governabilidade. Para se ter uma idéia da montanha-russa que é a economia capitalista, basta lembrar que, desde 1790, há registros confiáveis de pelos menos 46 ciclos econômicos irregulares. Entre 1854 e 1919, a duração média de uma recessão era de 22 meses, quase dois anos. Nos Estados Unidos, a economia se retraía em média a cada 49 meses, isto é, a cada quatro anos. O contraste com as últimas décadas é espantoso. Atualmente, as recessões duram em média 8 meses, e o intervalo entre as recessões americanas subiu para 100 meses, mais de oito anos. A principal razão para essas diferenças é a intervenção do Estado na economia, por meio de políticas fiscais e monetárias. Todavia, as crises econômicas continuam freqüentes. Nos Estados Unidos, desde 1945 até hoje, calcula-se que cerca de 60 grandes casas financeiras entraram em crise, sendo vendidas, incorporadas ou fechadas. Segundo o FMI (Fundo Monetário Internacional), desde 1970 ocorreram 124 crises financeiras pelo mundo afora.

Tendo em vista estas características do capitalismo, o economista Hyman Minsky (1919-1996), um dos pioneiros no estudo de crises financeiras, observou ironicamente, em 1982, que o mais significativo evento econômico desde a Segunda Guerra Mundial (1939-1945) “é algo que não aconteceu: não houve uma depressão profunda e duradoura” na economia internacional. Será que esse evento está começando agora?

### **Crescimento, crédito e mercado financeiro**

O capitalismo contemporâneo tem seu cartão de visitas nos enormes shoppings centers e nas suntuosas agências bancárias. As pessoas das metrópoles e grandes cidades circulam por esses lugares praticamente todo dia, fazendo compras compulsivamente e tomando numerosos empréstimos, o que é fundamental para o crescimento econômico. O capitalismo depende da propensão para o consumo, fato que Henry Ford expressou muito bem quando afirmou: “Quem faz o emprego do trabalhador é o consumidor, que é o próprio trabalhador”. Para manter a pleno gás o reator da demanda, as empresas começaram a criar, elas próprias, as necessidades de novos bens e serviços, incrementando a pesquisa, o projeto e o marketing. Chuvas de novos “objetos de desejo” caem sobre os consumidores todos os anos: roupas, sapatos, eletroeletrônicos, automóveis, casas, pacotes turísticos, etc. Seduzidos, os consumidores precisam de crédito para comprar os bens e serviços que anseiam. As empresas também precisam de crédito para expansão de seus negócios, capital de giro, financiamento de inovações e da comercialização de seus produtos e de quem lhes ajude a lançar títulos nos mercados de capitais. Por isso mesmo, os bancos são peças vitais da engrenagem capitalista contemporânea. Sem eles, a economia pára de funcionar.

Todavia, os bancos não são como as indústrias. Os bancos operam, por natureza, *alavancados*. Eles criam dinheiro, na medida em que possuem capacidade de gerar meios de pagamento. Os depósitos à vista que os bancos captam de indivíduos e empresas são multiplicados por meio de empréstimos para terceiros, inclusive outros bancos. Assim, o sistema bancário cria crédito e possibilita negócios que não seriam viáveis sem ele. O decisivo, porém, é o fato de que, no sistema bancário, o crédito de um é o débito do outro. Uma cadeia intrincada de créditos e débitos liga invisivelmente os bancos entre si e com seus clientes. De modo que a falência de um banco pode ser vista como a derrocada do sistema bancário, causando prejuízos generalizados, muito maiores do que o fechamento de uma única empresa do setor produtivo da economia poderia acarretar.

Face às transações cada vez maiores que singularizam a economia atual, os bancos são forçados a ampliar sua base de captação de recursos, o que os empurra na direção da internacionalização. Como conseqüência, os sistemas bancários do mundo estão crescentemente integrados, processo facilitado pelos avanços tecnológicos verificados nas últimas décadas. Quanto maior a integração, maior a possibilidade de captação e repasse; reversamente, quanto mais internacionalizado o sistema bancário, maiores os efeitos negativos de suas eventuais crises.

A posição estratégica dos bancos na economia é algo relativamente recente. Nos primórdios do capitalismo, o período mercantilista dos séculos XV a XVIII, a atividade principal dos bancos concentrou-se no financiamento da dívida pública dos Estados europeus (garantida por impostos) e do comércio a longa distância (monopolizado por companhias privilegiadas). Na Inglaterra da Revolução Industrial (1760-1830), os bancos mantiveram sua atuação tradicional, participando marginalmente do financiamento dos novos empreendimentos fabris. As atividades industriais lançaram mão de economias familiares e do reinvestimento de lucros gerados pelas próprias indústrias, estratégia que constituiu uma espécie de autofinanciamento. Caminho possível naqueles tempos pioneiros, uma vez que os capitais exigidos pelas fábricas eram relativamente modestos. Na segunda metade do século XIX, o papel dos bancos, principalmente nos Estados Unidos e na Alemanha, sofreu transformações de monta. Enquanto os bancos ingleses aumentaram suas operações de desconto mercantil e reforçaram sua função de sistema de crédito internacional, as instituições financeiras americanas e alemãs assumiram a função de antecipação de capital-dinheiro para as empresas, colocando o crédito a serviço da formação de corporações econômicas gigantescas.

