



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E  
ATUÁRIA DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**GIOVANNI LAZZARI ANTONINI**

**ANÁLISE COMPARATIVA DA INTERPRETAÇÃO TRADICIONAL SOBRE A  
CRISE DE 1929 E A GRANDE DEPRESSÃO: KEYNESIANOS E  
MONETARISTAS**

**Monografia de bacharelado em Economia**

SÃO PAULO - SP

2025

**ANÁLISE COMPARATIVA DA INTERPRETAÇÃO TRADICIONAL SOBRE A  
CRISE DE 1929 E A GRANDE DEPRESSÃO: KEYNESIANOS E  
MONETARISTA**

Monografia submetida à apreciação da banca examinadora do Departamento de Economia, como exigência parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, elaborada sob a orientação do Professor Dr. Ricardo Gaspar.

SÃO PAULO - SP

2025

## FICHA CATALOGRÁFICA

Esta monografia foi examinada pelos professores abaixo relacionados e aprovada com nota final \_\_\_\_\_ (\_\_\_\_\_).

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

Este trabalho é somente para uso privado de atividades de pesquisa e ensino. Não é autorizada sua reprodução para quaisquer fins lucrativos. Esta reserva de direitos abrange a todos os dados do documento bem como seu conteúdo. Na utilização ou citação de partes do documento é obrigatório mencionar nome da pessoa autora do trabalho e demais itens da referência bibliográfica.

ANTONINI, Giovanni. **Análise comparativa da interpretação tradicional sobre a crise de 1929 e a grande depressão: keynesianos e monetaristas**. São Paulo – SP, 2025. [Monografia de Bacharelado - Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo]

<b>DADOS DO AUNO</b>	
NOME: Giovanni Lazzari Antonini	RA: 00298018
CURSO: Ciências Econômicas	SEM./ANO DE INGRESSO: 01/2021

<b>TIPO DE TRABALHO</b>
<input checked="" type="checkbox"/> MONOGRAFIA
<input type="checkbox"/> PRODUÇÃO E APRESENTAÇÃO DO TRAB. DE CONCLUSÃO DO CURSOS – BACH.
<input type="checkbox"/> PRODUÇÃO E APRESENTAÇÃO DO TRAB. DE CONCLUSÃO DO CURSOS – LIC.
<input type="checkbox"/> PROJETO DE CENA
<input type="checkbox"/> PROJETO MONOGRÁFICO
<input type="checkbox"/> TRABALHO DE CONCLUSÃO DO CURSO
<input type="checkbox"/> OUTRO:

<b>DADOS DO TRABALHO</b>	
TÍTULO: Análise Comparativa da Interpretação Tradicional sobre a Crise de 1929 e a Grande Depressão: Keynesianos e Monetaristas	
ORIENTADOR: Professor Dr. Ricardo Gaspar	
COMISSÃO EXAMINADORA	
PROF. 1:	
PROF. 2:	
PROF. 3:	
DATA DA AVALIAÇÃO DO TRABALHO:	NOTA:

<b>PROFESSOR ORIENTADOR DO TRABALHO</b>	
OBSERVAÇÕES:	
DATA:	ASSINATURA:

## RESUMO

A monografia compara duas interpretações clássicas da Crise de 1929 e da Grande Depressão: a keynesiana e a monetarista. Analisa o contexto histórico e os desequilíbrios da década de 1920, destacando o colapso do padrão-ouro. Apresenta Keynes, que atribui a crise à queda da demanda e defende políticas fiscais, e Friedman e Schwartz, que responsabilizam o Federal Reserve e a contração monetária. A partir de obras e dados empíricos, examina diagnósticos, propostas e impactos dessas visões, inclusive na crise de 2008. Conclui que ambas influenciaram profundamente a teoria econômica e o enfrentamento de crises.

**Palavras-chave: Crise de 1929; Grande Depressão; Keynesianismo; Monetarismo; Política Fiscal; Política Monetária.**

## ABSTRACT

*he monograph compares two classic interpretations of the 1929 Crisis and the Great Depression: the Keynesian and the monetarist. It analyzes the historical context and the imbalances of the 1920s, highlighting the collapse of the gold standard. It presents Keynes, who attributes the crisis to a drop in demand and advocates fiscal policies, and Friedman and Schwartz, who blame the Federal Reserve and monetary contraction. Based on works and empirical data, it examines the diagnoses, proposals, and impacts of these views, including on the 2008 crisis. It concludes that both have profoundly influenced economic theory and crisis management.*

**Keywords:** 1929 Crisis; Great Depression; Keynesianism; Monetarism; Fiscal Policy; Monetary Policy

# SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>1. DO PADRÃO OURO À TEORIA KEYNESIANA.....</b>	<b>3</b>
1.1. Padrão-ouro e o pré-crise.....	3
1.2. A teoria keynesiana.....	4
1.3. Demanda efetiva e a teoria do emprego .....	5
1.4. Os clássicos para Keynes.....	7
1.5. Insuficiência da demanda .....	9
1.6. Análise keynesiana sobre a grande depressão .....	10
<b>2. A TEORIA MONETÁRIA DE FRIEDMAN E ANNA SCHAWARTZ .....</b>	<b>18</b>
2.1. A visão de Milton Friedman .....	18
2.2. A contribuição de Anna Schwartz .....	19
2.3. O processo da grande depressão .....	20
2.3.1. A crise no mercado de ações.....	23
2.3.2. A falência dos bancos .....	25
2.3.3. A saída do Reino Unido do padrão-ouro.....	28
2.3.4. Compras do FED no mercado aberto.....	29
2.3.5. O fim das crises bancárias.....	31
2.4. Críticas ao FED .....	32
<b>3. COMPARAÇÃO ENTRE AS ABORDAGENS E O APRENDIZADO DEIXADO.....</b>	<b>35</b>
3.1. Duas visões sobre a mesma crise.....	35
3.2. Diferenças nas interpretações sobre as crises .....	35
3.3. Respostas propostas à crise: política fiscal x monetária .....	37
3.4. Pontos de convergência .....	39
3.5. Legado – aprendizado e aplicação na crise de 2008.....	40
3.5.1. Aprendizados da política fiscal.....	41
3.5.2. Aprendizados da política monetária.....	42
3.5.3. Aprendizados da política de crédito.....	44
<b>4. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>47</b>
<b>5. BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>49</b>

## INTRODUÇÃO

A Crise de 1929, seguida pela Grande Depressão, representa um dos eventos principais eventos da história econômica mundial. Seus efeitos ultrapassaram fronteiras nacionais e impactaram profundamente todos os setores da atividade econômica, além de provocarem desdobramentos sociais e políticos significativos. O colapso do sistema financeiro global naquele período desafiou os fundamentos do pensamento econômico dominante e expôs as limitações das teorias clássicas então vigentes, tornando-se um ponto de inflexão na história das ideias econômicas.

Diante da magnitude da crise, diferentes correntes do pensamento econômico buscaram interpretar suas causas, seus desdobramentos e os caminhos possíveis para a recuperação. Entre essas interpretações, destacam-se duas abordagens que se tornaram centrais no debate teórico e prático: a keynesiana e a monetarista. Embora partam de diagnósticos distintos e adotem propostas diferentes para lidar com crises econômicas, ambas exerceram influência duradoura sobre a formulação das políticas econômicas ao longo do século XX e ainda hoje são referências importantes em momentos de instabilidade.

A visão keynesiana, formulada por John Maynard Keynes, atribui a profundidade e persistência da crise à insuficiência da demanda agregada. Para Keynes, a saída da recessão exigia uma ação direta e decisiva do Estado, com políticas fiscais expansionistas que estimulassem o investimento, o consumo e, conseqüentemente, a geração de empregos. Em contraste, a abordagem monetarista, desenvolvida principalmente por Milton Friedman e Anna Schwartz, identifica na contração da oferta monetária e na atuação falha do *Federal Reserve* os principais fatores responsáveis pela gravidade da crise. Para os monetaristas, uma política monetária estável, previsível e bem coordenada seria essencial para garantir a estabilidade macroeconômica e evitar colapsos semelhantes.

O objetivo desta monografia é realizar uma análise comparativa entre essas duas interpretações tradicionais sobre a Crise de 1929 e a Grande Depressão, explorando seus fundamentos teóricos, diagnósticos sobre a crise e soluções propostas. A partir dessa análise, pretende-se não apenas compreender os elementos históricos e conceituais que sustentam cada abordagem, mas também refletir sobre as contribuições de ambas para o pensamento econômico contemporâneo, especialmente à luz das recentes crises

financeiras, como a de 2008, que reavivaram a importância do debate entre política fiscal e monetária.

A estrutura do trabalho está organizada em três capítulos principais. O primeiro capítulo aborda a transição do padrão-ouro e a emergência da teoria keynesiana, com ênfase na demanda efetiva, no desemprego involuntário e na crítica à visão clássica de autorregulação dos mercados. O segundo capítulo trata da abordagem monetarista de Friedman e Schwartz, analisando a crítica à política monetária conduzida pelo Federal Reserve, a importância do sistema bancário e os efeitos da contração monetária. O terceiro capítulo realiza uma comparação entre as duas abordagens, destacando suas divergências fundamentais, pontos de convergência e as principais lições que podem ser extraídas para o enfrentamento de crises econômicas atuais e futuras.

Ao retomar o debate entre keynesianos e monetaristas, este trabalho busca não apenas esclarecer as origens e a dinâmica da Grande Depressão, mas também contribuir para a compreensão crítica das diferentes formas de pensar a política econômica. Em tempos de recorrentes instabilidades globais, compreender esses legados teóricos torna-se fundamental para o desenvolvimento de estratégias mais eficazes e coerentes frente aos desafios da economia contemporânea.

## 1. DO PADRÃO OURO À TEORIA KEYNESIANA

### 1.1. Padrão-ouro e o pré-crise

A Crise de 1929 é amplamente reconhecida como uma das maiores crises econômicas da história. No entanto, existem diferentes pensamentos e argumentos a respeito dos problemas que a geraram, os quais alimentaram um debate significativo entre keynesianos e monetaristas. É importante ressaltar que essas diferentes teorias tiveram um impacto fundamental no desenvolvimento do pensamento econômico, servindo como base para escolas de teoria econômica que permanecem relevantes até os dias atuais.

Antes da crise, o sistema monetário predominante no mundo era o Padrão-Ouro, que abrangia todos os países desenvolvidos a partir de 1880. No entanto, há divergências entre economistas, como Leland B. Yeager (1924 – 2018) e John B. Condliffe (1891 – 1981), que acreditavam que seu estado de plenitude foi alcançado apenas em 1897. Independentemente dessas divergências, os Estados Unidos aprovaram a Lei do Padrão-Ouro apenas em 1900, e esse sistema perdurou até o início da Primeira Guerra Mundial, em 1914 (GONTIJO, 2014).

Como sinônimo de estabilidade monetária, era exigido a conversão do ouro em uma parcela fixa pela moeda local, liberdade para a população importar ou exportar ouro e controle da moeda em circulação, com preço definido pela oferta e demanda. Esse sistema requeria cooperação internacional em momentos de crises econômicas. A Inglaterra desempenhou um papel protagonista na economia mundial, influenciando as outras nações. No século XIX, lideraram empréstimos internacionais e investimentos diretos, promovendo o crescimento econômico global devido à previsibilidade e ao baixo risco de longo prazo. Enquanto isso, os Estados Unidos tinham a capacidade de gerar uma crise monetária mundial, pois não tomavam decisões adequadas em resposta às mudanças na demanda, que variavam com o decorrer do tempo. Com uma oferta de moeda quase inelástica, eles precisavam da ajuda de outros países injetando ouro em sua economia periodicamente, o que gerava desequilíbrios econômicos e exacerbava a vulnerabilidade do sistema financeiro e contribuía para a instabilidade econômica global. Após a Primeira Guerra Mundial, os Estados Unidos passaram a ser credores da Europa, que estava em reconstrução, ganhando grande importância política e, então, começaram a priorizar seus próprios interesses. “A partir de 1919, os EUA cancelaram sua ajuda para a manutenção da estabilidade do franco e da libra, provocando uma forte depreciação das mesmas”. (MARCONDES, 1998, p. 545).

Os países retornaram ao padrão-ouro, mas nações como Inglaterra e Estados Unidos ignoraram a inflação gerada pela guerra e voltaram aos níveis pré-guerra, o que retardou sua recuperação econômica. Em contraste, Itália, França e Bélgica se recuperaram mais rapidamente ao não insistir nos níveis iniciais, lidando melhor com a inflação. Essas diferentes abordagens causaram dificuldades no sistema, pois a desvalorização era maior nos países que retornaram com a paridade pós-guerra. A saída de um país importante poderia desequilibrar o sistema, um problema agravado pela falta de cooperação, já que cada nação focava em seus próprios problemas de desemprego e renda.

Apesar do déficit comercial da Inglaterra, países como Estados Unidos e França tiveram superávits comerciais estruturais, resultando em cerca de 40% do ouro mundial nos Estados Unidos ao final dos anos 1920. Esse acúmulo foi reduzido por operações de *open market* do banco central. O *Federal Reserve System* (FED) mantinha a taxa de juros abaixo do ideal para atrair investimentos, focando no interesse interno, diferentemente do período pré-guerra, quando havia cooperação internacional. (MARCONDES, 1998)

O crescimento desenfreado dos EUA levou a uma especulação intensa na bolsa. Com o aumento da taxa de juros pelo FED, houve um impacto negativo no mercado interno, culminando no crash da bolsa, o que afetou a economia globalmente. Com a crise financeira no país, a quebra de milhares de bancos e 12 milhões de pessoas desempregadas, o então presidente Franklin Delano Roosevelt (1882 – 1945) foi responsável por comandar a recuperação econômica americana a partir de 1933, com o programa conhecido como *New Deal* (LIMONCIC, 2003).

## **1.2. A teoria keynesiana**

John Maynard Keynes (1883 – 1946) foi um economista britânico nascido em Cambridge, Inglaterra, formado em matemática com especialização em economia. Considerado o “Pai da Macroeconomia”, seu trabalho causou grande impacto na teoria econômica moderna, originando escolas de pensamento como o Keynesianismo e Pós-Keynesianismo. Enquanto aluno, teve como professor Alfred Marshall (1842 – 1924), outro economista britânico fundamental para a microeconomia moderna.

Marshall fez importantes contribuições, incluindo a “Teoria do valor e demanda”, baseada na utilidade marginal, e o “Conceito de Elasticidade”. Ele também

introduziu inovações na economia industrial, como a curva de custo marginal, e desenvolveu os conceitos de "Equilíbrio Econômico Parcial e Geral". Marshall avançou nos estudos da economia do bem-estar, explorando as condições para que um mercado competitivo gerasse um equilíbrio eficiente, além de analisar as principais falhas de mercado, como externalidades e monopólios. (GALA, 2023).

Keynes também atuou como consultor financeiro, funcionário público e educador, mas é lembrado principalmente por suas contribuições à teoria econômica que permanecem influentes até os dias atuais. Sua principal obra, "A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda", foi publicada em 1936 e causou grande impacto no mundo econômico. Destaca-se seu primeiro capítulo, onde, em apenas uma página, Keynes definiu seu objetivo de se opor à Teoria Clássica e revolucionar o pensamento econômico.

