

# 1929 e 2009: duas crises comensuráveis?

PIERLUIGI CIOCCA

**D**ISPOMOS HOJE de dados sobre atividade econômica, distribuição de renda, preços, finanças, que abrangem o mundo por todo o arco dos últimos dois séculos nos quais se afirmou a economia de mercado. Esse patrimônio empírico permite traçar um esboço histórico da instabilidade econômica orientado para a comparação entre 1929 e 2009.

É útil partir de uma distinção da instabilidade, respectivamente, dos preços, da produção, das finanças.

a) *Preços*. Mais do que a inflação, para os nossos fins importa a deflação. Costuma-se distinguir entre uma deflação “boa”, derivada da expansão da oferta, e uma deflação “má”, derivada da queda da demanda global. A deflação de 1875-1895 foi uma Grande Deflação boa, não uma “Grande Depressão”. Os preços ao consumidor diminuíram 20% nos países industriais. Mas o PIB mundial cresceu 2% ao ano, em relação ao mais magro 1% de 1820-1870. A deflação má, ao contrário, seguiu-se ao colapso de demanda de 1929-1933. Foi bem mais forte: em apenas quatro anos, os preços mundiais no atacado diminuíram 40%, e os preços ao consumidor dos países industrializados, 25%.

Do ponto de vista da sua interação com as crises financeiras e reais, porém, também a deflação boa... é péssima! E o é do ponto de vista macroeconômico, independentemente dos efeitos distributivos favoráveis às rendas fixas que tende a provocar. Na deflação, mesmo sendo próximas de zero as taxas de juros nominais, o custo real da dívida sobe. Os devedores tornam-se ilíquidos ou insolventes e são, de todo modo, obrigados a se desfazer de bens patrimoniais para evitar reembolsar os credores com moeda valorizada. As empresas cortam os investimentos.

Hoje, a deflação má continua a ser somente um risco, se bem que, com uma previsão de inflação para 2009 (estimada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em 28 de janeiro) de 0,3%, as economias avançadas estejam patinando sobre uma camada bastante fina de gelo. Os banqueiros centrais, os europeus em primeiro lugar, são chamados a combater o risco de deflação com o mesmo empenho com que combateram a inflação, chegando a aumentar as taxas de juros ainda no último verão, quando a economia europeia já se aproximava da recessão. Decisiva será a manutenção dos salários nominais diante dos impulsos à queda que vão advir do maior desemprego.

b) *Produção*. Nas flutuações das atividades produtivas, é preciso distinguir

entre a faixa natural das flutuações só cíclicas, ou acidentais, e as contrações profundas, duradouras, amplas. Além disso, é preciso distinguir o século XIX, ainda muito agrícola e já não pouco terciário, do século XX, industrial, além de terciário. No século XIX, as recessões foram mais frequentes, e até agudas, mas curtas. Em escala mundial, houve três contrações máximas anuais em relação ao *trend* do produto real: em 1835 (-8%), em 1853 (-8%), em 1870 (-4%). No século XX, fortes e prolongadas contrações em relação ao *trend* coincidiram com o fim do primeiro (-7%) e do segundo conflitos mundiais (-11%).

O primado cabe naturalmente a 1929-1933. O desvio do PIB mundial do seu *trend* chegou a se aproximar de 12%. Entre 1929 e 1932-1933, o PIB caiu 30% nos Estados Unidos, 15% na América Latina, 9% na Europa, 5% na Itália. Permaneceu estável na União Soviética e na Ásia. No mundo, o nível de 1932 era 17% inferior ao de 1929. Despencaram sobretudo os investimentos e a produção de bens de capital. Nos Estados Unidos – o caso extremo –, a oferta de bens de produção diminuiu 55% *vis-à-vis* 20% da oferta de bens de consumo (mas 70% no caso dos veículos). A produção industrial cedeu, obviamente, mais do que o PIB: 40% na Alemanha e nos Estados Unidos, 23% na Europa Ocidental e na Itália. O comércio internacional caiu um quarto em quantidade, quase dois terços em valor. Movimentos de capital e fluxos migratórios foram estancados. Estimase – estimativas incertas – que em escala planetária o número de desempregados triplicou entre 1929 e 1933 e que a taxa de desemprego industrial, em média, excedeu 20% nos anos 1930.