Marx havia notado a tendência de concentração/centralização dos capitais, sob o predomínio do sistema de crédito. O desenvolvimento do capitalismo colocou os bancos na direção das esferas mercantil e produtiva. A expansão e a autonomização

do *capital a juros*, desdobramento, conforme Marx, da lei geral da acumulação capitalista, seria a condição necessária para se colher novas oportunidades de lucro. Esse capital a juros, sob forma “livre” e líquida, possibilitou a fusão dos interesses entre os bancos e a indústria, concretizada na forma das “sociedades anônimas” no final do século XIX. A propósito, convém citar as palavras do economista inglês John Hobson (1858-1940), autor do livro “The Evolution of Modern Capitalism”:

“Quando nos damos conta do duplo papel desempenhado pelos bancos no financiamento das grandes companhias, primeiramente como promotores e subscritores (e freqüentemente como possuidores de grandes lotes de ações não absorvidas pelo mercado) e, em segundo lugar, como comerciantes de dinheiro – descontando títulos e adiantando dinheiro – torna-se evidente que o negócio do banqueiro moderno é a gestão financeira geral e que a dominação financeira da indústria capitalista é exercida fundamentalmente pelos bancos”.

Esse processo deu origem, simultaneamente, a uma “classe financeira”, que torna a gestão empresarial intrinsecamente especulativa, repleta de práticas destinadas a ampliar “ficticiamente” o valor do capital existente. Conforme Hobson: “A reforma da estrutura empresarial à base do capital cooperativo, mobilizado a partir de inúmeras fontes privadas e amalgamado em grandes massas, é utilizada em favor da indústria lucrativa por diretores competentes das grandes corporações”. A ênfase está posta sobre os diretores competentes, isto é, a “classe financeira” que promove a solidariedade entre bancos e empresas e constitui uma “comunidade de negócios”, que especula nos mercados de capitais e de dinheiro. Essas práticas só podem ter livre curso com o alargamento do crédito, exigindo a constituição de enorme e complexo aparato financeiro. O “financista” utiliza sua função de direção dos fluxos de capital, que é legítima e profícua, para desenvolver abusivamente métodos de ganho privado, manipulando, como feiticeiro, pilhas de papéis e estimativas de retornos e riscos para atrair a confiança de poupadores que lhes destinam suas economias.

Na base do crédito, que é o ingrediente catalítico do capitalismo moderno controlado pelo “financista”, repousa a confiança, substância que os latinos chamavam *fiducia*. Os mercados financeiros dependem de que os homens confiem uns nos outros, honrem os contratos realizados e conheçam o valor relativo dos ativos de cada agente econômico (que só existe porque ele reconhece o valor relativo dos outros).

### **Crises financeiras nos primórdios do capitalismo**

Desde o surgimento dos bancos na Idade Média, a história das finanças é repleta da imagem de investidores inconformados com os resultados da própria cupidez. O capitalismo, por assim dizer, banalizou essa imagem, enquanto tornava os efeitos negativos de sua presença cada vez mais agudos e abrangentes. Entre os séculos XV-XVIII, a fase do capitalismo comercial ou mercantilista, quando, conforme Fernand Braudel (1902-1985), a competição entre os países europeus era o lugar dos grandes predadores e lucros capitalistas, existem antepassados relativamente modestos dos grandes *crashes* dos séculos XX e XXI.

Um desses antepassados citados freqüentemente é a curiosa “bolha das tulipas”, que produziu estragos na Holanda do século XVII. A “bolha das tulipas” é vista por muitos como a primeira bolha de mercado, e comparada com a crise da Nasdaq, a bolsa das empresas pontocom nos Estados Unidos.

As tulipas chegaram à Europa, provavelmente vindas da Turquia, em meados dos anos 1500. Na Holanda, os portos encheram-se de flores, especiarias e plantas exóticas, destacando-se as tulipas, cujo cultivo teve início ali em 1593. No alvorecer do século XVII, a flor já era muito usada por jardineiros e apreciada por colecionadores, em decorrência de sua beleza. Rapidamente, a popularidade da tulipa cresceu. Mudanças especiais receberam nomes extravagantes ou de almirantes da marinha holandesa. As mais desejadas tinham cores vívidas, linhas e pétalas flamejantes. A tulipa tornou-se

artigo de luxo e símbolo de status, estabelecendo-se a competição entre indivíduos das classes altas, mercadores e artesãos, pela posse das variedades mais raras. Os preços começaram a disparar. Em 1623, um simples bulbo da variedade *Semper Augustus* custava 1.000 florins. As tulipas eram trocadas por terras, animais e casas. Um bom negociante de tulipas conseguia ganhar 6.000 florins por mês, quando a renda média anual, à época, era de 150 florins.

O movimento ascendente dos preços das tulipas não cessou até 1635-36. Então, 40 bulbos foram vendidos por 100.000 florins – recorde espantoso, pois uma tonelada de manteiga custava cerca de 100 florins e oito porcos graúdos custavam 240 florins. O bulbo da *Semper Augustus* alcançou, em 1637, o preço de 6.700 florins (equivalentes, em 2002, a 60 mil dólares). As tulipas eram negociadas nas bolsas de valores das ricas cidades holandesas, atraindo a atenção de muita gente. Muitas pessoas venderam ou negociaram suas posses no intuito de especular no mercado de tulipas. Negociantes passaram a vender bulbos de tulipas que tinham acabado de plantar ou que tencionavam plantar – os chamados contratos futuros de tulipas –, em transações conhecidas como *windhandel* (“negócio de vento”). Na base das expectativas exageradas a respeito da evolução dos preços das tulipas estava o Banco de Amsterdã, com sua capacidade de estender o crédito e suportar o avanço da especulação.

Porém, no início de 1637, a “bolha das tulipas” estourou. Surgiu a suspeita de que a procura por tulipas não duraria. O movimento de subida dos preços dos bulbos terminou, induzindo os comerciantes a vendê-los. Os preços, então, subitamente caíram 90%. Alastrou-se o pânico no mercado. Muitos compradores deixaram de honrar os contratos de compra de tulipas, já que os preços constantes nos papéis eram dez vezes superiores aos preços de mercado. Alguns compradores pagaram uma fração aos vendedores, freqüentemente menos de 5% do preço combinado. Outros acharam-se na posse de bulbos cujo preço era, agora, muito inferior ao que haviam pago. Os severos juizes holandeses consideraram as dívidas sem valor legal, porque resultantes de negócios especulativos, o que deixou os vendedores de tulipas sem o poder de executar o pagamento dos contratos. Por conseguinte, milhares de holandeses, incluindo membros da alta sociedade, tiveram prejuízos enormes e ficaram arruinados.