O objetivo deste título é contrastar a natureza de meus argumentos e conclusões com os da teoria clássica (...) Argumentarei que os postulados da teoria clássica se aplicam apenas a um caso especial e não ao caso geral, pois a situação que ela supõe acha-se no limite das possíveis situações de equilíbrio. Ademais, as características desse caso especial não são as da sociedade econômica em que realmente vivemos, de modo que os ensinamentos daquela teoria seriam ilusórios e desastrosos se tentássemos aplicar as suas conclusões aos fatos da experiência. (KEYNES, 2012, p. 43)

Para o entendimento da visão Keynesiana à respeito da crise de 1929, destaca-se em seu livro, o Capítulo 3: "O Princípio da Demanda Efetiva", onde Keynes busca compreender como, mesmo em um momento de prosperidade econômica, podem ocorrer problemas com a quantidade de emprego e pobreza.

### **1.3. Demanda efetiva e a teoria do emprego**

O conceito de demanda efetiva é central na teoria keynesiana, pois introduz uma nova perspectiva sobre a determinação do nível de emprego e da produção na economia. Diferentemente da teoria clássica, Keynes argumenta que a demanda agregada é o principal determinante do nível de emprego.

Keynes inicia seu capítulo 3 estabelecendo uma distinção clara entre o custo de fatores (pagamentos aos fatores de produção, excluindo outros empresários) e o custo de uso (pagamentos a outros empresários). Ele define o lucro como a diferença entre o valor da produção e a soma desses dois custos. Os empresários buscam maximizar esse lucro ao decidir sobre o volume de emprego. Quando analisado em nível agregado, a

renda total gerada pelo emprego pode ser considerada o produto desse nível de emprego, refletindo tanto os custos quanto os lucros (KLAGSBRUNN, 1996).

Desta forma, a Renda Agregada (custo de fatores mais lucro) é determinado pela quantidade de pessoas empregadas, e o preço da oferta agregada resultante de determinado nível de emprego é o produto esperado. Em suma, os empresários decidirão oferecer um certo nível de emprego somente se o valor da produção esperada cobrir os custos de fatores e gerar um lucro satisfatório (KEYNES, 2012).

Seja  $Z$  o preço de oferta agregada da produção resultante do emprego de  $N$  homens e seja a relação entre  $Z$  e  $N$ , que chamaremos função da oferta agregada representada por  $Z = \varphi(N)$ . Da mesma forma, seja  $D$  o produto que os empresários esperam receber do emprego de  $N$  homens, sendo a relação entre  $D$  e  $N$ , a que chamaremos função da demanda agregada, representada por  $D = f(N)$ . (KEYNES, 2012, p. 60)

A função da oferta agregada sugere que à medida que o emprego ( $N$ ) aumenta, o preço da oferta agregada ( $Z$ ) também aumenta, refletindo os custos crescentes de produção e os salários pagos aos trabalhadores. Já a função de demanda agregada mostra como a expectativa de receita dos empresários varia conforme o nível emprego ofertado, impactando diretamente as decisões de produção e contratação dos empresários.

Com essas definições, Keynes busca explicar como a quantidade de emprego é formada na economia. Sua análise é contrária a Teoria Clássica, a qual diz que “a oferta cria sua própria demanda”. Para isso, ele argumenta que o determinante para o volume de emprego na economia é o ponto de interseção entre as duas funções, sendo então:  $Z = D$ . Esse é o local onde há a maximização do lucro. (KEYNES, 2012).

Se  $D$  é maior que  $Z$ , há um estímulo para aumentar o emprego acima de  $N$ , e se  $D$  é menor que  $Z$  não compensa empregar tantos trabalhadores. Assim, “o volume de emprego fica determinado pelo ponto de interseção da função de procura global e da função de oferta global, pois é neste ponto que as previsões de lucro dos empresários serão maximizadas” (Keynes, 1970, p. 37, grifo nosso). Este ponto, chamado demanda efetiva, dependerá dos fatores que determinam as funções  $Z$  e  $D$ , quais sejam: a eficiência marginal de capital, a preferência pela liquidez e a propensão marginal a consumir. (NUNES e NUNES, 1997, p 435)

Além disso, Keynes, em seu livro, insere as expectativas de curto prazo. Se a expectativa do mercado prever que no futuro haverá uma demanda maior do que a atual, os empregadores tendem a aumentar o número de trabalhadores e seu nível de produção. No entanto, se essas expectativas estiverem equivocadas, os mesmos serão obrigados a

ajustarem estoques e preços, afetando a próxima previsão e o nível de emprego. (NUNES e NUNES, 1997).

#### **1.4. Os clássicos para Keynes**

Para Sicsú, Keynes explica que a Teoria Clássica explicou como o emprego é formado se baseando em duas premissas. A primeira estabelece que o salário real é igual ao produto marginal do trabalho, resultando em uma curva de demanda por trabalho negativamente inclinada. Esta curva, derivada da hipótese de retornos marginais decrescentes, indica que, à medida que o salário real diminui, a quantidade de trabalho demandada pelos empregadores aumenta. Keynes aceita este postulado como uma base para a sua análise. (SICSÚ, 1999).

A segunda premissa clássica afirma que “a utilidade do salário, ao empregar um determinado volume de trabalho, é igual à desutilidade marginal desse mesmo volume de emprego” (Keynes, 2012, p. 46). Este postulado é compatível com o desemprego friccional, que se refere às imperfeições de ajustamento no mercado de trabalho, como a desproporção temporária de recursos especializados e pessoas em transição entre empregos. (KEYNES, 2012).

Keynes argumenta que os trabalhadores preferem trabalhar do que permanecer ociosos e que tendem a aceitar contratos que especificam salários nominais e jornadas de trabalho, mesmo diante de variações nos salários reais. No entanto, ele ressalta que, se os salários reais caírem abaixo de um nível crítico, os trabalhadores podem se recusar a trabalhar, pois tais salários não seriam suficientes para atender às suas necessidades básicas. (SICSÚ, 1999).

A Teoria Clássica limita-se a considerar apenas o desemprego voluntário e friccional, ignorando o desemprego involuntário, que ocorre quando trabalhadores dispostos a trabalhar pelo salário corrente não encontram oportunidades no mercado. Este fenômeno é exacerbado quando os preços dos bens de consumo aumentam em relação aos salários, resultando em uma oferta agregada de mão-de-obra maior do que o volume de emprego disponível.

Para aumentar o número de empregos na economia, os Clássicos argumentam que o volume do emprego é determinado pelo ponto em que a utilidade do produto marginal iguala a desutilidade do emprego marginal. Eles também defendem a ideia de que a oferta irá criar a sua própria demanda, supondo que o preço da demanda agregada

(ou produto) sempre se ajusta ao preço da oferta agregada. Assim, independentemente do número de trabalhadores ( $N$ ), o produto  $D$  sempre adquire um valor igual ao preço da oferta agregada ( $Z$ ) correspondente a  $N$ .

Dessa forma, a demanda efetiva não possui apenas um único valor de equilíbrio, mas sim uma série infinita de valores possíveis, tornando o volume de emprego indeterminado, exceto se a desutilidade marginal do trabalho for superior, ou seja, se o salário real não for minimamente favorável, levando a pessoa a preferir não trabalhar.

De acordo com Keynes, se tal teoria estivesse correta, a competição entre os empresários sempre resultaria em aumento contínuo do emprego até que a oferta agregada se tornasse inelástica. Após certo ponto, um aumento da demanda efetiva não aumentaria a produção, chegando então no pleno emprego.

Na Teoria de Keynes, quando a renda real total dos trabalhadores cresce, o consumo deles também aumenta, mas não na mesma proporção da renda. E, se todo o aumento da quantidade de pessoas empregadas fosse para atender à maior demanda por consumo imediato, haveria prejuízo aos empresários. Portanto, para sustentar qualquer nível de emprego, é necessário que haja um volume de investimento suficiente para utilizar o restante da produção – o excedente que vai além do que a comunidade deseja consumir nesse nível de emprego. Sem um nível adequado de investimento, os empresários não conseguiriam gerar receitas suficientes para justificar a manutenção do número de empregados, pois a venda de produtos não seria suficiente para cobrir os custos e proporcionar lucro.

Desta forma, a propensão da comunidade a consumir e o nível de emprego em equilíbrio – o ponto ótimo onde os empresários não são incentivados nem a aumentar e nem a reduzir o emprego – dependem do volume de investimentos em andamento. Esse volume, por sua vez, será influenciado pelo incentivo para investir, que depende da relação entre a eficiência marginal do capital e as diversas taxas de juros aplicáveis aos empréstimos com diferentes prazos e níveis de risco.

Portanto, considerando a tendência ao consumo e a taxa de novos investimentos, haverá somente um nível de emprego que mantém o equilíbrio econômico, pois qualquer outro nível resultaria em uma discrepância entre o valor da oferta total de produção e o valor da demanda total. Esse nível de emprego não pode ser superior ao pleno emprego, uma vez que o salário real não pode ser inferior à desutilidade marginal

do trabalho. Contudo, geralmente não há garantia de que esse nível corresponda ao pleno emprego.

O pleno emprego representa uma situação específica onde a demanda efetiva é exatamente adequada. Isso só ocorre quando a tendência ao consumo e o incentivo ao investimento estão harmonizados de maneira específica. Essa combinação ideal, que é uma suposição da teoria clássica, raramente ocorre, exceto quando, por planejamento ou acaso, o investimento atual gera uma demanda que absorva perfeitamente o excesso de produção gerado pelo pleno emprego em relação ao que a comunidade está disposta a gastar em consumo. (KEYNES, 2012).

### 1.5. Insuficiência da demanda

Para explicar como ocorre a Insuficiência da Demanda, Keynes define sua teoria e, conseqüentemente, todo o seu livro em oito premissas. A primeira diz respeito à renda total da sociedade, que, sob determinadas condições, é dependente do nível de emprego da economia ( $N$ ), ou seja, o custo da produção (custo de fatores) é igual a renda dos trabalhadores. A segunda premissa trata da importância da propensão a consumir dos trabalhadores, pois ela define, a partir de características psicológicas, quanto da renda agregada da sociedade é esperada para consumo ( $D_1$ ). Portanto o consumo depende da renda, que por sua vez depende do volume de emprego ( $N$ ), que depende da oferta agregada ( $Z$ ), gerada pela demanda.

Para que os empresários possam ofertar algo no mercado, é necessário a aquisição mão-de-obra, mas eles só fazem isso se perceberem que existe uma demanda a ser atendida, impulsionada pela propensão a consumir das pessoas assalariadas e pelo investimento. A terceira proposição apresentada demonstra que a quantidade de emprego da economia deriva da demanda efetiva ( $D$ ), sendo  $D = D_1$  (propensão a consumir) +  $D_2$  (propensão a poupar – sendo poupança igual a investimento). Na quarta premissa, Keynes demonstra a fórmula funcional de sua teoria:  $\varphi(N) - \chi(N) = D_2$ , onde basicamente a oferta é igual a demanda, de forma que  $D_1 + D_2 = D$  (demanda efetiva) =  $\varphi(N)$  (oferta agregada).

Como a propensão a consumir ( $D_1$ ) é dependente do nível de emprego ( $N$ ), Keynes a chama de:  $\chi(N)$ , enquanto  $D_2$  representa a propensão a poupar. Em sua quinta premissa, ele define que o emprego é formado pela oferta agregada ( $\varphi$ ), pela propensão a consumir ( $\chi$ ) e pelo montante de investimento ( $D_2$ ). Na sexta premissa, Keynes abandona

a hipótese de salários constantes, explicando que o equilíbrio no mercado de trabalho depende da produtividade marginal do trabalho e do salário real. Ele ressalta que a análise econômica deve considerar a possibilidade de variações nos salários nominais em resposta às mudanças na demanda efetiva, pois a suposição de salários nominais constantes não é sempre válida. Portanto, para uma teoria abrangente do emprego, é essencial permitir a flexibilidade dos salários nominais.

Na sétima premissa, Keynes elucida a diferença entre a teoria keynesiana e clássica sobre o mercado de trabalho e a necessidade de políticas públicas. Keynes descreve que, para os clássicos, era esperado que o mercado de trabalho se ajuste automaticamente para alcançar o pleno emprego. O equilíbrio estável seria atingido apenas no ponto de máximo emprego, sugerindo que as forças de mercado sozinhas são suficientes para regular o nível de emprego. A crítica keynesiana a essa visão é que tal ajuste automático nem sempre ocorre na prática, e intervenções são frequentemente necessárias para atingir e manter o pleno emprego.

Por último, na oitava premissa, Keynes destaca que o grande problema de sua teoria está no problema psicológico da comunidade. À medida que a quantidade de pessoas empregadas e renda aumentam, a comunidade não eleva seu consumo na mesma proporção que a nova renda. Isso faz com que, à medida que mais pessoas são empregadas e a produção aumenta, o valor total da produção ( $Z$ ) exceda a quantidade que os consumidores estão dispostos a gastar ( $D_1$ ). No longo prazo, a economia entraria em declínio. Para solucionar esse problema, Keynes fala sobre o investimento ( $D_2$ ), o qual, se for aumentado, irá preencher o vácuo causado pelo não crescimento de  $D_1$ , igualando a oferta e demanda novamente e colocando o emprego em seu ponto ótimo. Este ponto não necessariamente é o pleno emprego da sociedade, contrariando os clássicos, que acreditavam que essa lacuna seria preenchida por uma força que interveria em  $D_2$ . (KEYNES, 2012)

### **1.6. Análise keynesiana sobre a grande depressão**

Para Keynes, o determinante do nível de emprego é a demanda agregada, compostas por consumo e investimento. Quando há uma insuficiência de demanda, é natural que o emprego se reduza até que fique abaixo da quantidade de mão-de-obra disponível e os salários reais sejam ajustados de acordo com o nível de emprego. Com esse estudo, podemos compreender melhor o que Keynes chama de Paradoxo da Pobreza em Meio à Abundância. Essa incompatibilidade ocorre quando, mesmo havendo

capacidade produtiva, vontade de trabalhar e recursos em abundância, a economia não consegue atingir o pleno emprego e enfrenta problemas com o desemprego e pobreza. Isso acontece porque a demanda efetiva, a soma do consumo e investimento, é insuficiente para utilizar plenamente todos os recursos. As empresas não encontram mercado para seus produtos, o que as obriga a reduzir a sua produção e, conseqüentemente, o nível de emprego.

A produção é inibida, mesmo que economicamente faça sentido produzir mais, pois o valor do produto marginal do trabalho (PMg), que é o valor adicional que um trabalhador traz à produção, continua sendo superior à desutilidade marginal do emprego, que represente o custo adicional para o trabalhador ao fornecer trabalho adicional. No entanto, a produção e o emprego não aumentam devido à insuficiência da demanda efetiva.

Em comunidades mais ricas, a diferença entre a produção efetiva (o que realmente é produzido) e sua produção potencial (o que poderia ser produzido se todos os recursos fossem plenamente utilizados) tende a ser significativamente maior. Os defeitos do sistema econômico são mais evidentes e prejudiciais. Keynes observa que, em uma comunidade pobre, a tendência é de consumir quase toda a produção diretamente, pois apenas um investimento relativamente pequeno já irá garantir o pleno emprego. Em outras palavras, essas comunidades consomem quase toda a sua produção, o que facilita a manutenção de níveis elevados de emprego com investimentos menores.