Com efeito, a recuperação foi lenta e acidentada. A produção manufatureira não voltou aos valores de 1929 antes de 1937. A recuperação foi também diversificada, em razão dos diversos fatores que em cada país sustentaram a demanda. Em cada economia, a sustentação derivou especialmente da retomada da oferta de crédito e das desvalorizações competitivas, mais do que do *déficit spending*. Keynes estava então em trânsito entre o *Treatise on money* (1930), ainda ortodoxo, e a revolucionária *General theory* (1936). Nos Estados Unidos, o ativismo um pouco confuso de Roosevelt contou menos do que a necessidade de rearmamento na véspera da guerra.

Aproximando-nos de hoje, de 1950 a 2007, o PIB mundial nunca diminuiu em anos específicos, se bem que desvios negativos do *trend* de 2%-3% tenham ocorrido em 1958, 1975, 1980, 1991. Para 2008, as estimativas do FMI indicam um crescimento do PIB mundial em desaceleração, mas ainda assim de 3,4%. Indicam igualmente uma expansão do volume de comércio em 4,1%. Algumas economias avançadas, no entanto, estão em recessão técnica, com o PIB em queda há pelo menos dois trimestres. Para 2009, o FMI prevê um crescimento mínimo da economia mundial: 0,5%. Ele resultaria de uma expansão de 3,3% nas economias emergentes (6,7% na China) e uma queda nítida (-2%) das economias avançadas (-1,6% nos Estados Unidos). Nesse sentido, está em curso uma crise na área da OCDE – sobretudo nos Estados Unidos, na Europa, no Japão – mais

do que na economia global, embora também o volume de comércio tenha a previsão de uma queda de 2,8%. No quarto trimestre de 2009, em relação ao mesmo trimestre de 2008, as economias avançadas ainda experimentaríamos uma variação negativa do PIB (-0,5%), ainda que atenuada. Em 2010, no entanto, o produto mundial voltaria ao ritmo de desenvolvimento de 2008 (3,4%), enquanto a inflação se aproximaria de 1%.

O cenário traçado pelo FMI é bastante incerto, mas o sentido da previsão é que uma contração em escala mundial seja por ora improvável. Essas projeções, deve-se enfatizar, não consideram as ulteriores políticas expansionistas que poderão ser definidas daqui por diante, em 2009, com efeitos imediatos sobre as expectativas. Deve-se sublinhar, além disso, que, à diferença de 1929, os movimentos de capital e os fluxos migratórios não se estancaram, não há vestígio de desvalorizações competitivas (ao contrário, o dólar se reforçou), as taxas reais de juros permanecem em níveis normais.

Dois termos de comparação adicionais podem ser relevantes. Em 1930 – o primeiro ano de recessão na crise de 1929-1930 –, o PIB diminuiu 5%, seja na área industrializada, que esteve no epicentro da recessão mundial, seja em toda a economia do globo, apesar da estabilidade na Ásia e do crescimento (de 10%) na Europa Oriental. Em termos de desvio acumulado do produto efetivo em relação ao potencial – a medida mais precisa da gravidade de uma recessão –, a perda de renda das economias avançadas atualmente prevista pelo FMI para 2009-2010 (6 pontos percentuais) é semelhante à experimentada em 1974-1975, depois do primeiro choque petrolífero, e em 1980-1983, depois do segundo choque petrolífero.

c) *Finanças*. Portanto, na área dos preços e da produção, a analogia da fase atual com a dramaticidade da crise de 1929 mostra-se destituída de fundamento. Mais complexa, no entanto, é a comparação das duas crises em termos de instabilidade dos valores patrimoniais, bancários, financeiros.

No quadro das flutuações normais, segundo o modelo multiplicador-acelerador, mas também independentemente do ciclo, a mecânica das crises financeiras é uma só. Está tipificada num modelo padrão, progressivamente aperfeiçoado, depois de Henry Thornton (1802), por Bagehot, Wicksell, Hawtrey, Fisher, Keynes, Minsky, Kindleberger. Um evento imprevisto abre novas expectativas de lucro. A especulação altista começa. Alimentada por uma oferta de crédito inevitavelmente elástica, torna-se irracional. Assim que – *incertus quando, certus an* – o excesso começa a se revelar evidente, liquida-se apressadamente para quitar a dívida, dadas as expectativas de deflação e taxas reais de juros mais onerosas. Entram então em colapso os preços do objeto da especulação, que pode ser qualquer coisa: produtos, imóveis, terrenos, ações, obrigações, contratos, apostas. O círculo vicioso detém-se quando a confiança é restabelecida pela política econômica ou simplesmente volta. O significado último do modelo é que a instabilidade está enraizada no capitalismo. Pode ocorrer o tratamento das crises, sua contenção, seu adiamento; jamais, com certeza, a prevenção.