Esta versão da “tulipomania”, amplamente aceita, está baseada em relatos posteriores como o do inglês Charles MacKay, “Extraordinary popular delusions and the madness of crowds”, publicado em 1843. Recentemente, a pesquisadora Anne Goldgar contestou essa versão. Segundo ela, muito do que nós ouvimos sobre a tulipomania não é verdade. Ela não teria identificado uma única pessoa falida por causa da “bolha das tulipas”. Apenas um pequeno grupo de mercadores e artesãos holandeses estava, conforme Goldgar, envolvido nos negócios de flores, que seriam semelhantes ao mercado de arte atual. Quando os preços das tulipas subiram e, no início de 1637, despencaram subitamente, os efeitos financeiros teriam sido modestos. Os mercadores e artesãos envolvidos com as tulipas sobreviveram ao *crash*, porque o comércio de bulbos era atividade paralela às suas profissões reais. Para Anne Goldgar, autora de “Tulipmania: Money, Honor, and Knowledge in the Dutch Golden Age” (University of Chicago Press, 2007), o episódio destruiu o código de honra subjacente ao capitalismo holandês. Quando os compradores de tulipas rasgaram os contratos, a confiança e o crédito sofreram. Daí sua conclusão de que a “tulipomania” foi uma crise social, não uma crise financeira. Talvez tenha mesmo ocorrido exagero sobre o tamanho da “bolha das tulipas”, mas o juízo de Goldgar é difícil de aceitar por inteiro, uma vez que o referido evento teria impactado negativamente o ambiente de crédito na Holanda seiscentista, como ela própria escreveu.

No início do século XVIII, a poderosa Inglaterra ficou às voltas com a “bolha dos Mares do Sul”, episódio de especulação desenfreada envolvendo as ações da South Sea Company. Endividado por gastos de guerra, em 1711 o governo inglês obteve desta companhia empréstimo de 11 milhões de libras, a ser financiado a juros

de 6%. A companhia recebeu, ainda, garantia do monopólio das trocas nos Mares do Sul. A empresa aceitou o negócio, de olho nas oportunidades de ganho com o comércio de escravos e as trocas nos portos das colônias espanholas. Os diretores da South Sea Company acreditaram que conseguiriam obter ouro e prata hispânicos mascateando lã e tecidos ingleses.

Para financiar as operações, a South Sea Company começou a emitir ações. Os investidores foram atraídos pelos lucros potenciais associados ao monopólio em poder da companhia. Várias emissões de ações foram realizadas com sucesso, enquanto os diretores cuidavam de alimentar a imagem de prosperidade da empresa, abrindo diversos escritórios e espalhando boatos de que a Espanha garantiria o uso total dos portos coloniais pelos navios da companhia. Na verdade, o que a Espanha admitira fora três navios por ano. Virou mania possuir ações da South Sea Company, o que estimulou outras empresas a entrarem no mercado de ações. Os investidores responderam com avidez. Fortunas formaram-se do dia para a noite. A euforia cresceu – até mesmo Sir Isaac Newton adquiriu ações da South Sea Company – e alcançou a Europa continental, onde muitos investidores compraram ações negociadas em Londres.

Mas em 1718, o início da beligerância entre Inglaterra e Espanha inviabilizou os planos da South Sea Company. Os seus diretores, então, inescrupulosamente emitiram mais ações. Em seguida, venderam seus papéis, obtendo lucros elevados. Quando os investidores se aperceberam da realidade da companhia, as ações despencaram. Os diretores da South Sea Company fugiram para outros países. Isaac Newton perdeu 20 mil libras. Milhares de pessoas perderam muito dinheiro. O governo inglês reagiu proibindo a emissão de ações, medida que foi relaxada somente um século depois, em 1825. A economia da velha Albion, portanto, ressentiu-se com o episódio.

Há quem veja analogias entre a “bolha dos Mares do Sul” e a crise desencadeada pela falência da Enron, gigante americana da energia, ocorrida nos anos 1990. Corrupção, gestão fraudulenta, ganância de executivos, expectativas irreais, fiscalização leniente. Ingredientes que fomentam crises.

### **As corridas bancárias no século XIX**

O século XIX, época que assistiu ao amadurecimento do capitalismo, foi marcado por grande número de crises financeiras, que tiveram como protagonistas bancos e corretoras de valores. Desde 1825 até a Primeira Guerra Mundial (1914-1918), ocorreram crises financeiras internacionais em virtualmente todas as décadas. O quadro abaixo, que recolhe apenas casos mais famosos, evidencia esse fato:

Quadro 1 – Crises financeiras na Europa e nos Estados Unidos (1772 a 1907)

Evento	País de origem	Ano
Quebra do Ayr Bank	Escócia	<i>Junho 1772</i>
Quebra do Pole Thornton & Co.	Inglaterra	<i>Dezembro 1825</i>
Quebra da Bolsa de Valores	Inglaterra	<i>Dezembro 1836</i>
Bolha das Ferrovias	Inglaterra	<i>1847</i>
Bolha das Ferrovias	Estados Unidos	<i>Agosto 1857</i>
Quebra do Overend & Guernsey	Inglaterra	<i>Mai 1866</i>
Quebra do Crédit Mobilier	França	<i>1867-1871</i>
Quebra da Bolsa de Valores	Áustria/Alemanha	<i>1873</i>
Quebra do Jay Cooke & Co.	Estados Unidos	<i>Setembro 1873</i>
Quebra do Union Générale	França	<i>1882</i>
Quebra do Barings Brothers	Inglaterra	<i>Novembro 1890</i>
Quebra da Bolsa de Valores	Estados Unidos	<i>1893</i>
<i>Quebra da Bolsa de Valores</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>1907</i>

A falência do banco inglês Overend & Guerney ilustra o tipo de crise bancária decorrente do “contágio” de instituições financeiras menores que, embora solventes, enfrentam dificuldades de liquidez (dinheiro) para honrar seus compromissos porque perdem, repentinamente, o acesso a recursos. Convém, portanto, examinar esse caso.