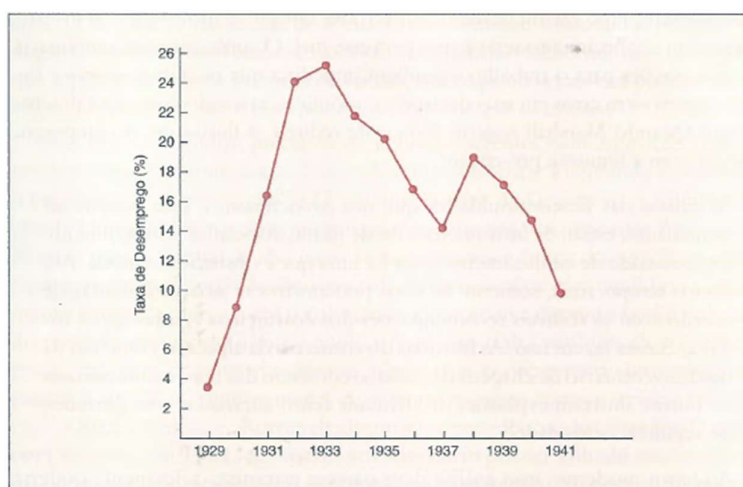
Por outro lado, em uma comunidade de alta renda, Keynes percebe que há o desafio de encontrar oportunidades de investimentos mais amplas para equilibrar a alta propensão a poupar dos membros mais ricos com a necessidade de empregar os membros mais pobres. Se o incentivo para investir for fraco, a insuficiência da demanda levará à redução da produção real. Mesmo que a economia tenha recursos abundantes, a comunidade não conseguirá utilizar plenamente sua capacidade produtiva, resultando em desemprego e subutilização dos recursos. Nessa comunidade, o acúmulo de capital já é relativamente alto, tornando as oportunidades de investimentos menos atrativas. Como grande parte dos recursos já está investida em infraestrutura e bens de capital, encontrar novos investimentos que ofereçam retornos atrativos se tornam mais difícil.

Para solucionar o problema da atratividade dos investimentos, Keynes conclui que uma queda rápida na taxa de juros atrairia investidores a buscarem novas

oportunidades. Quando a taxa de juros é reduzida, o custo dos empréstimos também cai, incentivando os empresários a investirem em novos projetos. No entanto, se a taxa de juros não cair o suficiente, o incentivo a investir permanecerá fraco, evidenciando a insuficiência de demanda efetiva. (KEYNES, 2012)

Toda a definição de Keynes sobre a questão de emprego é fundamental para entender sua visão sobre Crise de 1929. A Grande Depressão causou altíssimos níveis de desemprego em todo o mundo, destacando-se a Grã-Bretanha, onde Keynes nasceu, e os Estados Unidos, onde o problema se originou. De acordo com o economista Richard T. Froyen em seu livro “Macroeconomia”, “as taxas anuais de desemprego dos anos 1929-1941. A taxa de desemprego subiu de 3,2% da força de trabalho, em 1929, para 25,2% de força de trabalho, em 1933, o ponto mais baixo da atividade econômica durante a Depressão.” (FROYEN, 2013)

Gráfico I – Taxa de Desemprego nos EUA Durante a Grande Depressão (1929-1941)



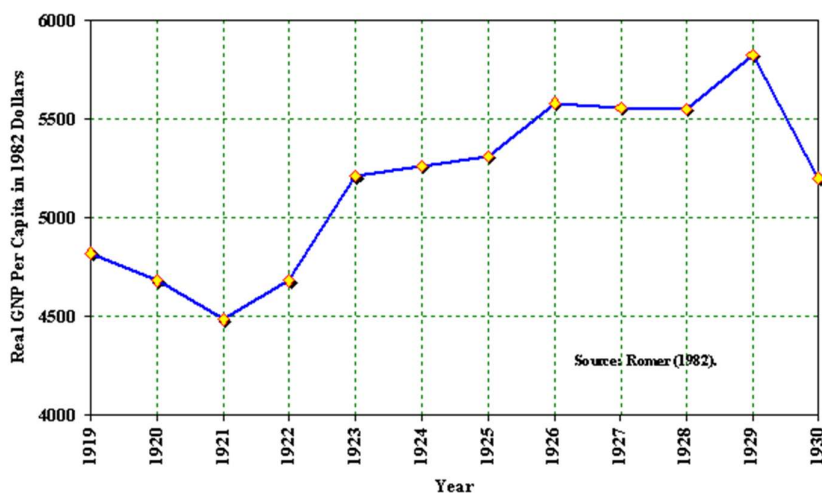
Fonte: FROYEN (2013)

O gráfico acima demonstra como foram os níveis de desemprego durante o período da crise nos Estados Unidos, o que nos ajuda a entender melhor o motivo de Keynes ter se concentrado tanto para explicar como o desemprego e a pobreza eram formados. Vale ressaltar que ele vivenciou esse período e publicou seu principal livro, “A

Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, em 1936, após já ter passado por todas essas experiências.

De acordo com Smiley (2022), a Crise de 1929 começou no verão, com uma contração econômica inicial relativamente leve, que se intensificou após o colapso da bolsa de valores. Isso resultou em uma queda de 10,2% no PNB real total de 1929 a 1930 e de 11,5% no PNB real per capita no mesmo período. Além disso, observa-se no gráfico abaixo que a economia americana, após o fim da Primeira Guerra Mundial estava em processo de grande crescimento, inspirados pela cultura do *American Way of Life*.

Gráfico II – Evolução do PNB Real Per Capita nos EUA, 1919-1930



Fonte: SMILEY (2002)

De acordo com Heller (2010), a teoria Keynesiana defende que a economia já estava em recessão antes da crise de 1929. Essa pequena recessão então se transformou na Grande Depressão. Tal ponto de vista é comprovado no livro de Smiley, onde ele cita, de forma traduzida, o seguinte texto:

Houve várias interrupções neste crescimento. Em meados de 1920, a economia americana começou a contrair e a depressão de 1920-1921 durou cerca de um ano, mas uma recuperação rápida restabeleceu o pleno emprego até 1923. Como será discutido a seguir, a política monetária do Sistema da Reserva Federal foi um fator importante na iniciação da depressão de 1920-1921. De 1923 a 1929, o crescimento

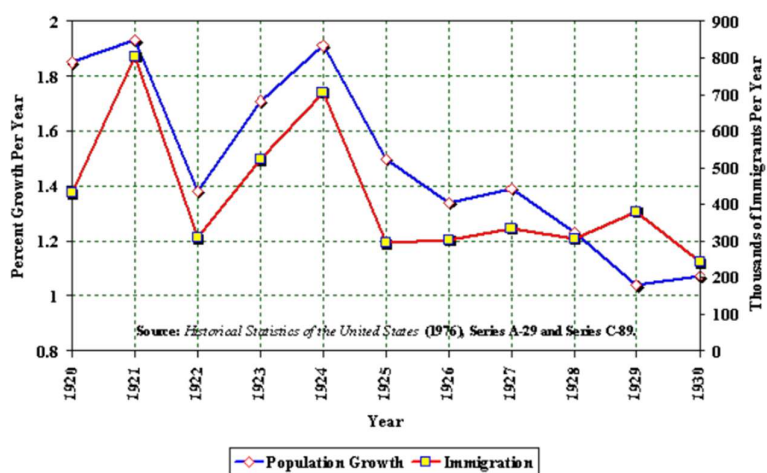
foi muito mais suave. Houve uma recessão muito leve em 1924 e outra recessão leve em 1927, ambas podendo estar relacionadas a choques nos preços do petróleo (McMillin e Parker, 1994). A recessão de 1927 também foi associada ao fechamento de todas as fábricas de Henry Ford por seis meses para a transição do Modelo T para o novo automóvel Modelo A. Embora a participação de mercado do Modelo T estivesse em declínio após 1924, em 1926 o Modelo T da Ford ainda representava quase 40 por cento de todos os novos carros produzidos e vendidos nos Estados Unidos. (SMILEY, 1999)

Nos anos de 1920, houve um crescimento econômico amplo, que evidenciou a disseminação de bens como carros, eletrodomésticos e moradias. Tal avanço foi influenciado e impulsionado por novos produtos e métodos de produção, incluindo o uso crescente da eletricidade e a linha de montagem do automóvel, que foram responsáveis por aumentar a produtividade. Enquanto isso, a mão-de-obra nas manufaturas não sofreu alteração, ao contrário de setores como ferrovias e carvão, que tiveram redução da quantidade de trabalhadores. Produtos como rádios, geladeiras elétricas e aspiradores de pó criaram novos mercados, pois a eletricidade passou a ser distribuída e tornou-se de fácil acesso. O mercado de ações teve uma grande alta devido às expectativas, um aspecto que abordaremos em detalhe posteriormente. (SMILEY, 1999)

A visão de Keynes sobre a causa da Grande Depressão é centrada na situação econômica em que a quantidade de bens e serviços que uma economia é capaz de produzir (capacidade produtiva) excede a quantidade de bens e serviços que os consumidores e empresas desejam comprar (demanda), ou seja, a insuficiência de demanda. Até então, tal problema era visto como algo passageiro, sendo parte de um ciclo econômico. No entanto, a depressão se estendeu mais do que o imaginado.

Após a Primeira Guerra Mundial, os Estados Unidos passaram por um grande momento, realizando constantes mudanças estruturais e modernizações em seu progresso técnico e avanço tecnológico. Não precisavam mais de tanta mão-de-obra em suas indústrias, o que resultou em uma diminuição da renda da população, já que muitas pessoas estavam desempregadas. Consequentemente, o poder de compra das famílias diminuiu, fazendo com que a demanda, que já era insuficiente, se tornasse completamente ineficaz. Além disso, destaca-se a redução da taxa de crescimento populacional, que impactou os setores de construção civil habitacional e a indústria automobilística, e o crash da bolsa de valores que causou a redução da demanda por bens de consumo duráveis. (HELLER, 2009)

Gráfico III – Comparação entre Crescimento Populacional e Imigração nos EUA (1920 – 1930)



Fonte: SMILEY (2002)

No gráfico acima, na linha azul, podemos notar que, mesmo com a produção aumentando, o crescimento populacional estava em declínio. A taxa de crescimento populacional alcançou a marca de 1,93 no começo da década, mas a encerrou em um nível inferior de 1,04 em 1929. Essa queda está fortemente relacionada à alta diminuição da taxa de natalidade do período e, levemente, à redução da imigração de países estrangeiros devido às limitações impostas pelo governo. Esses fatores se explicam pela rápida migração das pessoas das áreas rurais para as grandes cidades, o que faz com que as tendam a ter menor filhos, além do aumento da participação das mulheres no mercado de trabalho. (SMILEY, 1999)

O Crash da bolsa americana aconteceu enquanto os Estados Unidos estavam em grande ascensão, como mostra o gráfico abaixo, tirado do site do *Federal Reserve History*, que exibe a variação do índice Dow Jones, composto pelas trintas maiores empresas listadas em bolsa.

Gráfico IV – Evolução do Índice Dow Jones Industrial Average (1920-1950)



Fonte: Macrotrends Disponível em: '<https://www.macrotrends.net/1319/dow-jones-100-year-historical-chart>'>Dow Jones - DJIA - 100 Year Historical Chart</a>

De acordo Verssignassi (2011), a bolsa de valores subiu 30% em 1927, enquanto os resultados das companhias mostravam um crescimento de 10% ao ano. Já no período de 1928 a 1929, a bolsa dobrou, ou seja, teve um crescimento de 100%, enquanto o desenvolvimento das empresas seguiu a uma taxa de 10% ao ano. (VERSSIGNASSI, 2011, p.126). Desta forma, com o preço das ações decolado da realidade e os resultados das empresas não importando, era nítido que o mercado estava sendo cada vez mais manipulado por grandes investidores.

Esses investidores, quando o mercado estava com baixa liquidez, movimentavam seus papéis e negociavam opções em comum acordo para provocar altas e, posteriormente, vendiam com altos lucros. Em busca de retornos cada vez maiores, os investidores pegavam empréstimos nos bancos americanos e davam ações como garantia. Com o dinheiro em mãos, aplicavam novamente na bolsa, o que gerou uma bolha especulativa onde todos achavam que a bolsa iria sempre subir.

Era tão na cara dura que os grupos de investimento começaram eles mesmos a emitir ações. Mas espera aí: o lucro deles vinha da onde mesmo? Da especulação pura e cristalina. Os caras não produziam nada. Nem ideias (pelo menos isso as empresas de internet faziam...). E mesmo assim se capitalizavam vendendo ações no mercado. Capitalizar” é eufemismo... Os grupos combinavam entre si de um comprar ações do outro. Era um jeito de criar demanda falsa. Quanto mais gente quer uma ação, mais ela sobe, certo? Oferta e procura.

Quando dois fundos simulavam a parte da procura comprando ações um do outro, era o equivalente a tirar dinheiro do bolso da esquerda e colocar no da direita. Ninguém perdia nada. (VERSSIGNASSI, 2011, p.127)

De acordo com Keynes, havia um comportamento especulativo predominante no mercado de capitais americano, onde os investidores estavam mais interessados na valorização rápida do capital do que na obtenção de renda constante através de investimentos produtivos. Além disso, ele alerta que, quando a especulação supera o empreendimento produtivo, a economia sofre, com investimentos sendo guiados mais por jogos de azar do que por considerações de longo prazo. Essa dinâmica, segundo ele, é uma falha do capitalismo de *laissez-faire* (Teoria Clássica) e resulta em uma alocação ineficiente de recursos, comprometendo o desenvolvimento econômico sustentável. (KEYNES, 2012).

Em conclusão, o capítulo sobre a transição do Padrão Ouro para a Teoria Keynesiana destaca a transformação significativa no pensamento econômico que essa mudança representou. O sistema do Padrão Ouro, com sua rigidez monetária e dependência de reservas metálicas, mostrou-se vulnerável em contextos de crise, ao passo que a teoria keynesiana trouxe uma nova abordagem, enfatizando a importância da demanda agregada e do investimento como motores de estabilidade e crescimento econômico. A insuficiência de demanda, identificada por Keynes como causa central de crises econômicas, e a necessidade de políticas ativas do governo para garantir o pleno emprego tornaram-se pilares de uma visão mais dinâmica da economia, abrindo caminho para uma gestão econômica mais flexível e focada na mitigação de crises.

## **2. A TEORIA MONETÁRIA DE FRIEDMAN E ANNA SCHAWARTZ**

### **2.1. A visão de Milton Friedman**

Milton Friedman destacou-se como um dos economistas mais influentes do século XX, sendo amplamente reconhecido por suas contribuições à teoria econômica e à formulação de políticas monetárias. Principal defensor do liberalismo econômico e das premissas do livre mercado, Friedman argumentava que a intervenção governamental na economia deveria ser limitada, sustentando que o mercado, por si só, tende a se equilibrar e a promover o desenvolvimento econômico.