Na crise atual, o excesso especulativo concentrou-se nas casas e nos empréstimos propostos pelos bancos a cinco milhões de famílias pobres na América, e também nos imóveis em outros países ocidentais, nos derivativos e títulos “tóxicos” quase por toda parte. Há oitenta anos, o excesso especulativo concentrou-se nas ações, predominantemente industriais. A propensão ao endividamento excessivo – de famílias, empresas, especuladores – encontrou, como sempre encontra, uma oferta de crédito bancário e não bancário com segmentos de incontrolável elasticidade.

Em gritante contraste com a regularidade morfológica tipificada pelo modelo padrão, a casuística empírica das crises é de uma variedade desorientadora. Cada crise é específica, nas formas, nos tempos, na gravidade, nas repercussões políticas e sociais. Nesse sentido, é mais objeto de história do que de teoria.

As fases de crise financeira realmente grave em escala mundial, antecedentes à atual, foram três: 1873-1878, 1889-1894, 1921-1933. A primeira e a terceira coincidiram, a segunda não coincidiu, com recuos do PIB em nível internacional. Com efeito, historicamente não são raros os desequilíbrios financeiros que não desembocaram em contração de renda. A crise foi circunscrita por acontecimentos ou por providências que restabeleceram a tempo a confiança.

Passaram-se dois séculos entre o caso de Londres, em 1793, e o de Wall Street, em 1987, mas a intervenção externa em ambos os casos foi decisiva. Em 1793, o pânico difundiu-se na *city* em decorrência do *crack* de bancos que operavam fora de Londres. A demanda de notas do Bank of England cresceu desmesuradamente, por razões de cautela; a situação tornou-se rapidamente difícil. Mas a cadeia de desarranjos bancários foi rompida e não se estendeu ao mundo da produção. Bastou o anúncio do Parlamento de pôr à disposição dos comerciantes títulos solváveis do Tesouro de curto prazo e facilmente liquidáveis: moeda com cédula. Em outubro de 1987, o colapso, que teria alcançado primado histórico, das cotações acionárias em Wall Street – pior do que em outubro de 1929 –, foi bloqueado pela pronta correção de sinal da política monetária americana, realizada por Greenspan. A injeção de liquidez evitou que a atividade produtiva fosse afetada.

Outros episódios de tensão financeira controlada por acidente ou por intervenção externa ocorreram na Inglaterra em 1797, 1810, 1825; na França em 1818; nos Estados Unidos e na Europa em 1857; de novo na Inglaterra em 1886 e em 1890; na Itália em 1907, apesar de uma queda da bolsa de 80% entre esse ano e os chamados “dias radiosos” de maio de 1915.

Para não recuar tanto no tempo, depois de 1987 foram contidos os danos para a economia internacional derivados das crises financeiras asiáticas, latino-americanas, do Leste Europeu, do Sistema Monetário Europeu, do LTCM (Long Term Capital Management). Também nesses casos foi preciosa a contribuição do Federal Reserve de Alan Greenspan.

Ao contrário, quando uma forte contração produtiva ocorreu – especial-

mente se associada, como em 1929, à deflação de preços –, ela não deixou de interagir com uma crise financeira. A crise dita de “1929” foi a mais grave, por intensidade e duração, mesmo na dimensão financeira. Pode-se quantificá-la com o somatório das perdas bancárias relacionadas ao PIB de um ano representativo e com a queda das cotações acionárias deflacionadas em relação aos preços ao consumidor. Entre 1921 e 1933, nos dois países até então com mais alta instabilidade financeira entre os desenvolvidos – a Itália e os Estados Unidos –, as perdas bancárias – estabelecidas anos depois por contabilistas e tribunais – foram iguais a 5% do PIB nos Estados Unidos e a 8% na Itália; as bolsas caíram 50% na Itália em 1925-1932, assim como nos Estados Unidos em 1929-1933 (-85% em valores nominais, -30% em valores reais, deflacionados com base nos preços ao consumidor). Na Itália, teve-se de recorrer à heterodoxa solução do Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI), que evitou o pânico bancário experimentado nos Estados Unidos e que hoje, *mutatis mutandis*, volta a suscitar interesse, mesmo fora da Itália.