Antigo e respeitado banco da *City*, o Overend & Guerney era, conforme o jornal “The Times of London”, o maior instrumento de crédito do Reino, recebedor dos fundos excedentes dos pequenos bancos espalhados pela Inglaterra. Daí ser conhecido como “The Corner House”, isto é, o agente que detinha a posição de controlar a maior parte do mercado de descontos de títulos bancários. Quando, em 1856, morreu Samuel Guerney, o fundador do banco, uma nova geração de sócios assumiu o comando da instituição e abandonou dois séculos de austera administração quaker. Eles começaram a emprestar os fundos de curto-prazo depositados no Overend & Guerney para financiar empreendimentos de retorno a longo-prazo: navios, portos, e principalmente estradas de ferro. Quando os resultados esperados não ocorreram (no caso das ferrovias, após a febre de construção de meados do século, a concorrência excessiva entre as empresas causou extraordinária queda dos lucros), boatos espalharam-se e os depositantes do banco Overend & Guerney começaram a exigir seu dinheiro de volta. Então, os ativos em mãos do grande banco da *City* mostraram-se ilíquidos e sem valor. Nas palavras de Walter Bagehot (1826-1877), à época editor do “The Economist”, os sócios geriram os negócios do banco “de maneira tão inescrupulosa e tola a ponto de qualquer criança que tivesse aplicado dinheiro na *City* teria se saído melhor”. Em maio de 1866, a corrida bancária teve início.

Os controladores do Overend & Guerney acreditaram que viria socorro do Banco da Inglaterra. Este enviou uma comissão para examinar a situação do banco, cujo relatório confirmou a falência. O Banco da Inglaterra viu-se diante de decisão delicada: deixar a casa falir e gerar pânico ou salvar o Overend & Guerney, o que significaria que muitas firmas do mercado financeiro em dificuldades também poderiam pleitear socorro. O Banco da Inglaterra decidiu dar de ombros, julgando que o pânico seria curto. Sem sucesso, os acionistas do Overend & Guerney foram induzidos a injetar dinheiro numa tentativa desesperada de salvar a casa. Com a concordância de William Gladstone (1809-1898), e visando aumentar a captação de depósitos, o Banco da Inglaterra majorou a taxa de juros para 10%. Essa medida intensificou o pânico, pois agravou a situação dos pequenos bancos e de várias empresas que tinham tomado empréstimos antes da crise, levando-os à falência. A multidão furiosa rumou para Lombard Street, rua de Londres onde ficavam as sedes de muitos bancos. A polícia interveio. Muita gente teve perdas pesadas. Uns poucos depositantes do Overend & Guerney recuperaram seu dinheiro, após longos litígios judiciais. Os sócios desse banco perderam seus bens, obras de arte e dinheiro, foram processados criminalmente, mas terminaram absolvidos.

A crise financeira inglesa de 1866 produziu um debate sobre a natureza das corridas bancárias e os meios para interrompê-las antes que elas afetassem a economia nacional. Em 1873 surgiu o livro de Walter Bagehot, “Lombard Street”, propondo que deveria existir um “emprestador de última instância” capaz de injetar liquidez temporária nas instituições que enfrentassem problemas de acesso a dinheiro, mas não eram insolventes. No caso, esse papel caberia ao Banco da Inglaterra, que deveria ter socorrido os pequenos bancos clientes do Overend & Guerney. Para o jornalista e economista inglês, o “emprestador de última instância” deveria: a) emprestar somente para bancos solventes que apresentassem boas garantias; b) emprestar a uma taxa mais alta de modo que somente os bancos ilíquidos buscassem esse dinheiro, deixando a provisão ordinária de crédito nas mãos do mercado e; c) anunciar com antecedência sua prontidão de emprestar sem limites para estabilizar o mercado e deter, no estado inicial, o “contágio” do sistema financeiro. Bagehot escreveu ainda que uma crise financeira possui três fases: o alarme, quando o público percebe que uma ou outra instituição está fragilizada e pode quebrar; o pânico,

quando se desconfia que todo ou quase todo o sistema financeiro pode estar abalado e; a loucura, quando cada um se convence que não há mais salvação e é o salve-se quem puder.

A proposta de Bagehot foi empregada pela primeira vez na crise do Barings Brothers, tradicional banco de investimentos londrino que foi salvo de *crash* resultante de sua forte “exposição” aos títulos da dívida pública argentina. Situação que guarda semelhanças com a chamada “crise da dívida externa” dos países emergentes no início da década de 1980, que perturbou os mercados financeiros americano e europeu. A crise do Barings em 1890 é a contraface da crise do balanço de pagamentos da Argentina, que resultou, em 1891, num *default*. Em linhas gerais, o caso é o seguinte.