Em 1976, Friedman foi agraciado com o Prêmio Nobel de Economia, em reconhecimento às suas pesquisas sobre o comportamento do consumo, a história monetária e a complexidade envolvida nas políticas de estabilização econômica. Ele é frequentemente associado à Escola de Chicago, um influente grupo de economistas que promovia as políticas monetaristas. Dentre essas políticas, destaca-se a ênfase na importância de controlar a oferta de moeda como um meio eficaz para combater a inflação e fomentar o crescimento econômico sustentável. (MAIS RETORNO, 2019).

Para Milton Friedman, uma política monetária estável e previsível é essencial para a estabilidade econômica, servindo como um mecanismo para evitar intensas flutuações. Segundo Friedman, a condução da política monetária deve equilibrar a intervenção governamental, evitando tanto o excesso quanto a inércia em momentos de crise, pois ambos os extremos são prejudiciais ao desenvolvimento econômico. A previsibilidade é crucial para reduzir a incerteza e proporcionar um ambiente onde agentes econômicos (empresas, investidores e consumidores) possam tomar decisões com maior segurança. Quando a política monetária é errática, ocorrem choques de demanda, variações abruptas nos preços e distorções na alocação de recursos, fatores que comprometem o crescimento econômico sustentável. Para evitar esse cenário de instabilidade, Friedman recomenda que o banco central adote regras fixas e transparentes para o crescimento da oferta monetária, ajustando-o ao crescimento real da economia e à produtividade. Dessa forma, a política monetária minimizaria o risco de pressões inflacionárias ou deflacionárias repentinas, estabilizando os preços e proporcionando um ambiente econômico mais seguro.

Friedman aponta que a intervenção governamental excessiva tende a gerar distorções que intensificam os ciclos econômicos, mas também critica a postura de inação em períodos de crise. (FRIEDMAN, 2017)

## **2.2. A contribuição de Anna Schwartz**

Anna Schwartz foi uma economista de grande relevância no campo da economia monetária, amplamente reconhecida por seu trabalho colaborativo com Milton Friedman na obra *A Monetary History of the United States, 1857-1960*, publicada em 1963. Este livro é considerado um dos estudos mais significativos sobre a história monetária dos Estados Unidos, influenciando profundamente a análise econômica e as políticas monetárias no país.

Embora o projeto fosse oficialmente dirigido por Friedman, a contribuição de Schwartz foi fundamental para a pesquisa que sustentou o livro. Schwartz forneceu a Friedman o contexto histórico necessário, orientando-o com uma vasta bibliografia para aprofundar o estudo da história monetária americana. Além disso, foi ela quem examinou minuciosamente as estatísticas bancárias, calculou séries de dados monetários e realizou viagens a Washington, D.C., em busca de informações adicionais que enriqueceriam a análise. Sua dedicação formou a base metodológica do livro, que se tornou uma referência para a escola monetarista ao oferecer uma série estatística detalhada sobre a circulação de dinheiro nos Estados Unidos desde a Guerra Civil.

Schwartz desempenhou um papel essencial ao expandir o escopo da pesquisa para incluir o período da Confederação, uma era de experimentação monetária que despertava seu interesse. Ela foi responsável por convencer Friedman a transformar o projeto em uma narrativa mais ampla, que conectasse a evolução da moeda aos principais eventos históricos dos Estados Unidos. Esse enfoque permitiu que o livro oferecesse uma interpretação inovadora sobre acontecimentos econômicos, em especial sobre a Grande Depressão.

A contribuição de Schwartz foi determinante para o argumento central da obra: a crise econômica dos anos 1930 foi, em grande parte, uma tragédia monetária ocasionada pela inércia do *Federal Reserve*. Ela identificou os principais atores dessa narrativa, apontando George Harrison, presidente do Federal Reserve de Nova York, como uma figura centralmente responsável pelo fracasso na contenção da crise. Em contraste, destacou Benjamin Strong, ex-presidente do Federal Reserve de Nova York e

falecido antes da depressão, como o “herói ausente” cujo papel teria sido crucial para evitar o agravamento da crise. Dessa forma, a pesquisa de Schwartz deu corpo a uma interpretação que desafia visões tradicionais sobre a Grande Depressão, ao propor que o colapso econômico foi, em grande medida, uma consequência da má gestão monetária. (HARVARD MAGAZINE, 2023).

### 2.3. O processo da grande depressão

Milton Friedman e Anna Schwartz apresentam uma análise detalhada sobre o impacto das políticas monetárias inadequadas na intensificação e prolongamento da Grande Depressão. Para esses economistas, o *Federal Reserve* teve um papel central, porém negativo, ao falhar em adotar medidas monetárias expansionistas, não utilizando os mecanismos disponíveis para estabilizar a economia em um período de extrema fragilidade.

A contração destruiu a crença há muito defendida de que as forças monetárias não desempenham um papel significativo no ciclo econômico e que a política monetária tem importância limitada na promoção da estabilidade. (...) O fracasso do Sistema da Reserva Federal em evitar o colapso refletiu não a impotência da política monetária, mas sim as políticas particulares seguidas pelas autoridades monetárias e, em menor grau, os arranjos monetários particulares em existência. (FRIEDMAN, SCHAWARTZ, 1963, p. 300)

Para os autores, caso o banco central tivesse adotado uma postura monetária ativa, seria possível atenuar os impactos econômicos que caracterizaram os anos de recessão. A partir de 1929, os Estados Unidos enfrentaram uma série de falências bancárias, particularmente severas entre 1930 e 1933. Essas falências, ao mesmo tempo que eram sintomas, também se tornaram causas da recessão profunda. Com cada nova onda de colapsos bancários, o sistema financeiro se enfraquecia, a oferta de crédito se contraía, e a economia real enfrentava graves restrições ao acesso ao capital.

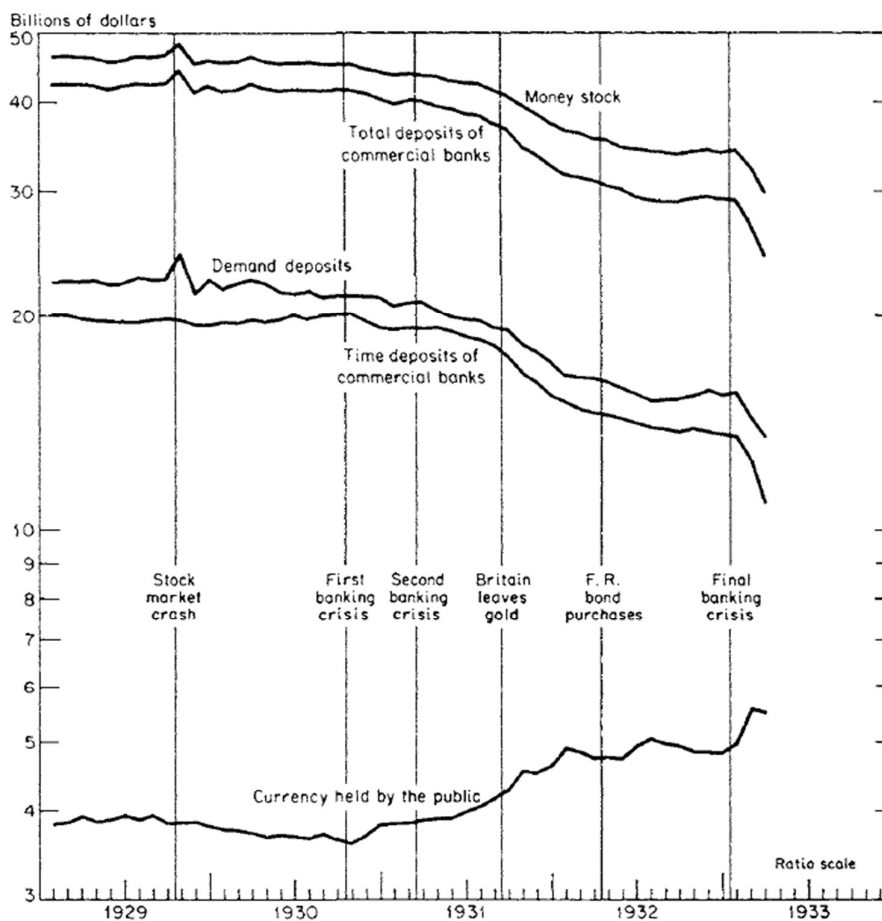
Para os monetaristas, a oferta de moeda é uma variável fundamental para o funcionamento da economia. A contração na oferta monetária gera uma pressão deflacionária, o que aumenta o peso das dívidas e desencoraja tanto o consumo quanto o investimento. De acordo com Friedman e Schwartz, o *Federal Reserve* dispunha de ferramentas importantes para evitar essa contração, e incentivar os bancos a expandirem seus empréstimos, como operações de mercado aberto e a redução das taxas de desconto.

Outro ponto crítico levantado por Friedman e Schwartz é o compromisso inflexível do *Federal Reserve* com o padrão-ouro, o que limitou sua capacidade de

aumentar a base monetária. A prioridade em manter a paridade do dólar com o ouro restringiu as ações do FED, que temia que uma política expansionista pudesse desvalorizar a moeda e desencadear uma fuga de capitais. Contudo, Friedman e Schwartz argumentam que essa prioridade foi equivocada, pois o foco deveria estar na estabilização interna da economia, ainda que isso implicasse em ajustes no valor externo do dólar.

Para Friedman e Schwartz, a ausência de uma política monetária expansionista por parte do FED não foi apenas uma falha técnica, mas também um erro estratégico de diagnóstico e de prioridade. Ao negligenciar as necessidades internas de liquidez e abster-se de atuar como prestamista de última instância, o *Federal Reserve* permitiu que a oferta monetária continuasse em retração, contribuindo diretamente para o prolongamento e aprofundamento da Grande Depressão. Este ciclo de contração econômica poderia ter sido interrompido caso o Federal Reserve tivesse adotado uma política monetária proativa e orientada para a expansão da liquidez. (FRIEDMAN, SCHAWARTZ, 1963)

Gráfico V – Evolução da Oferta Monetária, Moeda em Circulação e Depósitos (1929 – 03/1933)



Fonte: A Monetary History of the United States, 1867-1960, disponível em:  
<https://dokumen.pub/a-monetary-history-of-the-united-states-1867-1960-course-booknbsped-9781400829330.html>

O gráfico acima é fundamental para entendermos o impacto da política monetária em métodos quantitativos. Nele é demonstrado a Oferta Monetária (*Money Stock*), a qual teve uma queda acentuada a partir de 1931, ano em que a Grã-Bretanha deixou o padrão-ouro, junto com os Depósitos Totais nos Bancos Comerciais (*Total Deposits of Commercial Banks*). A redução dos Depósitos à Vista (*Demand Deposits*) e Depósitos a Prazo (*Time Deposits of Commercial Banks*) representam o dinheiro que os correntistas podem sacar a qualquer momento e aqueles mantidos por períodos longos que rendem juros respectivamente, ou seja, os clientes dos bancos viam o mercado com

desconfiança e priorizaram liquidez, como podemos ver um aumento na Moeda em Circulação com o Público (*Currency Held by the Public*), que demonstra o nível de papel-moeda, ou seja, dinheiro em mão das pessoas fora do sistema bancário, o qual tende a aumentar sempre que existe desconfiança nos bancos.

Além disso, o gráfico apresenta 6 momentos históricos que ocorreram entre 1929 e 1933, sendo eles a quebra do Mercado de Ações (*Stock Market Crash*), que foi o ponto inicial da crise econômica, dois grandes períodos crises bancárias (First Banking Crisis e Second Banking Crisis), que agravaram a situação bancária americana. Mostra a compra de títulos feitos pelo FED (*Federal Reserve Bond Purchases*) como uma tentativa de aumentar a liquidez no sistema financeiro em 1932, no entanto, não simbolizou grande avanço devido à profundidade da crise e, por fim, é apresentado o final das Crises Bancárias (Final Banking Crisis) em 1933.

### **2.3.1. A crise no mercado de ações**

O período de 1921 a 1929 foi caracterizado por um crescimento econômico contínuo, baixa inflação e estabilidade econômica nos Estados Unidos, o qual era visto como uma nova era de prosperidade.

Os anos vinte foram, em grande parte, um período de alta prosperidade e crescimento econômico estável. Um enorme boom na construção civil revitalizou as cidades americanas. O automóvel transformou a vida nos Estados Unidos. O mercado em alta das ações refletia o otimismo crescente dos americanos em relação ao futuro. (FRIEDMAN, SCHAWARTZ, 1963, p. 296)

No entanto, em outubro de 1929, a bolha do mercado de ativos financeiros estoura e quebra a bolsa de valores, causando variações nos depósitos à vista e, conseqüentemente, nos índices monetários, em parte pela instabilidade no mercado de ações e pelo aumento nos empréstimos concedidos a corretores e negociantes por bancos de Nova York. Em resposta, o *New York Federal Reserve Bank* interveio, comprando títulos no mercado aberto, o que liberou reservas e ajudou a manter a liquidez bancária, prevenindo um colapso imediato do sistema financeiro. Essa intervenção foi essencial para evitar aumentos de pânico nas taxas de juros e manteve a confiança no sistema bancário, como destacou o governador Harrison, que sugeriu que o mercado poderia ter colapsado sem essas compras de títulos.

Os efeitos no mercado de ações foram severos, embora concentrados na bolsa de valores, sem provocar inicialmente uma corrida aos bancos. Isso se refletiu na

confiança pública, uma vez que a moeda mantida fora dos bancos não aumentou significativamente, sugerindo que a população ainda confiava no sistema bancário. Esse equilíbrio frágil, no entanto, não impediu que a crise se alastrasse para outros setores da economia, coincidindo com uma desaceleração econômica já visível antes da quebra da bolsa. Dados indicam que entre agosto de 1929 e o ápice da crise, houve um declínio acentuado na produção industrial, nos preços no atacado e na renda pessoal, o que demonstra que a crise do mercado de ações foi, na verdade, uma amplificação de um enfraquecimento econômico pré-existente.

A crise do mercado de ações coincidiu com um aumento da taxa de declínio econômico. Durante os dois meses desde o pico cíclico em agosto de 1929 até a crise, a produção, os preços no atacado e a renda pessoal caíram em taxas anuais de 20%, 7 1/2% e 5%, respectivamente. Nos doze meses seguintes, as três séries caíram em taxas apreciavelmente mais altas: 27%, 13 1/2% e 17%, respectivamente. No total, até outubro de 1930, a produção havia caído 26%, os preços, 14% e a renda pessoal, 16%. A tendência da oferta monetária mudou de ligeiramente ascendente para ligeiramente descendente. As taxas de juros, depois de mudar de horizontal para levemente descendente até outubro de 1929, começaram a cair. (FRIEDMAN, SCHAWARTZ, 1963, p. 306)

O otimismo da "nova era" deu lugar à cautela, com empresários e consumidores reduzindo gastos e investimentos, temendo uma recessão prolongada. Esse receio retraiu a demanda, impactando o consumo e o investimento, essenciais para o crescimento econômico. Investidores passaram a buscar segurança em ativos menos arriscados, como títulos e dinheiro, elevando a demanda por liquidez e pressionando as taxas de juros para baixo. Já a velocidade de circulação do dinheiro caiu 13% entre 1929 e 1930, refletindo uma maior aversão ao risco e uma queda na atividade econômica, agravando a recessão. O estoque de dinheiro em circulação também caiu 2,6% até outubro de 1930, limitando os recursos para gastos e investimentos, o que dificultou ainda mais a recuperação econômica.