Na década de 1880, havia grande massa de recursos financeiros no mercado inglês, à procura de oportunidades de investimentos de alta lucratividade. Esses capitais fluíram para países periféricos, principalmente Estados Unidos, Argentina, Austrália e Rússia. Na América Latina, os investimentos ingleses subiram de 44 milhões de libras, no período 1873-82, para 182 milhões entre 1883-91. A maior parte desse dinheiro aportou na Argentina, em obras de infra-estrutura, ferrovias e sob a forma de empréstimos públicos. A entrada maciça de libras no país provocou o aumento das importações (que saltaram de 45 milhões de pesos-ouro, em 1880, para mais de 142 milhões, em 1890), forte expansão do crédito bancário interno, emissão excessiva de moeda, gasto público elevado e especulação de todo tipo, tudo lastreado no endividamento externo do país. Por conseguinte, a balança de pagamentos argentina ficou bastante deficitária, mas a entrada de investimentos externos possibilitava o fechamento das contas. Porém, na década de 1890, a recessão na Europa provocou a diminuição da inversão externa na Argentina e a queda dos preços das exportações do país (lã, carnes e cereais). O preço do trigo argentino, que enfrentava a concorrência de australianos e americanos, caiu 45% ao longo da década de 1880, permanecendo deprimido até o fim do século. Por conseguinte, os argentinos começaram a ter dificuldades cada vez maiores para cumprir os compromissos externos. A desconfiança dos investidores europeus na capacidade de pagamento da Argentina disparou a crise do balanço de pagamentos no ano de 1890, e, no ano seguinte, levou à moratória argentina.

A casa Barings havia anos canalizava para a Argentina vastas somas e garantia os rendimentos dos aplicadores. O banco havia se tornado o agente financeiro do governo da Província de Buenos Aires e, depois, do governo nacional. O Barings, porque depositara fé excessiva numa expansão argentina ininterrupta, possuía enorme comprometimento com títulos do país sul-americano. Quando a crise surgiu em 1890, bancos argentinos faliram e as cotações das ações de empresas platinas e dos títulos da dívida pública desabaram. O presidente Juarez Celman renunciou. A economia argentina ficou paralisada. E o Barings Brothers teve prejuízos enormes, fechando as portas provisoriamente. Dessa vez, porém, o governo britânico socorreu a instituição. Em novembro de 1890, negociações secretas entre o Banco da Inglaterra – que assumia funções de banco central – e financistas de Londres, liderados pelo Banco Rothschild, levaram à criação de um fundo de resgate de 18 milhões de libras esterlinas, antes que a extensão do prejuízo do Barings fosse conhecida publicamente. Esta intervenção, que contou com participação do Banco da França, do Banco da Rússia e do americano Morgan (Pierpont Morgan foi o interventor do Barings por quase cinco anos), evitou uma crise financeira de grandes proporções.

A proposta de Bagehot foi recentemente empregada no caso do Banco de Nova Iorque – que, em novembro de 1985, por causa de uma pane de computadores, viu-se, repentinamente, carregando 26 bilhões de dólares de déficit e, por isso, recebeu socorro do Fed de Nova Iorque – e na falência do Barings, em fevereiro de 1995, causada por operações fraudulentas de um operador na filial de Cingapura – o Banco da Inglaterra, porque não viu risco de “contágio”, não injetou dinheiro no “banco

da Rainha”, mas tornou pública sua disposição de prover liquidez se surgisse alguma turbulência.

Nos Estados Unidos, a queda da Bolsa de Nova Iorque no início dos anos 1890 está relacionada à forte onda de capitalização das ferrovias, entre 1870 e 1890. Cerca de 300 companhias foram criadas, capitalizando-se com a venda de ações e bônus. O processo gerou ambiente de negócios de altíssima especulação, repleto de trapanças, corrupção e fortunas formadas rapidamente. Companhias ferroviárias eram criadas da noite para o dia, emitiam ações, depois eram compradas por outras, em seguida alguém fundia vinte empresas numa só e o processo de financeirização prosseguia, enlouquecido, sem parecer ter fim. Foi o tempo das jogadas ousadas de Jay Gould (1836-1892), o magnata das ferrovias e inescrupuloso manipulador da bolsa de valores. Então, veio o ajuste, a crise de 1893 provocada pela derrocada dos preços dos títulos, uma vez que as pessoas perceberam que a situação real das ferrovias não era boa – redução dos lucros, competição exacerbada, dificuldades de caixa, desorganização da malha ferroviária, etc.

A quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque em 1907, que provavelmente foi a mais abrangente e virulenta crise internacional na era do *padrão-ouro*, evidencia a facilitação da transmissão dos choques entre os países num ambiente de taxas de câmbio fixas e grande liberdade de fluxo de capitais e bens, característico da “globalização” sob hegemonia britânica na *Belle Époque*. Desde a segunda metade da década de 1890, a economia norte-americana entrara numa fase de crescimento expressivo, com saldos positivos na balança de pagamentos e aumento da poupança interna, o que tornava o país muito atrativo para investimentos estrangeiros. O mercado de ações americano estava inflado e os bancos tinham emprestado dinheiro demais para corretores que não tinham condições de honrar suas obrigações. Mas tudo ia bem enquanto o crescimento prosseguia e o crédito era farto. Porém, o Banco da Inglaterra, visando reverter saídas de ouro rumo aos Estados Unidos, elevou a taxa de desconto de 3,5% para 6%, em 1906. Essa medida enxugou a liquidez (quantidade disponível de dinheiro/crédito) nos Estados Unidos, provocando o *crash* de Wall Street no princípio de 1907 e o declínio da atividade econômica. Em outubro, teve início uma corrida contra os bancos, que foram forçados a suspender os pagamentos em dinheiro. Muitas instituições financeiras faliram. O país entrou numa severa recessão. Pierpont Morgan foi chamado para assumir o leme e restaurar a ordem financeira, liderando comissão formada por James Stillman (presidente do National City Bank), George Baker (First Nacional Bank) e Benjamin Strong (presidente do Banker’s Trust e, mais tarde, primeiro presidente do Federal Reserve).

Vale ressaltar um aspecto importante. A comissão chefiada por Morgan impôs ao presidente Theodore Roosevelt (1858-1919) medidas que contrariaram sua bandeira política de caça aos trustes<sup>2</sup>. Ele teve que concordar com a compra da Tennessee Coal and Iron Co. (uma empresa siderúrgica) pela poderosa U. S. Steel. A razão era simples: a corretora a que pertencia a TC&I estava insolvente, mas precisava ser salva. O pragmatismo suplantou os discursos inflamados e até certo ponto eleitores do ocupante da Casa Branca.