Apesar disso, a crise inicial não causou uma crise bancária imediata. Os depositantes mantiveram seus recursos nos bancos, evitando uma corrida bancária, e os bancos não tomaram medidas extremas para acumular liquidez. A leve redução no estoque de dinheiro foi compensada em parte pelo aumento nas reservas de ouro, proporcionando estabilidade temporária ao sistema financeiro.

No entanto, após a crise inicial, os depósitos diminuíram, com a substituição de empréstimos temporários por arranjos permanentes. A relação depósito-moeda caiu,

enquanto o dinheiro de alta potência foi reduzido devido a quedas nos descontos e na entrada de ouro, influenciada pela retirada de fundos por estrangeiros.

De agosto de 1929 a outubro de 1930, o estoque de dinheiro caiu 2,6% e o dinheiro de alta potência, 5%. A relação depósito-moeda aumentou, o que compensou parcialmente a queda no dinheiro de alta potência, mas também tornou o sistema mais vulnerável a futuras crises bancárias. Em outubro de 1930, a relação depósito-moeda estava em seu nível mais alto, sugerindo que o público ainda confiava na segurança dos depósitos.

O Federal Reserve, porém, não conseguiu substituir a queda nos descontos por outros créditos, apesar do aumento no estoque de ouro e ativos fiduciários, resultando em uma redução de 1,02 bilhão de dólares nas reivindicações privadas. Essa falha contribuiu para uma queda no estoque de dinheiro e revelou uma política monetária insuficiente para impedir a contração econômica.

Apesar de sucessivas reduções nas taxas de desconto, a demanda por empréstimos caiu, com os bancos optando por ativos seguros, o que reduziu as taxas de juros. O Banco de Nova York defendia reduções mais rápidas nas taxas, mas a resistência do Conselho do Federal Reserve atrasou essa política, limitando o impacto das tentativas de expansão monetária.

Durante esse período, não houve um acúmulo de reservas excedentes pelos bancos, indicando que qualquer aumento no dinheiro de alta potência teria sido utilizado imediatamente para expandir o crédito e o estoque de dinheiro. A queda observada no estoque de dinheiro foi, portanto, diretamente atribuível à redução no crédito do Federal Reserve, evidenciando uma resposta monetária insuficiente à crise. (FRIEDMAN, SCHAWARTZ, 1963)

### **2.3.2. A falência dos bancos**

Na visão de Milton Friedman, crises bancárias exigem uma resposta ágil e eficaz do banco central, que deve prover liquidez por meio da expansão da base monetária. Essa medida visa estabilizar a oferta de crédito e prevenir uma sequência de insolvências, além de exigir uma política monetária que antecipe as necessidades econômicas, ajustando o estoque de moeda às demandas reais do mercado. Em 1929, a resposta limitada do Federal Reserve à crescente demanda por liquidez intensificou as falências bancárias, uma vez que a oferta monetária permaneceu insuficiente para

sustentar o sistema financeiro. Nesse contexto, o princípio da "quantidade ótima de moeda" de Friedman torna-se essencial, pois uma política de liquidez regulada e responsiva teria evitado o agravamento da crise, mantendo a estabilidade econômica. (FRIEDMAN, 2017)

A estrutura bancária dos Estados Unidos nos anos 1930 era altamente fragmentada, composta por milhares de pequenos bancos independentes que, na maioria dos casos, não tinham vínculo direto com um banco central ou mecanismos sólidos de proteção contra crises. Essa configuração fragmentada foi considerada uma das principais vulnerabilidades que contribuíram para o colapso financeiro. A falta de interconexão e de um sistema de seguridade bancária resultou em uma vulnerabilidade sistêmica, onde crises locais rapidamente se expandiam para problemas nacionais, facilitando corridas bancárias em massa e o colapso de diversas instituições.

A crise econômica iniciada em 1929, revela uma série de eventos que amplificaram a contração monetária e acentuaram a instabilidade bancária nos Estados Unidos. Em outubro de 1930, a natureza da contração econômica sofreu uma mudança significativa, com um aumento no número de bancos que interromperam suas atividades. Esse aumento acentuado de falências bancárias foi impulsionado por uma crise de confiança entre os depositantes, que, temerosos quanto à segurança de seus fundos, começaram a retirar seus depósitos. “A falência de 256 bancos com \$180 milhões em depósitos em novembro de 1930 foi seguida pela falência de 352 bancos com mais de \$370 milhões em depósitos em dezembro” (FRIEDMAN, SCHWARTZ, 1963, p. 308-309)

A falência do Bank of United States, em dezembro de 1930, foi particularmente impactante, não apenas pela grande quantidade de depósitos envolvidos (mais de 200 milhões de dólares), mas também pela associação equivocada de seu nome com uma instituição oficial do governo, o que agravou o impacto psicológico da falência e minou a confiança pública no sistema bancário, pois sua queda foi interpretada como uma falha do Sistema da Reserva Federal. (FRIEDMAN, SCHWARTZ, 1963)

Desde a sua criação em 1913, o *Federal Reserve* foi designado para garantir a estabilidade financeira e atuar como “prestamista de última instância”. No entanto, como aponta Meltzer, essa missão foi comprometida durante a crise de 1929. O FED estava limitado por visões econômicas obsoletas e inflexíveis, especialmente pela adoção

rigorosa da *Real Bills Doctrine*, que restringiu uma resposta mais assertiva à crise. Essa doutrina era uma premissa central na política do FED, pois limitava a injeção de liquidez ao vinculá-la à qualidade dos ativos comerciais dos bancos. Ela defendia que apenas papéis comerciais de alta qualidade deveriam receber crédito, com o objetivo de evitar o financiamento de atividades especulativas. Contudo, ao aderir rigidamente a essa abordagem, o *Federal Reserve* ignorou a necessidade sistêmica de liquidez, essencial para a sobrevivência do sistema bancário em momentos de crise. Essa restrição deixou até bancos sólidos desprovidos de suporte em um momento crítico, enfraquecendo ainda mais a estrutura bancária.

Essa inflexibilidade doutrinária foi um fator determinante para o agravamento da crise financeira e para a perda de confiança do público nas instituições bancárias. As falências bancárias não apenas eliminaram fontes essenciais de financiamento, mas também destruíram o poder aquisitivo de muitos consumidores, cujas economias foram perdidas com o fechamento das instituições financeiras.

Adicionalmente, ao interpretar as baixas taxas de juros nominais como um indicativo de uma política monetária expansionista adequada, o FED negligenciou a necessidade de aumentar a oferta monetária de maneira mais agressiva. Essa interpretação equivocada reforçou uma postura passiva, que permitiu o aprofundamento da crise ao invés de conter o ciclo de falências bancárias. (LAIDLER, 2003)

Friedman argumenta que as falências bancárias não afetaram apenas o sistema financeiro, mas desencadearam uma série de consequências na economia real, incluindo o aumento do desemprego, a queda da produção industrial e a criação de um ciclo vicioso de retração econômica que agravou a Grande Depressão.

O colapso do sistema bancário gerou uma "contaminação" de medo e incerteza entre depositantes e investidores, o que levou a uma onda de corridas aos bancos em busca de liquidez. Esse movimento causou uma drástica redução na oferta monetária, uma vez que, devido à estrutura de reservas fracionárias dos bancos, a retirada de depósitos reduzia a capacidade das instituições de conceder novos empréstimos. A situação foi agravada pela ausência de uma resposta eficaz do Federal Reserve, que, ao falhar em seu papel de prestamista de última instância, permitiu que o colapso bancário prosseguisse sem controle.

Essa retração na oferta de crédito teve um impacto profundo na economia real. Sem crédito disponível, empresas e consumidores foram obrigados a reduzir drasticamente seus investimentos e despesas. As empresas, em particular, encontraram grandes dificuldades em financiar operações e expandir seus negócios, o que levou a uma queda na produção industrial e a cortes significativos de postos de trabalho. A consequência imediata foi um aumento histórico na taxa de desemprego, resultando em uma queda substancial na demanda por bens e serviços, o que perpetuou o ciclo de retração econômica. Já os consumidores, diante da incerteza econômica, adotaram uma postura de extrema cautela. Com o aumento do desemprego, onde “No auge da depressão, uma pessoa estava desempregada para cada três empregadas” (FRIEDMAN, SCHAWTZ, 1963, p. 301) e a redução da renda disponível, as famílias passaram a economizar ao máximo, reduzindo o consumo a níveis mínimos. Essa diminuição do consumo afetou a demanda agregada, levando as empresas a cortarem ainda mais a produção, o que gerou mais desemprego e reduziu ainda mais a demanda, criando um ciclo de feedback negativo que prolongou a depressão.

A insegurança em relação à estabilidade econômica e a fragilidade do sistema bancário geraram uma retração generalizada na confiança econômica. Friedman enfatiza que essa perda de confiança teve impactos sociais duradouros, intensificando o sentimento de pessimismo e incerteza entre a população. A deterioração da confiança foi um obstáculo significativo para a recuperação econômica, uma vez que a retomada do consumo e do investimento permaneceu comprometida enquanto o pessimismo prevalecia. (PONGRACIC, 2007)

### **2.3.3. A saída do Reino Unido do padrão-ouro**

Sob pressão econômica e enfrentando corridas contra a libra esterlina, a Grã-Bretanha optou por abandonar o padrão-ouro em setembro de 1931, o que desencadeou uma onda de conversões de ativos em dólares para ouro. Essa corrida ao ouro refletia o temor de que os EUA também pudessem abandonar o padrão-ouro, levando esses países a protegerem suas reservas com segurança.

Os EUA sofreram uma drástica saída de ouro, desfazendo o acúmulo dos últimos dois anos e retornando ao nível de 1929. Esse fenômeno colocou pressão sobre as reservas monetárias americanas, representando uma reversão na entrada de ouro e ameaçando a estabilidade financeira do país. Simultaneamente, os americanos começaram a retirar depósitos dos bancos, refletindo uma desconfiança crescente em

relação à saúde do sistema bancário. A retirada interna de depósitos (drenagem interna) combinada com a saída de ouro (drenagem externa) em um período de alta sazonal de demanda no outono exacerbou as pressões sobre o sistema financeiro americano. Em resposta, o *New York Federal Reserve Bank* elevou rapidamente a taxa de redesconto em outubro de 1931, de 2,5% para 3,5% em uma semana, numa tentativa de conter a saída de ouro. Embora a medida tenha temporariamente interrompido a drenagem externa, ela intensificou a crise financeira doméstica ao elevar os custos de crédito para os bancos, o que resultou em falências adicionais e aumento das corridas bancárias.

(...) a medida também intensificou as dificuldades financeiras internas e foi acompanhada por um aumento espetacular nas falências bancárias e nas corridas aos bancos. Só em outubro, 522 bancos comerciais, com 471 milhões de dólares em depósitos, fecharam suas portas, e nos três meses seguintes, 875 bancos adicionais com 564 milhões de dólares em depósitos. Ao todo, nos seis meses de agosto de 1931 a janeiro de 1932, 1.860 bancos com depósitos de 1.449 milhões de dólares suspenderam operações, e os depósitos desses bancos que conseguiram permanecer abertos caíram em uma quantia muito maior. Os depósitos totais caíram, durante o período de seis meses, quase cinco vezes os depósitos em bancos suspensos ou nada menos que 17% do nível inicial dos depósitos nos bancos em funcionamento.

O aumento da circulação de moeda compensou parte do efeito sobre o estoque de dinheiro do declínio dos depósitos. Mas a compensação foi mínima. O estoque de dinheiro caiu 12% de agosto de 1931 a janeiro de 1932, ou a uma taxa anual de 31% — uma taxa de declínio maior do que qualquer outro período comparável nos 53 anos para os quais temos dados mensais, e no período de 93 anos para o qual temos uma série contínua sobre o estoque de dinheiro. (FRIEDMAN, SCHWARTZ, 1963, p. 317-318)

A crise de liquidez fez com que os bancos liquidassem ativos, elevando os rendimentos de títulos corporativos de menor qualidade e pressionando os preços. Ao mesmo tempo, os rendimentos dos títulos do governo de longo prazo subiram, já que os bancos buscavam ativos seguros e garantidos. A falta de intervenção do *Federal Reserve* com compras significativas no mercado aberto também foi criticada, pois poderia ter mitigado a drenagem de ouro e compensado a demanda por moeda interna, reduzindo a vulnerabilidade dos bancos à escassez de liquidez. (FRIEDMAN, SCHAWARTZ, 1963)

#### **2.3.4. Compras do FED no mercado aberto**

Em abril de 1932, o *Federal Reserve*, pressionado pelo Congresso, iniciou um extenso programa de compras de títulos no mercado aberto, elevando suas participações em aproximadamente 1 bilhão de dólares até agosto. O objetivo era compensar a saída de ouro, mas uma leve entrada de ouro após junho ajudou a estabilizar

a base monetária temporariamente. Essas compras fortaleceram as reservas bancárias, reduzindo falências e incentivando o retorno da moeda em circulação, o que evitou uma nova crise.

O programa de compras teve um impacto moderador sobre a queda nos depósitos bancários e no estoque total de dinheiro. Os depósitos à vista atingiram seu ponto mais baixo em julho, enquanto o estoque de dinheiro e os depósitos totais continuaram a diminuir até setembro, antes de uma leve recuperação. Embora as mudanças absolutas no estoque de dinheiro tenham sido modestas em comparação com as quedas anteriores, representaram uma importante estabilização na trajetória de declínio monetário.

A intervenção também influenciou as taxas de juros. Com as compras, as taxas caíram substancialmente, e pela primeira vez, as taxas de papel comercial ficaram abaixo da taxa de redesconto, marcando uma mudança no papel do redesconto. A partir desse ponto, o redesconto perdeu relevância, com exceção de um breve retorno durante o pânico bancário de 1933. Os bancos passaram a buscar segurança através de reservas excedentes e títulos do governo, que eram ativos mais estáveis, em vez de depender do redesconto. Essa mudança na preferência dos bancos contribuiu para manter as taxas de juros em queda e influenciou a política monetária das décadas subsequentes.

A partir de julho, indicadores econômicos começaram a melhorar, com aumentos em preços no atacado, produção industrial e desaceleração na queda de renda. Esses indícios sugerem que a economia estava experimentando uma recuperação cíclica. Embora não se possa afirmar categoricamente que a melhora econômica foi exclusivamente resultado da política monetária, o programa de compras no mercado aberto foi uma ação deliberada que melhorou a oferta de dinheiro e trouxe estabilidade ao sistema financeiro. Esse programa é amplamente considerado o principal fator responsável pela melhora monetária, criando um ambiente mais propício para a recuperação econômica.