Os efeitos negativos logo atravessaram o Atlântico e alcançaram a Inglaterra, a França e a Itália. Diversos países da América Latina também foram atingidos. A crise de 1907 foi fator importante para avançar o consenso político nos Estados Unidos sobre a necessidade de criação de um banco central. Em 1913, surgiu o sistema do Federal Reserve. Há certos paralelismos da crise de 1907 com a crise atual que devem ser ressaltados: a ampla liberdade de movimentação de capitais, a falta de

---

<sup>2</sup> Os trustes são empresas poderosas que exercem influência sobre todo um setor econômico. Há três tipos de trustes. Os cartéis (que são empresas distintas que se reúnem para combinar preços e cotas de mercado), a empresa única que resulta da fusão de várias empresas, e os *holdings* (sociedades financeiras que, por meio de participações acionárias, controlam diferentes empresas do setor produtivo). Em todos os países, há legislações antitrustes que tentam limitar os efeitos negativos do poderio desses grupos.

boas regras financeiras, a farra de crédito que conduziu a ativos inflados e especulação desenfreada.

### **A mãe de todas as crises: o crash de 1929**

A quebra da Bolsa de Nova Iorque, em outubro de 1929, é considerada a maior crise econômica de todos os tempos. O mundo desenvolvido amargou o colapso da produção industrial de 1929 a 1933, que arrastou consigo os preços das *commodities* produzidas pelos países pobres, jogando-os também na crise. Afinal, no fim dos anos 1920, os Estados Unidos eram os maiores fornecedores mundiais de crédito, os maiores exportadores e importadores. A roda da economia girava em torno dos humores do mercado americano. Vivendo os *Golden Twenties*, os Estados Unidos eram a incontrastável potência econômica mundial. Mas seu crescimento apresentava sérias fragilidades.

A onda de inovação tecnológica provocara grande aumento da produtividade, cujos efeitos colaterais foram o aumento da taxa de desemprego (variação entre 7 e 12% nos anos 1920) e a queda do valor real dos salários. No campo, a superprodução agrícola provocou a baixa dos preços dos produtos, fazendo declinar a renda dos fazendeiros e suas famílias. Assim, no fim dos anos 1920, mais de 60% das famílias norte-americanas tinham renda anual menor que dois mil dólares, um valor baixo. Apenas 5% da população concentravam um terço da renda no país. O que quer dizer que o tamanho do mercado consumidor era limitado, justamente quando as fábricas de bens de consumo duráveis e semi-duráveis produziam a todo vapor. A expansão do mercado interno não acompanhou o ritmo da atividade industrial. Porém, desde 1926, havia muita euforia, consumismo e especulação no mercado acionário. Graças ao crédito farto, os americanos acreditaram que a prosperidade havia chegado para ficar, o que realimentava a oferta de crédito e os movimentos especulativos.

No ano de 1929 surgiram os sinais de que a expansão terminara. A acumulação de estoques nas fábricas e os cortes de encomendas feitas pelas grandes empresas comerciais geraram os primeiros balanços ruins. O pânico caiu sobre a Bolsa de Nova Iorque. As ações despencaram. As corridas bancárias tiveram vez. Número crescente de instituições financeiras, empresas e famílias entraram em bancarrota. Enquanto isso, apegado à ortodoxia liberal da Era Vitoriana, o governo do presidente Herbert Hoover (1874-1964) limitou-se a assistir a quebradeira, a redução drástica do comércio internacional e o derretimento dos preços dos ativos. Em seguida, Hoover aumentou os juros, colocando mais combustível na crise. A repatriação de capitais norte-americanos aplicados na Europa, para fazer face às necessidades de dinheiro que cresciam nos Estados Unidos, provocou a desvalorização das moedas européias. Um a um, os países abandonaram o padrão-ouro, iniciaram desvalorizações competitivas e adotaram medidas protecionistas, o que teve o efeito de “travar” o comércio internacional. A inércia de Hoover transformou o *crash* da Bolsa de Nova Iorque (a que se seguiu enorme corrida bancária) na *Grande Depressão*.

Entre 1929 e 1933, nos Estados Unidos, 110 mil empresas faliram. 8.812 bancos desapareceram. O desemprego atingiu 25% (12 milhões de pessoas) em 1933. A produção industrial reduziu-se à metade e o PIB caiu 46%. Os salários tiveram queda de 60%, fazendo a renda anual *per capita* cair de 685 dólares para 495 dólares. Os preços agrícolas reduziram-se 55% e o dos bens de produção 26%. As palavras de Winston Churchill (1874-1965) ilustram o quadro da maior *déblâcle* do capitalismo:

Toda a riqueza tão velozmente acumulada nas carteiras de títulos dos anos anteriores desfez-se em fumaça. A prosperidade de milhões de lares norte-americanos havia crescido sobre uma estrutura gigantesca de crédito inflado, que subitamente se revelou um fantasma. Afora a especulação com ações em âmbito nacional, que até os mais famosos bancos haviam incentivado por meio de empréstimos fáceis, um vasto sistema de crediários na compra de casas, móveis, automóveis e inúmeros tipos de utensílios e

artigos domésticos de luxo havia crescido. Ruíram juntos. As poderosas linhas de produção foram lançadas na tormenta e na paralisia. Apenas dias antes, tinha-se discutido a presente questão de saber onde estacionar os automóveis que milhares de artífices e operários ameaçavam a ir para seu trabalho cotidiano. Agora, as dores atrozes dos salários em declínio e do crescente desemprego afligiam a comunidade inteira, até então empenhada na mais ativa criação de toda sorte de artigos desejáveis a serem usufruídos por milhões (*Memórias da 2ª Guerra Mundial*).