A experiência histórica sugere que um aumento na taxa de crescimento monetário precede períodos de recuperação econômica. Nesta ocasião, a transição de um declínio acentuado para uma leve queda e, eventualmente, para um leve aumento na oferta monetária parece ter facilitado a retomada econômica após três anos de contração. O aumento na oferta monetária criou condições mais favoráveis, permitindo que as forças

de recuperação se desenvolvessem mais rapidamente na economia. (FRIEDMAN, SCHAWARTZ, 1963)

### **2.3.5. O fim das crises bancárias**

Após uma breve recuperação, a economia dos EUA sofreu nova queda no final de 1932, com uma onda de falências bancárias. Em janeiro de 1933, a crise se intensificou, reduzindo o estoque de dinheiro e desencadeando uma corrida por moeda. Em resposta, bancos estaduais começaram a declarar feriados bancários para conter as retiradas, o que aumentou ainda mais a demanda por moeda, levando à introdução de substitutos monetários para suprir a escassez de dinheiro.

A nova crise bancária reverteu a tendência de queda das taxas de juros, que começaram a subir devido à pressão de liquidez. Os índices econômicos, como produção e preços, que mostravam sinais de recuperação, voltaram a declinar, agravando a situação econômica e reforçando a retração nas atividades empresariais. Nesse cenário, a *Reconstruction Finance Corporation* (RFC), que oferecia empréstimos para ajudar bancos em dificuldades, foi incapaz de conter a onda de falências, pois a obrigação de divulgar os tomadores dos empréstimos fragilizou ainda mais as instituições. Para conter o pânico, diversos estados começaram a declarar feriados bancários e, em fevereiro de 1933, o Congresso autorizou bancos a restringirem saques nos estados com feriados bancários.

Até 3 de março, feriados haviam sido declarados em cerca de metade dos estados. Embora o feriado tenha interrompido os saques em um estado específico, ele aumentou a pressão em outros lugares, porque os bancos que haviam recebido alívio temporário retiraram fundos de seus correspondentes em outros estados para fortalecer sua posição. Além disso, substitutos para moeda bancária tornaram-se essenciais, como em restrições passadas à conversibilidade dos depósitos, e as trocas internas foram interrompidas. As posses de moeda do público aumentaram em 760 milhões de dólares, ou cerca de 16%, nos dois meses entre o final de 1932 e fevereiro de 1933. (FRIEDMAN, SCHWARTZ, 1963, p. 325-326)

Diante de rumores de que o presidente Roosevelt desvalorizaria o dólar, bancos e investidores privados começaram a acumular moedas estrangeiras e ouro, intensificando ainda mais a crise de liquidez. Em resposta à drenagem de ouro, o Federal Reserve aumentou as taxas de desconto em fevereiro de 1933, mas, tal como em 1931, não realizou compras significativas no mercado aberto para conter a crise. Embora o FED tenha adquirido alguns títulos do governo, a quantidade foi insuficiente para compensar

a saída de ouro e a demanda por moeda. Esse aumento nas taxas de desconto e a venda de títulos elevaram as taxas de juros, deteriorando ainda mais o cenário econômico. Quando as reservas dos bancos de Nova York ficaram abaixo do limite legal, o Conselho do FED suspendeu temporariamente os requisitos de reservas em março de 1933. Roosevelt, então, declarou um feriado bancário nacional, suspendendo todas as operações até 9 de março, quando o Congresso aprovou a Lei de Emergência Bancária, que permitiu a reabertura gradual dos bancos. Mais de 5.000 bancos foram fechados, dos quais mais de 2.000 nunca reabriram. O feriado bancário interrompeu totalmente as operações, sem acesso aos depósitos, visando conter falências, mas deixou muitos bancos incapazes de reabrir.

Embora o feriado tenha sido uma medida emergencial, ele não estabilizou o sistema, e as falências continuaram. A vulnerabilidade dos bancos, agravada pela interrupção das compras de títulos pelo FED, enfraqueceu o sistema. O feriado bancário nacional foi uma tentativa de controle, mas revelou-se insuficiente para resolver a crise, resultando no fechamento de milhares de bancos e agravando a Grande Depressão. (FRIEDMAN, SCHAWARTZ, 1963)

#### **2.4. Críticas ao FED**

Nos primeiros anos de sua atuação, o Federal Reserve foi influenciado por doutrinas como a teoria das “*real bills*” (letras reais), que defendia que o crédito bancário deveria ser limitado a atividades produtivas, como a produção e a circulação de bens, para evitar a especulação. Na prática, essa doutrina restringia a capacidade do FED de expandir a oferta monetária e de atuar de forma contracíclica. Na visão de Friedman e Schwartz: “o Federal Reserve fornece as adições necessárias ao crédito em tempos de expansão dos negócios e absorve o excesso em tempos de recessão” (FRIEDMAN, SCHAWARTZ, 1963, p. 297). Ao seguir uma política monetária rígida, o banco central falhou em responder adequadamente à crise econômica, permanecendo inerte em um momento que exigia maior flexibilidade.

Adicionalmente, a doutrina *Riefler-Burgess* expandiu a perspectiva das *real bills*, ao recomendar o monitoramento do volume de reservas bancárias livres como indicador para a política monetária. Esse enfoque reforçou a passividade do *Federal Reserve*, uma vez que altos níveis de reservas foram erroneamente interpretados como sinais de uma política expansionista. Na realidade, a oferta monetária estava em retração devido ao colapso bancário, mas o FED não conseguiu reconhecer essa dinâmica,

adotando uma postura hesitante no contexto das crises bancárias, o que contribuiu para a gravidade da recessão.

Meltzer destaca que a estrutura descentralizada do *Federal Reserve* funcionou como um obstáculo para a sua eficácia. Composto por 12 bancos regionais dotados de significativa autonomia, o FED encontrava dificuldades em tomar decisões coordenadas para responder a crises de caráter nacional. Durante a Grande Depressão, essa fragmentação institucional dificultou a implementação de uma resposta rápida e abrangente, criando impasses que exacerbaram o ciclo recessivo. Enquanto alguns bancos regionais priorizavam interesses locais, a falta de uma liderança centralizada impediu ações coordenadas, comprometendo a capacidade do FED de atuar como prestamista de última instância.

A hesitação do Federal Reserve em agir resultou em uma onda de falências bancárias, na perda de confiança no sistema financeiro e em uma restrição severa de liquidez, elementos que agravaram ainda mais o cenário recessivo. Ao não cumprir seu papel como prestamista de última instância, o FED perdeu uma oportunidade histórica de mitigar os efeitos da crise, permitindo que a recessão se aprofundasse. As consequências dessa postura passiva repercutiram em diversos setores da economia, dificultando a recuperação e gerando um cenário de instabilidade prolongada. (LAIDLER, 2003)

O FED deveria ter seguido uma política expansionista, injetando dinheiro na economia para compensar a queda no consumo e no investimento privado. A ausência dessa resposta agravou a deflação, elevou o valor real das dívidas e intensificou o ciclo de contração econômica. Friedman argumenta que, com uma intervenção mais ativa e ajustada, teria sido possível evitar o colapso econômico que caracterizou esse período. No entanto, eles optaram por manter baixas reservas, ignorando o aumento das falências bancárias e os sinais de pânico financeiro. Temendo que intervenções fossem vistas como inflacionárias, uma postura conservadora foi mantida, a qual restringiu a recuperação econômica e perpetuou a contração da oferta monetária. Ao permitir essa contração, o FED reforçou os efeitos negativos da deflação, dificultando a recuperação e o retorno ao pleno emprego.

Para evitar os efeitos destrutivos da deflação, Friedman defende uma expansão controlada da oferta monetária, alinhada ao crescimento econômico de longo prazo. Esse controle rigoroso, em sua visão, é fundamental para prevenir flutuações

cíclicas e garantir a estabilidade econômica. A defesa de uma política monetária estável e previsível tem como objetivo reduzir a vulnerabilidade da economia a flutuações externas, promovendo uma trajetória de crescimento mais estável e sustentável, mesmo em cenários adversos. (FRIEDMAN, 2017)

O colapso do Sistema de Reserva Federal entre 1929 e 1933 evidenciou a importância de uma liderança assertiva e de políticas monetárias proativas em tempos de crise. A inação e a fragmentação de poder dentro do Sistema impediram uma resposta eficaz, agravando a crise bancária e aprofundando a Grande Depressão. Esse período histórico destacou a necessidade de uma estrutura financeira unificada e ágil, capaz de agir rapidamente para mitigar impactos econômicos negativos e preservar a estabilidade econômica. (FRIEDMAN, SCHAWARTZ, 1963)

Portanto, a crise dos anos 1930 não se deu apenas por fatores externos, mas sim à condução falha da política monetária, especialmente à omissão do *Federal Reserve* diante da crise bancária, que gerou mais instabilidade, e à rigidez do padrão-ouro. Milton Friedman e Anna Schwartz colocam a política monetária no centro do debate, defendendo a importância de uma oferta de moeda estável e de um banco central atuante. A proposta de regras claras e previsíveis influenciou políticas nas décadas seguintes e reforça, ainda hoje, a ideia de que a estabilidade econômica depende de respostas rápidas e coordenadas.

### **3. COMPARAÇÃO ENTRE AS ABORDAGENS E O APRENDIZADO DEIXADO**

#### **3.1. Duas visões sobre a mesma crise**

A Crise de 1929 e a Grande Depressão configuraram um dos episódios mais significativos e disruptivos da história do capitalismo. Seus efeitos ultrapassaram os limites dos indicadores econômicos e desencadearam uma ampla reavaliação teórica sobre o funcionamento dos mercados e o papel do Estado na economia. Desde então, o colapso de 1929 consolidou-se como um marco interpretativo central nos embates entre diferentes escolas do pensamento econômico, como: Keynesianos e Monetaristas.

As divergências entre as abordagens Keynesianas e Monetaristas vai além de aspectos meramente técnicos. Trata-se de uma disputa que envolve concepções distintas sobre o papel do Estado, os mecanismos de autorregulação dos mercados e os limites da ação pública em contextos de crise. As implicações desse debate seguem presentes nas decisões de política econômica contemporânea, como se observou durante a crise financeira global de 2008.

Dessa forma, compreender os fundamentos dessa controvérsia não apenas contribui para a análise histórica da Crise de 1929, mas também oferece subsídios para a interpretação de respostas políticas e econômicas diante de cenários de instabilidade.

#### **3.2. Diferenças nas interpretações sobre as crises**

A abordagem Keynesiana, formulada por John Maynard Keynes, parte do pressuposto de que a crise foi provocada por uma insuficiência da demanda agregada. Tal cenário teria sido agravado pela rigidez dos salários nominais e pela incapacidade dos mercados de se autorregular em contextos de recessão profunda. A partir dessa análise, Keynes propôs uma mudança de paradigma: diante de choques severos, o Estado deveria adotar uma postura ativa, utilizando políticas fiscais expansionistas como forma de estimular a produção, conter o desemprego e restaurar o nível de atividade econômica, como visto no primeiro capítulo.

Em contraposição, a escola monetarista – especialmente na formulação de Milton Friedman e Anna Schwartz – rejeita a ideia de que a crise decorreu de falhas estruturais do capitalismo. Diferentemente de Keynes, Friedman rejeita a função consumo proposta por Keynes, onde ele afirma que o consumo das famílias é determinado pela renda corrente.

Fundamentado em grande quantidade de dados empíricos sobre o comportamento das famílias, Friedman argumenta que as decisões de consumo não se baseiam, de forma alguma, nos fluxos correntes de renda recebidos. Ao contrário, as decisões de consumo estariam lastreadas pela “renda permanente”. (RIBEIRO, 2013, p.7)

Nessa perspectiva, os agentes econômicos procuram suavizar o consumo, tomando decisões com base em uma média ponderada das rendas passadas, presentes e futuras, o que implica uma baixa sensibilidade do consumo a variações temporárias da renda corrente.

A renda permanente é concebida como o fluxo resultante da riqueza total do indivíduo, que abrange tanto a riqueza humana (capital humano e capacidade de trabalho) quanto a riqueza não humana (ativos físicos e financeiros). Essa estimativa, no entanto, não é estática, pois é constantemente ajustada à medida que novas informações se tornam disponíveis. Nesse contexto, Friedman introduz o conceito de expectativas adaptativas, segundo o qual os agentes corrigem progressivamente suas previsões de renda com base nos erros observados entre o valor esperado e o valor realizado no passado.

Ao incorporar essa lógica na função consumo, Friedman demonstra que a propensão marginal a consumir torna-se inferior àquela prevista pela teoria keynesiana. Isso ocorre porque os indivíduos tendem a considerar variações na renda corrente como transitórias, ajustando seu consumo de forma mais cautelosa. Em consequência, os efeitos multiplicadores associados aos gastos autônomos – como os gastos públicos – tornam-se limitados, visto que tais estímulos não afetam de forma significativa o comportamento de consumo das famílias. (RIBEIRO, 2013); “A hipótese da renda permanente mostra, portanto, a incerteza ou mesmo a ineficácia das políticas de expansão dos gastos governamentais para alavancar a atividade econômica, cerne da proposta keynesiana.” (RIBEIRO, 2013, p. 8)

Para os monetaristas, o agravamento da recessão esteve diretamente ligado à condução inadequada da política monetária pelo *Federal Reserve*. A contração da base monetária entre 1929 e 1933 é apontada como o principal fator responsável pela profundidade e duração da crise. Nesse sentido, a sucessiva falência de instituições bancárias e a omissão do *FED* em fornecer liquidez ao sistema financeiro seriam, para essa corrente, exemplos de uma má gestão estatal, e não de falhas intrínsecas ao mercado, como visto no segundo capítulo.

Como resultado de um exame mais detalhado dos principais anos entre 1929 e 1933, Friedman e Schwartz concluíram primeiro que a Grande Depressão não foi o resultado necessário e direto da quebra do mercado de ações de outubro de 1929, que eles atribuem a uma bolha de investimento especulativo. (O estouro da "bolha" pode ter sido instigado pelo aumento da taxa de desconto pelo Federal Reserve — a taxa de juros que o Fed cobra sobre empréstimos a bancos comerciais — em agosto de 1929. A causa da bolha especulativa que levou à quebra é um tópico um tanto controverso. Enquanto Friedman e Schwartz aceitaram que a bolha foi causada por investidores, aparentemente endossando — pelo menos em parte — a explicação keynesiana de "espíritos animais", os economistas austríacos argumentaram o contrário.) Na verdade, eles acreditavam que a economia poderia ter se recuperado rapidamente se apenas o Fed — o banco central dos Estados Unidos — não tivesse se envolvido em uma série de políticas desastrosas após a quebra.” (PONGRACIC, 2007)

### **3.3. Respostas propostas à crise: política fiscal x monetária**

Paul Krugmann, vencedor do Nobel de Economia de 2008, compactua com a teoria defendida por Keynes, onde o Estado deve utilizar a política fiscal como resposta a colapsos econômicos. Assim como na crise de 1929, a crise financeira de 2008 foi marcada por um colapso do sistema bancário, paralisia do crédito, queda da confiança e retração brusca da atividade econômica. Em 1929, prevalecia a visão de que o mercado era capaz de se autorregular, e os governos, presos a uma ideologia liberal clássica, demoraram a agir – o que resultou em uma depressão prolongada, com altos índices de desemprego e miséria. A partir disso, Keynes ataca a ortodoxia clássica e argumenta que em momentos de grave retração da demanda agregada, o Estado deve intervir ativamente na economia por meio da política fiscal.

Seu pensamento keynesiano, não só justifica o aumento do gasto público em momentos de crise, como também considera que o risco maior está em fazer pouco ou agir tarde demais. Assim como Keynes criticou a inação dos governos após 1929, Krugmann alerta que a demora ou insuficiência das respostas à crise de 2008 poderiam agravar ainda mais a recessão. (KRUGMANN, 2009)

Por outro lado, Milton Friedman, atribui a responsabilidade da Grande Depressão à falha da intervenção governamental. O governo muitas vezes ao tentar estabilizar a economia, pode gerar mais instabilidade. Para ele, o Estado deve ser responsável por garantir uma boa estrutura e uma base monetária estável, para que os indivíduos possam atuar livremente e terem segurança em suas trocas econômicas.

O *Federal Reserve*, criado para gerenciar a estabilidade econômica, falhou em sua primeira missão, não intervindo ativamente na economia para gerar liquidez suficiente aos bancos, restaurar a confiança que havia sido perdida entre os agentes econômicos e estabilizar o sistema bancário. (FRIEDMAN, 1962)

O ponto culminante dos negócios foi alcançado em meados de 1929, alguns meses antes do colapso. Esse ponto pode muito bem ter sido atingido na data em que realmente ocorreu em parte devido às condições de controle relativamente apertado do dinheiro impostas pelo Federal Reserve System numa tentativa de dominar a "especulação" - deste modo indireto, o mercado de ações pode ter contribuído para o aparecimento da retração. O colapso do mercado de ações, por seu lado, teve alguns efeitos indiretos na confiança geral nos negócios e na disposição dos indivíduos de gastar, o que exerceu influência depressiva no curso dos negócios. Mas, por si próprios, tais efeitos não poderiam ter produzido um colapso na atividade econômica. Quando muito, teriam tornado a crise um pouco mais longa e um pouco mais severa do que as crises suaves que caracterizaram o crescimento da economia americana ao longo de sua história, não a teriam tornado tão catastrófica quanto foi. (FRIEDMAN, 1962, p. 71)

Na visão de Friedman, o *Federal Reserve* (FED) deveria ter adotado, desde o início da crise, uma postura mais ativa e intervencionista por meio de uma política monetária expansionista. Isso significaria, na prática, ampliar de forma significativa a oferta de dinheiro na economia, com o objetivo de compensar a forte retração no consumo das famílias e na capacidade de investimento do setor privado. Segundo Friedman, essa medida seria crucial para conter os efeitos da deflação, que tende a aumentar o peso real das dívidas, comprometendo ainda mais a capacidade de recuperação econômica. Ao elevar a base monetária de maneira estratégica, seria possível atenuar o impacto negativo da contração econômica e evitar que a recessão se aprofundasse.

A resposta mais eficaz para enfrentar a crise, consistiria em uma expansão controlada da base monetária, sempre acompanhando o ritmo do crescimento econômico de longo prazo. Essa abordagem garantiria não apenas maior estabilidade nos indicadores macroeconômicos, mas também uma recuperação mais ágil e consistente. Além disso, ajudaria a reduzir a vulnerabilidade da economia a choques externos e a flutuações cíclicas, promovendo um ambiente mais previsível e sustentável para o desenvolvimento econômico ao longo do tempo. (FRIDEMAN, 2017)

Heller explica que, segundo a visão keynesiana, há também concordância quanto ao fato de que o Federal Reserve cometeu erros significativos em suas decisões durante o período da crise. No entanto, apesar desse ponto em comum, as teorias

keynesiana e monetarista divergem nas justificativas que apresentam para esses equívocos. (HELLER, 2010)

Não encontramos quem defendesse a concepção de que o FED tenha agido de forma acertada. As divergências neste caso relacionam-se às razões pelas quais isso se deu, e os argumentos levantados tratam da (in)competência técnica das autoridades monetárias, da (in)adequação dos arranjos institucionais no âmbito do sistema, da (in)existência de um corpo teórico que pudesse dar sustentação a decisões diferentes das que foram tomadas, o grau de compromisso com objetivos eventualmente incompatíveis tais como o controle da especulação financeira, a preservação das reservas internacionais, o equilíbrio do balanço de pagamentos, a solvência do sistema bancário, a oferta de liquidez, etc. (HELLER, 2010, p. 13)

### **3.4. Pontos de convergência**

Embora as interpretações keynesianas e monetaristas apresentem diferenças significativas em relação às causas e soluções propostas para a Crise de 1929 e seus desdobramentos econômicos, é destacar que há certos pontos em que as análises convergem. Mesmo partindo de fundamentos teóricos distintos e propondo respostas diferentes à crise, tanto os keynesianos quanto os monetaristas reconhecem aspectos em comum na leitura dos eventos que antecederam e seguiram o colapso do mercado financeiro.

Um dos principais pontos de concordância entre essas duas correntes de pensamento é a percepção de que, antes mesmo da queda abrupta da Bolsa de Valores de Nova York, ocorrida em outubro de 1929, os Estados Unidos já apresentavam sinais claros de desaceleração econômica. Esse enfraquecimento prévio da atividade produtiva e do consumo interno indicava que a economia americana já caminhava em direção a uma recessão, ainda que de forma gradual. Dessa forma, a crise da bolsa não é vista por esses autores como a causa primária ou isolada da Grande Depressão, mas sim como um fator que funcionou como catalisador, intensificando e acelerando de maneira drástica um processo recessivo que já se encontrava em curso. Esse entendimento comum reforça a ideia de que o colapso financeiro foi apenas uma parte de um fenômeno mais amplo e complexo, cuja origem está relacionada a desequilíbrios estruturais e fragilidades econômicas acumuladas ao longo da década de 1920.

Além da quebra da bolsa de valores, outro ponto em comum entre as interpretações keynesiana e monetarista diz respeito à atuação do Federal Reserve ao longo do período da crise. Ambas as correntes de pensamento reconhecem que o banco

central cometeu erros importantes em suas decisões de política monetária, adotando posturas inadequadas que, em vez de conter os efeitos da recessão, acabaram contribuindo para o agravamento da crise econômica.

Além disso, tanto os keynesianos quanto os monetaristas concordam que, durante a Grande Depressão, a economia enfrentou uma expressiva queda no consumo das famílias e nos investimentos do setor privado. Esse colapso generalizado da demanda foi um dos elementos centrais na profundidade e na duração da crise, comprometendo seriamente a capacidade de recuperação econômica ao longo da década de 1930.

Por fim, outro ponto de convergência entre as duas visões da Crise de 1929 é o papel do padrão-ouro e do regime cambial no agravamento da crise. A forma como o padrão-ouro foi reconstituído após a Primeira Guerra Mundial teve um impacto significativo nas causas da crise e contribuiu para amplificar seus efeitos negativos. A reconstrução imperfeita do sistema, marcada pela falta de uma liderança econômica clara e por uma credibilidade fragilizada, resultou em um sistema rígido e disfuncional. Esse sistema dificultava a adoção de respostas eficazes diante de choques econômicos, ao transferir problemas de um país para outro sem oferecer instrumentos adequados de ajuste.

Há um amplo consenso de que a rigidez do padrão-ouro e, especialmente, o compromisso com a conversibilidade da moeda em ouro, foram fatores decisivos para o aprofundamento e prolongamento da crise. Esse compromisso limitava drasticamente a autonomia dos países na condução de suas políticas monetárias, impedindo medidas anticíclicas eficazes em um momento de colapso econômico global.

O abandono do padrão-ouro foi uma etapa crucial para a recuperação econômica dos países afetados. Ao romper com a obrigação de manter a conversibilidade em ouro, os governos puderam retomar o controle sobre suas políticas monetárias e adotar estratégias mais flexíveis, voltadas para o estímulo da demanda e a estabilização econômica. Todos os autores, independentemente de suas escolas teóricas, reconhecem que essa ruptura foi essencial para a superação da Grande Depressão. (HELLER, 2010)

### **3.5. Legado – aprendizado e aplicação na crise de 2008**

A Crise de 1929 se consolidou como um dos principais modelos históricos para compreender os efeitos de um colapso econômico e os riscos associados à má condução de políticas públicas em momentos de instabilidade. Desde então, ela serve

como referência para economistas e formuladores de políticas ao lidar com crises posteriores. Sempre que ocorre um choque econômico severo - como a crise financeira global de 2008 - os tomadores de decisão recorrem à experiência da Grande Depressão em busca de lições e estratégias que possam orientar a encontrar respostas para os problemas.

O fato essencial é que consumidores e empresas pararam de gastar—houve uma grande queda na demanda agregada. Isso foi importante porque, quando as pessoas param de comprar, as empresas param de produzir e contratar. As pessoas perdem seus empregos e a economia cai ainda mais. Os erros de política certamente desempenharam um papel em por que os gastos colapsaram no início dos anos 1930. Em particular, o fato de o Federal Reserve ter feito pouco para conter as ondas repetidas de pânico bancário é uma das principais razões pelas quais a recessão foi tão horrível e duradoura. (ROMER, 2013, p.2)

Cristina Romer, especialista na Grande Depressão, busca compreender os principais fatores que contribuíram para a gravidade da crise de 1929, bem como os caminhos que levaram à recuperação da economia americana. Em suas análises, Romer dá o destaque ao papel de três principais ferramentas de política econômica: fiscal, monetária e crédito, e como cada uma delas influenciou o processo de superação da depressão nos Estados Unidos.

### **3.5.1. Aprendizados da política fiscal**

Para Romer, “(...) a política fiscal funciona quando é aplicada” (ROMER, 2013, p3), uma afirmação que está alinhada com os princípios da teoria keynesiana, como vimos anteriormente e destacada por Krugmann. Essa visão reforça a ideia que o Estado deve intervir ativamente na economia, sobretudo em momentos de crise, utilizando o gasto público como ferramenta para estimular a demanda agregada e reverter ciclos recessivos.

Durante os anos 1930, o presidente dos Estados Unidos Franklin D. Roosevelt adotou políticas fiscais expansionistas em alguns períodos, por meio do *New Deal*, buscando gerar empregos, aquecer o consumo e promover investimentos públicos em infraestrutura. No entanto, essa postura não foi constante ao longo da década. Em certos momentos, o governo recuou e adotou medidas de austeridade, com cortes nos gastos e aumento de impostos, numa tentativa de equilibrar o orçamento. Essas oscilações na

política fiscal comprometeram a recuperação, criando incertezas e retardando os efeitos positivos das medidas expansionistas.

Milton Friedman, ao analisar esse período sob a ótica monetarista, concluiu que além das falhas na condução da política fiscal, o *Federal Reserve* teve um papel ainda mais decisivo nos erros cometidos. Para ele, o banco central errou ao permitir uma contração da oferta monetária justamente quando era necessário expandi-la, aprofundando a deflação e a recessão. Assim, embora Romer destaque a importância da política fiscal, a análise de Friedman chama atenção para os equívocos na política monetária, demonstrando que a falta de coordenação e a inconsistência entre as diferentes estratégias econômicas foram fatores centrais no agravamento da crise.

Ao longo da década de 1930, o governo americano promoveu iniciativas que se alinham à política fiscal expansionista, com o objetivo de reaquecer a economia. Entre essas medidas, destacam-se os investimentos em grandes obras civis, que geraram empregos em massa e injetaram renda na população. Em 1936, o pagamento de bônus a veteranos de guerra também serviu como estímulo direto ao consumo, ajudando a movimentar a economia em um momento ainda delicado. Tais medidas contribuíram para a recuperação parcial do país.

De maneira semelhante, em 2008, diante de uma nova crise financeira, o governo americano retomou estratégias inspiradas nas lições da Grande Depressão. Enfrentando os efeitos da crise iniciada em 2007, aprovou um programa de reembolso de impostos para as famílias, incentivando o consumo imediato e ajudando a reativar setores importantes da economia. Já em 2009, com a posse de Barack Obama, o governo intensificou as ações de estímulo fiscal por meio de cortes de impostos, aumento dos gastos públicos e programas de auxílio direto à população mais afetada. Essas medidas, voltadas ao combate ao desemprego e à estabilização do sistema financeiro, refletiram o aprendizado histórico acumulado desde os anos 1930 e reforçaram a importância de uma resposta estatal rápida e coordenada em tempos de crise. (ROMER, 2013)

### **3.5.2. Aprendizados da política monetária**

A Grande Depressão revelou que a política monetária baseada apenas na manipulação da taxa de juros é limitada e, em contextos de recessão profunda, é insuficiente para reverter os efeitos de uma crise. Como vimos anteriormente e é explicitado por Milton Friedman e Anna Schwartz, o Federal Reserve falhou em não

adotar medidas mais amplas e eficazes diante da deflação e das taxas de juros próximas a zero. A simples redução dos juros, sem uma estratégia mais ousada de expansão monetária, não foi capaz de alterar as expectativas negativas nem de estimular a atividade econômica de forma significativa.

No entanto, um ponto de virada importante ocorreu no governo de Roosevelt. Ao romper com o padrão-ouro, Roosevelt permitiu a expansão da base monetária e conseguiu transformar a percepção da população sobre o futuro da economia. Até então, a expectativa de deflação fazia com que consumidores e empresas adiassem compras e investimentos, esperando preços ainda mais baixos. A nova política, ao sinalizar um compromisso com a elevação de preços e renda, substituiu essa expectativa por uma visão de inflação moderada combinada com crescimento. Essa mudança foi crucial para estimular o consumo, ampliar o crédito e incentivar os investimentos, dando início a uma trajetória de recuperação econômica. Roosevelt demonstrou que o poder da política monetária vai além dos números: ele está também na capacidade de moldar expectativas e sinalizar, com clareza, uma mudança de regime econômico.

Durante a crise financeira de 2008, esse aprendizado foi retomado, mas apenas parcialmente. O *Federal Reserve* agiu com rapidez ao cortar agressivamente as taxas de juros e lançar programas de afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*), comprando ativos financeiros para injetar liquidez no sistema bancário. No entanto, apesar dessas ações, o FED não promoveu uma mudança estrutural nas diretrizes de política monetária que fosse comparável à de Roosevelt. Faltou uma sinalização forte e convincente de alteração no regime econômico, por exemplo: revisar metas de inflação ou alterar publicamente seus procedimentos operacionais, que pudesse transformar de forma significativa as expectativas dos agentes econômicos.

Essa postura mais cautelosa contribuiu para que a recuperação após a crise de 2008 ocorresse de forma mais lenta do que poderia. O desemprego permaneceu alto por um período prolongado e a inflação seguiu abaixo da meta estabelecida. Isso reforça a lição deixada pela Grande Depressão: em tempos de crise severa, não basta agir tecnicamente, é necessário sinalizar de forma clara e decisiva que o regime econômico mudou, gerando confiança e mobilizando a economia rumo à recuperação. (ROMER, 2013)

Portanto, em tempos de crise profunda, a eficácia da política monetária depende não apenas de suas ferramentas técnicas, mas da sua capacidade de alterar expectativas. Isso exige, muitas vezes, o rompimento com o regime econômico anterior e a sinalização clara de uma nova direção. A resposta do *Federal Reserve* à crise de 2008 refletiu um aprendizado parcial das lições da Grande Depressão: houve rapidez na atuação e o uso de instrumentos não convencionais, como o afrouxamento quantitativo, mostrou disposição para agir além dos meios tradicionais.