Com a eleição de Franklin Delano Roosevelt (1882-1945), que proclamou no discurso de posse que “a única coisa que devemos temer é o medo”, os Estados Unidos organizaram sua reação à Grande Depressão. Foi posto em prática o plano conhecido como *New Deal*, cuja implementação enfrentou muitas resistências, a ponto de sofrer alterações por causa de pronunciamentos desfavoráveis da Corte Suprema. O plano continha medidas saneadoras e outras de incentivo à economia. No campo financeiro, Roosevelt determinou feriado bancário de 90 dias e usou uma agência, a Reconstruction Finance Corp., criada por Hoover, em janeiro de 1932, para resgatar bancos, empresas, fazendeiros e até prefeituras. Com base no Emergency Bank Bill, de março de 1933, o governo passou a exigir das instituições maior rigor na concessão de créditos, para os quais foram aumentadas as reservas mínimas que os bancos deveriam manter no Fed. Os bancos comerciais, separados desde então dos bancos de investimento, tiveram reduzidos seus graus de alavancagem. O Glass-Steagall Act, de junho de 1933, proibiu o envolvimento direto dos bancos comerciais em operações nos mercados de capitais e nos mercados imobiliários. Foram proibidos os pagamentos de juros sobre depósitos à vista e estabelecidos tetos nos pagamentos de juros para os depósitos a prazo – o chamado Regulamento Q, que sobreviveu até 1965. Por meio da criação do FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), o governo garantiu depósitos de até 2.500 dólares – esse valor subiu gradualmente nas décadas posteriores, alcançando 100 mil dólares imediatamente antes da crise atual. Também foi criada a SEC (Securities and Exchange Commission), entidade federal encarregada de supervisionar e fiscalizar as operações de bolsa. Na política monetária, o *New Deal* abandonou o padrão-ouro, realizou emissão de dólares, desvalorizados em 41%. Com isso, a economia americana recuperou sua competitividade internacional e os preços internos subiram, fatores de estímulo para as empresas. Para reativar as atividades agrícolas, o governo lançou o Agricultural Adjustment Act, determinando diretrizes para a redução da oferta de produtos agrícolas. Pagando indenizações aos fazendeiros, o governo reduziu a quantidade de terras cultivadas e o tamanho dos rebanhos. Analogamente, o Nacional Industrial Recovery Act procurou evitar a superprodução e os excessos da concorrência. Foram fixados preços mínimos e quotas de produção, bem como elaborados códigos regulamentadores de setores industriais e comerciais. Os salários dos trabalhadores fabris foram elevados e as suas jornadas diminuídas.

Sem dúvida, a face mais visível do *New Deal* foi a política de grandes obras públicas: estradas e aeroportos, escolas e hospitais, usinas e barragens, eletrificação rural e sistemas de irrigação, prédios públicos. Entre 1933 e 1942, o governo investiu 13 bilhões nos programas de obras públicas. A recuperação da economia americana, impulsionada pelo *New Deal*, ocorreu com certa lentidão. Nas vésperas da Segunda Guerra, o país recuperara os índices de atividade do ano de 1929.

No decurso da administração Roosevelt, os Estados Unidos passaram a contar com os seguintes meios de intervenção e controle nos mercados para remediar fragilidades bancárias: a) o emprestador de última instância (o banco central); b) exigências de solvência que os bancos comerciais têm que obedecer; c) sistema de supervisão para monitorar as atividades de bolsa e bancárias e; d) esquemas de seguro de depósitos bancários. O Acordo de Bretton Woods (1944) produziu o efeito de generalizar gradualmente esses elementos pelas economias capitalistas. Há quem sustente que a escassez de crises financeiras nas três décadas que se seguiram a

Bretton Woods deve ser atribuída, em boa medida, à “repressão financeira” resultante do acordo<sup>3</sup>.

O sucesso do New Deal, para cuja elaboração contribuíram as idéias do economista inglês John Maynard Keynes (1883-1946), foi fator decisivo para que o keynesianismo ocupasse, nas décadas posteriores à Segunda Guerra, a posição de hegemonia na teoria e no debate econômicos<sup>4</sup>.

Retrospectivamente, o *crash* de 1929 guarda algumas semelhanças com a crise que se vive hoje. Ambas estão associadas a explosões de bolhas de crédito que produzem contração violenta de patrimônios, receitas, atividade e emprego. Tanto em 1929 quanto em 2008, assiste-se a uma deflação pela dívida. Porém, há três diferenças importantes. A primeira diz respeito à ação das autoridades. Em 1929, como assinalou o economista Milton Friedman (1912-), luminar do chamado neoliberalismo, houve falha das autoridades monetárias e do governo. O crash virou depressão profunda. Hoje, as autoridades mundiais compreenderam a escala da ameaça e agiram com maior presteza e com medidas drásticas. A segunda diferença é que o sistema financeiro se tornou mais complexo e, graças às comunicações modernas, seu ritmo ficou imensamente acelerado. Por isso, qualquer ação política é incerta em seus efeitos e até mesmo tardia quando por fim é adotada. A terceira diferença, que traz certo otimismo para muitos analistas, é que, em 1930, os Estados Unidos estavam sozinhos – todas as reservas do mundo estavam com eles. Mas agora os americanos têm a China como parceira. Na verdade, os Estados Unidos hoje só têm dívida, enquanto todas as reservas em dólar estão praticamente na Ásia.

### **As lições da história das crises financeiras**

Numa perspectiva histórica, as crises bancárias e de bolsas de valores não são novidades. As “bolhas de crédito” são muitas, e são recorrentes. Os custos dessas crises, em termos de riquezas dilapidadas e sofrimentos humanos, são enormes. O mercado financeiro capitalista não aprende. As pessoas não aprendem. Os investidores muito menos. Como dizia Walter Bagehot, “em determinados momentos, muita gente idiota tem muito dinheiro tolo (...). De tempos em tempos (...) o dinheiro dessas pessoas (...) é particularmente volumoso e ambicioso; esse dinheiro busca alguém que o devore, e há gente demais disposta a isso; ele encontra alguém, e há ‘especulação’; ele é devorado, e há ‘pânico’”. Sempre há quem fica alavancado em demasia, que assume riscos excessivos ou mal conhecidos ao lidar com inovações financeiras cada vez mais complexas.

A história mostra que, na base das crises financeiras modernas, há sempre o mesmo erro de avaliação dos agentes econômicos: as pessoas acreditaram que, daquela vez, realmente o mundo havia mudado e a economia funcionava sobre bases sólidas e definitivas. Alimentam expectativas de retorno desmedidas, lançam mão do crédito abundante para fazer negócios que fazem subir uma espiral de ativos intangíveis. De início, há euforia e as pessoas sentem que ocorre crescimento econômico e melhoria do bem-estar. Elas confiam umas nas outras, até ficam mais dispostas a formarem sociedades. Mas aí, quando tudo parecia ir tão bem, vem a queda, a perda de confiança, a frustração, o pânico dos agentes econômicos. E tudo se passa como escreveu o jornal londrino “The Times”, em edição de maio de 1866: “a paixão do medo é sempre mais poderosa que a da esperança. Existem homens que

<sup>3</sup>- Bretton Woods determinou a prevalência do crédito bancário sobre a emissão de títulos negociáveis (securities), a separação entre bancos comerciais e os demais intermediários financeiros, controles quantitativos do crédito, tetos para as taxas de juros e restrições à livre movimentação de capitais. A partir dos anos 1970, o Acordo entrou em derrocada sob a pressão do neoliberalismo.

<sup>4</sup>- *Grosso modo*, o keynesianismo apóia-se na constatação da existência de desemprego/subemprego permanente, resultante da fragilidade da demanda efetiva da economia e, em outros casos, da insuficiência do investimento produtivo. Para corrigir isso, não bastam os mecanismos “clássicos” do mercado. É preciso fazer crescer o consumo, baixar a taxa de juros, ampliar o gasto público, redistribuir os rendimentos em proveito das classes que dispõem de menos recursos, medidas que implicam a intervenção do Estado.

resistem às seduções dos lucros prometidos e altos prêmios, mas quando os depositantes imaginam que uma parada é iminente cada um corre para salvar seu depósito a tempo, pouco importando as conseqüências. Aqueles homens que antes confiavam nos outros, agora se vê que não confiam em ninguém. A grande maquinaria é jogada fora da engrenagem”. As crises têm início quando há rápida deterioração dos indicadores econômicos e surgem boatos ou notícias da dificuldade financeira de uma empresa ou de um banco para cumprir seus compromissos. Uma vez desencadeada, a primeira manifestação da crise é uma corrida aos bancos.

Por outro lado, há fortes razões para afirmar que a severidade das crises, tanto nos países centrais do capitalismo quanto nos da periferia, aumentou no período 1880-1930. A evidência histórica também permite pensar que as crises financeiras são transmitidas pelos canais do comércio internacional, dos empréstimos entre países ricos e pobres, dos mercados de *commodities* e bolsas de valores e das arbitragens em mercados de títulos de curto-prazo. No período considerado (século XVII a meados do século XX), as crises originaram-se, predominantemente, nos países avançados da Europa (com destaque para a Grã-Bretanha) e nos Estados Unidos, espalhando-se, em seguida, para as regiões periféricas da América Latina, Europa Central e outras partes do mundo. Não há motivos para supor que essa “geografia” das crises financeiras tenha sofrido alterações significativas desde a segunda metade do século passado.

Quanto ao problema de abreviar as crises financeiras, de modo a diminuir os impactos negativos que elas causam nos setores produtivos da economia, a história ensina que os Estados têm que agir rápido para salvar o sistema financeiro. O foco de preocupação deve ser as instituições bancárias, mas não seus executivos e acionistas controladores. Para enfrentar as crises, os Estados devem ser pragmáticos. Devem ser abandonados o zelo pela ortodoxia e a tentação de guiar-se por interesses políticos menores. É preciso aceitar que a economia é bom senso, não comportando exageros ideológicos. Estado e mercado têm que conviver no mesmo espaço econômico, tanto no interior dos países quanto no plano internacional. Os governos precisam se lembrar de que eles criam mercados, e que mercados só podem existir com regulamentação. Que não se alimente o falso debate governo *versus* mercado.

Outra lição é a de que existem limites para a expansão econômica baseada no crédito. A expansão excessiva do crédito produz crescimento com pernas de barro, que mais cedo do que se pensa termina em tombo. O endividamento excessivo de famílias, empresas e países gera catástrofes enormes. Quando o emprego e a renda não acompanham a oferta de crédito, os negócios das famílias, empresas e instituições financeiras logo se chocam com a realidade da inadimplência. O trabalho e a produção devem ter prioridade sobre a compra e venda de papéis.

#### **Sugestões de leitura:**

CHANCELLOR, Edward. *Salve-se quem puder*: uma história da especulação financeira. São Paulo: Companhia das Letras, 2001.

FIORI, José Luís (org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. 3. ed. Petrópolis: Vozes, 2000.

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

KINDLEBERGER, Charles P. *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. 3. ed. New York: John Wiley and Sons, 1986.

MAURO, Frédéric. *Histórica econômica mundial, 1790-1970*. 2. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1976.

MORRIS, Charles R. *Os magnatas: como Andrew Carnegie, John D. Rockefeller, Jay Gould e J. P. Morgan inventaram a supereconomia americana*. 3. ed. Porto Alegre: L&PM, 2007.