No entanto, não houve a adoção de um novo regime com metas mais ambiciosas, capazes de mudar o horizonte de expectativas dos agentes econômicos. A ausência de uma comunicação firme e disruptiva impediu que a política monetária cumprisse seu papel de coordenar a confiança, antecipar a retomada e estimular decisões de consumo e investimento. A história mostra que, diante de choques extremos, injetar liquidez por si só não basta. É preciso transformar crenças e mostrar, de forma clara, que o futuro será diferente do passado. Só assim a política monetária consegue restaurar a confiança e acelerar a recuperação.

### **3.5.3. Aprendizados da política de crédito**

Como vimos anteriormente, durante a década de 1920, o crescimento acelerado do crédito ao consumidor, especialmente por meio de hipotecas arriscadas e financiamentos de bens duráveis, gerou um nível de endividamento elevado que se tornou insustentável com o início da recessão. A súbita deterioração do cenário econômico, marcada por desemprego em alta e forte desvalorização dos ativos, levou muitas famílias endividadas a interromperem seus gastos, aprofundando ainda mais a retração econômica. Esse ciclo de dívida e queda do consumo se revelou um dos motores da crise, como destacado por Keynes.

Diante dessa realidade, uma das respostas mais inovadoras do *New Deal* foi a criação da *Home Owners Loan Corporation* (HOLC). Essa agência teve como missão refinanciar hipotecas inadimplentes com prazos mais longos e taxas de juros mais acessíveis, aliviando o peso das dívidas sobre milhares de famílias. Além de evitar despejos em massa, a medida devolveu alguma estabilidade às finanças domésticas e ajudou a restaurar a confiança dos consumidores. Indiretamente, setores como o de bens duráveis e a construção civil foram reativados, contribuindo para o processo de recuperação econômica. Essa política mostrou a força de ações voltadas diretamente para

o alívio da dívida privada como forma de impulsionar o consumo e destravar o crescimento.

Na crise de 2008, um cenário semelhante se repetiu: anos de crédito fácil, especialmente no setor imobiliário, resultaram em alto endividamento das famílias. Quando os preços dos imóveis caíram e o desemprego aumentou, muitos lares se viram incapazes de honrar seus compromissos. No entanto, apesar de reconhecerem o problema e os paralelos históricos com os anos 1930, as autoridades adotaram uma abordagem mais tímida. As políticas implementadas se concentraram, em grande parte, em medidas temporárias de alívio das parcelas das hipotecas, como postergações ou reduções de curto prazo, sem atacar o valor principal da dívida. Isso fez com que muitas famílias continuassem presas em longos ciclos de amortização, limitando sua capacidade de consumo e atrasando a retomada da atividade econômica.

A comparação entre os dois períodos revela um ponto chave: enfrentar de forma direta o sobre-endividamento das famílias é essencial para reativar o consumo privado, que representa uma parcela significativa do PIB. Quando os lares destinam grande parte de sua renda ao pagamento de dívidas, cortam gastos em outras áreas, o que trava a expansão econômica. A experiência da Grande Depressão mostra que políticas públicas voltadas ao reequilíbrio das finanças familiares, quando bem planejadas e implementadas em escala significativa, têm o potencial de acelerar a recuperação e restaurar a confiança no sistema econômico. (ROMER, 2013)

A análise comparativa entre as abordagens keynesiana e monetarista sobre a Crise de 1929 revela não apenas um embate teórico sobre as origens e as soluções para um dos maiores colapsos da história econômica moderna, mas também uma rica fonte de aprendizados com aplicabilidade direta em contextos contemporâneos de instabilidade e crise. De um lado, os keynesianos enfatizam a insuficiência da demanda agregada e a necessidade de uma intervenção fiscal robusta e contínua por parte do Estado para reativar a economia. De outro, os monetaristas concentram-se nos erros da política monetária, sobretudo na omissão do *Federal Reserve* diante da contração da base monetária, destacando a importância de manter uma oferta de moeda estável e previsível como pilar para a recuperação.

As divergências entre essas duas escolas de pensamento são profundas, enraizadas em concepções distintas sobre o funcionamento dos mercados, a racionalidade

dos agentes econômicos, o papel do Estado na economia e os mecanismos de propagação das crises. No entanto, o debate também é marcado por importantes pontos de convergência. Ambas as correntes reconhecem, por exemplo, a gravidade dos erros cometidos pelo *Federal Reserve*, o colapso da demanda agregada e os efeitos negativos da rigidez imposta pelo padrão-ouro. Esses pontos de contato revelam que, apesar das diferenças metodológicas e ideológicas, existe um campo comum na identificação dos fatores que aprofundaram a depressão e comprometeram a recuperação.

O exame das políticas adotadas durante a crise de 2008 reforça a atualidade desse debate. A combinação de estímulos fiscais, o uso de instrumentos monetários não convencionais, como o afrouxamento quantitativo, e os esforços para aliviar, ainda que de forma tímida, o endividamento das famílias mostra que os ensinamentos de 1929 continuam sendo fonte de orientação. No entanto, os limites dessas ações também evidenciam que a simples repetição das estratégias do passado, sem a devida adaptação às novas realidades econômicas, institucionais e sociais, pode resultar em respostas incompletas ou insuficientes frente à complexidade dos desafios contemporâneos.

Ao fim, compreender os legados teóricos e práticos da Crise de 1929, bem como os efeitos concretos das políticas adotadas naquele período, é essencial para aprimorar a formulação de respostas diante de novas crises. A história econômica, embora não forneça soluções automáticas ou universais, oferece direções valiosas que podem orientar decisões mais acertadas. Cabe aos formuladores de políticas públicas, aos economistas e à sociedade em geral interpretar essas lições com senso crítico, responsabilidade e adaptação ao tempo presente, a fim de evitar os erros do passado e construir caminhos mais sólidos para a estabilidade e o desenvolvimento econômico sustentável.

#### 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise realizada por esta monografia possibilitou entender como a Crise de 1929 representou um divisor de águas na história do pensamento econômico, não apenas pelos impactos profundos e duradouros sobre a economia global, mas também pelo intenso debate teórico que desencadeou. A análise comparativa entre as abordagens keynesiana e monetarista revelou não só diferentes interpretações sobre as causas e soluções da Grande Depressão, como também distintas visões sobre o papel do Estado, dos mercados e das políticas públicas em contextos de instabilidade.

De um lado, John Maynard Keynes atribuiu à insuficiência da demanda agregada a principal explicação para a persistência do desemprego em níveis elevados, defendendo a intervenção ativa do Estado, por meio de políticas fiscais expansionistas, como forma de restaurar a confiança, estimular o investimento e reativar o ciclo econômico. De outro, Milton Friedman e Anna Schwartz destacaram o colapso monetário como elemento central na intensificação da crise, responsabilizando a atuação passiva e descoordenada do *Federal Reserve* pela propagação do pânico bancário e pela contração da liquidez. Para eles, uma política monetária estável, previsível e anticíclica seria o caminho mais eficaz para assegurar a estabilidade econômica.

Apesar das divergências, o estudo também revelou pontos de convergência relevantes entre essas duas tradições teóricas. Ambas reconhecem o papel determinante das expectativas na tomada de decisões dos agentes econômicos, a fragilidade do sistema bancário como fator amplificador das crises e os limites das estruturas institucionais vigentes à época. Além disso, tanto keynesianos quanto monetaristas criticam a rigidez do padrão-ouro e a ausência de coordenação internacional como obstáculos à superação da depressão.

Desse embate teórico, emergiram lições valiosas que foram progressivamente incorporadas ao arcabouço das políticas econômicas modernas. A crise de 2008, por exemplo, mostrou que, mesmo diante de novos contextos e desafios, os ensinamentos de Keynes e Friedman continuam a influenciar as estratégias de enfrentamento das recessões. A combinação de políticas monetárias e fiscais, a atuação dos bancos centrais como garantidores da liquidez e a importância de preservar a confiança no sistema financeiro demonstram não apenas a atualidade dessas ideias, mas também a possibilidade de aproximação entre elas.

Conclui-se, portanto, que a Crise de 1929 não apenas alterou profundamente os rumos do capitalismo, como também inaugurou um novo ciclo de reflexão sobre os limites da autorregulação dos mercados e o papel do Estado na promoção da estabilidade macroeconômica. Revisitar essa crise observando diferentes correntes analíticas reforça a importância da pluralidade teórica para compreender crises complexas e elaborar respostas mais eficazes diante dos desafios econômicos contemporâneos e futuros.

## 5. BIBLIOGRAFIA

ARTHMAR, Rogério. (2002) **Os Estados Unidos e a economia mundial no Pós-Primeira Guerra**. Economia e Sociedade, Periódicos FGV v.1 n.29. Disponível em:

<<https://periodicos.fgv.br/reh/article/view/2156>> Acesso em: 18 jun. 2024

BURNS, Jennifer. (2023) **Anna Jacobson Schwartz - Brief life of a pioneering economist: 1915-2012**. Harvard Magazine. Disponível em:

<<https://www.harvardmagazine.com/2023/11/features-vita-anna-jacobson-schwartz>>

Acesso em: 16 out. 2024

FRIEDMAN, Milton. (1962) **Capitalismo e Liberdade**. Disponível em:

<<https://asdocs.net/1r1wa?DownPageLink=true&pt=QVhEVS9QNzNKdytYN0hJMWg0NVRZVWxCYVRSclEyOVVOMGR0TDBsTk0wTkdTbGxsV1VFOVBRPT0%3D>>

Acesso em: 29 mar. 2025

FRIEDMAN, Milton e SCHWARTZ, Anna. (1963) **A Monetary History of the United States, 1867-1960**. Disponível em:

<<https://dokumen.pub/a-monetary-history-of-the-united-states-1867-1960-course-booknbsped-9781400829330.html>> Acesso em: 23 out. 2024

FRIEDMAN, Milton. (2017) **The Optimum Quantity of Money and Other Essays**. Disponível em:

<[https://api.pageplace.de/preview/DT0400.9781351478090\\_A31473520/preview-9781351478090\\_A31473520.pdf](https://api.pageplace.de/preview/DT0400.9781351478090_A31473520/preview-9781351478090_A31473520.pdf)> Acesso em: 23 out. 2024

FROYEN, Richard. (2013) **Macroeconomia – Teorias e práticas**. 2ª Edição. São Paulo: Ed. Saraiva.

GALA, Paulo. (2023) **Alfred Marshall e suas principais contribuições para o pensamento econômico**. Disponível em:

<<https://www.paulogala.com.br/alfred-marshall-e-suas-principais-contribuicoes-para-o-pensamento-economico/>> Acesso em: 16 ago. 2024

GONTIJO, Cláudio. (2014) **Os mecanismos de funcionamento do "padrão-ouro": uma visão crítica**. Economia e Sociedade, Scielo v. 23, n. 1, p. 243–280. Disponível em:

<<https://www.scielo.br/j/ecos/a/9wRVpH7ttSVQLgNbDJTpfJ/#>> Acesso em: 18 jun. 2024

HELLER, Claudia. (2010) **Convergências nas interpretações da Grande Depressão**. UNESP. Disponível em:

<[https://www.researchgate.net/publication/215798831\\_Convergencias\\_nas\\_interpretacoes\\_da\\_Grande\\_Depressao?enrichId=rgreq-151760109283a33ee7a4ed981e1c46e1-XXX&enrichSource=Y292ZXJQYWdlOzIxNTc5ODgzMTtBUzo5OTEwNjIxMTQyNDUzZmAxNDAwNjQwMzM3Nzk5&el=1\\_x\\_2&\\_esc=publicationCoverPdf](https://www.researchgate.net/publication/215798831_Convergencias_nas_interpretacoes_da_Grande_Depressao?enrichId=rgreq-151760109283a33ee7a4ed981e1c46e1-XXX&enrichSource=Y292ZXJQYWdlOzIxNTc5ODgzMTtBUzo5OTEwNjIxMTQyNDUzZmAxNDAwNjQwMzM3Nzk5&el=1_x_2&_esc=publicationCoverPdf)> Acesso em: 30 mai. 2024

KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

KLAGSBRUNN, V. (1996) **O princípio da demanda efetiva (a esperada), e o papel da demanda na Teoria Geral de Keynes**. Revista de Economia Política, vol. 16, nº 4, pp. 547-566

KRUGMANN, Paul. (2009) **The Return of Depression Economics**. Disponível em:

<[https://www.academia.edu/8782383/Krugman\\_Paul\\_The\\_Return\\_of\\_Depression\\_Econom](https://www.academia.edu/8782383/Krugman_Paul_The_Return_of_Depression_Econom)> Acesso em: 29 mar. 2025

LAIDLER, David. (2003) **Meltzer's History of the Federal Reserve**. Journal of Economic Literature. Disponível em:

<[https://www.researchgate.net/publication/4981463\\_Meltzer's\\_History\\_of\\_the\\_Federal\\_Reserve](https://www.researchgate.net/publication/4981463_Meltzer's_History_of_the_Federal_Reserve)> Acesso em: 23 out. 2024

LIMONCIC, Flávio. (2003) **Os inventores do New Deal – Estado e sindicato nos Estados Unidos dos anos 1930**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2003.

MAIS RETORNO (2019) **Quem é Milton Friedman?** Disponível em:

<<https://maisretorno.com/porta/termos/m/milton-friedman>> Acesso em: 28 ago. 2024

MARCONDES, Renato. (1998) **Padrão-ouro e estabilidade**. Estudos Econômicos, São Paulo, Revistas USP v. 28 N. 3. Disponível em:

<<https://www.revistas.usp.br/ee/article/view/117075>> Acesso em: 18 jun. 2024

NUNES, Silene. NUNES, Ricardo. (1997) **Mercado de Trabalho em Keynes e o papel da rigidez de salários nominais**. Revista de Economia Política, vol. 17, nº 3

PONGRACIC, Ivan. (2007) **The Great Depression According to Minton Friedman**. Foundation for Economic Education. Disponível em:

<<https://fee.org/articles/the-great-depression-according-to-milton-friedman/>> Acesso em: 16 ago. 2024

RIBEIRO, Fernando. **Friedman, monetarismo e keynesianismo: um itinerário pela história do pensamento econômico em meados do século XX**. Revista de Economia Mackenzie, [S. l.], v. 11, n. 1, 2013. Disponível em:

<<https://editorarevistas.mackenzie.br/index.php/rem/article/view/5858>> Acesso em: 29 mar. 2025

ROMER, Chritina. (2013) **Lessons From The Great Depression For Policy Today**. University of Oklahoma. Disponível em:

<<https://eml.berkeley.edu/~cromer/Lectures/Lessons%20from%20the%20Great%20Depression%20for%20Policy%20Today%20Written.pdf>> Acesso em: 6 abr. 2025.

SICSÚ, João (1999) **Keynes e os novos-Keynesianos**. Revista de Economia Política, vol. 19, nº 2, pp. 329-349.

SMILEY, Gene. (2002) **The U.S. Economy in the 1920s**. Marquette University. Economic History Association. Disponível em:

<<https://eh.net/encyclopedia/the-u-s-economy-in-the-1920s/>> Acesso em: 31 mai. 2024

VERSSIGNASSI, Alexandre. (2011) **CRASH – Uma breve história da economia – da Grécia Antiga ao Século XXI**. São Paulo: Texto Editores LTDA.