Quanto aos países pequenos ou emergentes, o quadro, na realidade, é altamente variado, com extremos até mesmo muito graves em relação aos dois casos que acabamos de mencionar. A Áustria, em 1931, acusou perdas bancárias ligadas ao Kreditanstalt – grande banco em economia pequena – iguais a 9% do PIB. No último quartel do século XX, na Itália – mérito de Via Nazionale [sede do Banco de Itália] –, o custo acumulado das crises bancárias não superou 1,5% do PIB de um ano representativo. Mas, entre os países industriais que nesses 25 anos experimentaram crises, a cifra italiana é inferior não só aos casos-limite de Espanha (17% do PIB), Japão (12%), Finlândia (10%), mas também àqueles – compreendidos entre 2% e 5% do PIB – de Suécia, Noruega, Estados Unidos, França, Austrália. No mesmo período, uma centena de economias em vias de desenvolvimento experimentou crises financeiras. Nesses países, os custos da crise não foram inferiores a numerosos pontos de PIB, com um valor modal de 15 pontos. Os custos chegaram a atingir um terço do PIB na Tailândia e na Turquia, metade ou pouco menos nos casos extremos da Argentina e do Chile no início dos anos 1980. Não é fácil situar a crise financeira atual nessa ampla escala de gravidade. A crise não está resolvida, as estimativas de perdas são aproximativas, e parte delas até agora contabilizadas – segundo o *fair value* – refere-se a títulos “tóxicos” que os mercados subestimam ou até mesmo por ora não precificam. Sobretudo, a crise surgiu e se concentrou na finança anglo-saxã, mas também assumiu uma ampla dimensão internacional, quando não “global”.

A queda real das cotações acionárias nas principais bolsas de valores – cerca de 50% – já é, hoje, semelhante à de oitenta anos atrás. Segundo o FMI, as perdas até agora sofridas pelos bancos internacionais alcançam US\$ 780 bilhões (inteiramente cobertas com aportes de capital, público no montante de 350 bilhões, privado no de 438 bilhões). As ulteriores perdas previstas chegam a US\$ 500 bilhões para os bancos estadunidenses e europeus. O sistema mundial dos

intermediários de crédito poderia perder US\$ 2,2 trilhões somente em relação aos investimentos (mais da metade de natureza hipotecária) efetuados nos Estados Unidos. Se – mas *não é* o caso – estas últimas perdas estivessem limitadas aos intermediários estadunidenses, sendo o PIB americano igual a US\$ 14 trilhões, o peso relativo das perdas seria bem maior (16%) do que o dos anos 1920 e 1930, sempre nos Estados Unidos. Mas o PIB americano não vai muito além de 20% do PIB mundial, que está próximo de US\$ 65 trilhões. E US\$ 2,2 trilhões não vão muito além de 3% de US\$ 65 trilhões. O denominador conta. Se se mudar o denominador, capital e reservas dos bancos unicamente da Europa superam US\$ 2 trilhões. A capitalização de todo o sistema bancário mundial pode ser estimada em mais de US\$ 5 trilhões. Para que esse capital, nitidamente superior ao total das perdas, flua e zere os resultados negativos dos intermediários em dificuldade, os bancos vigorosos de qualquer país – ou os fundos soberanos – devem poder recapitalizar os bancos frágeis de qualquer país.

Vivemos, pois, uma crise financeira complexa e particularmente extensa, embora não seja ainda a mais grave da história. Ao mesmo tempo, trata-se de uma crise que pode ser inscrita na tipologia essencial e no modelo padrão. A especificidade diz respeito, como sempre nas crises, ao objeto e às formas da especulação: simples empréstimos para a aquisição de habitações modestas, complicados títulos “tóxicos”, contratos de derivativos incompreensíveis para a maioria. Diz respeito igualmente – verdadeiro elemento novo – à modalidade contábil do *fair value*: modalidade conceitualmente preferível ao custo histórico, mas baseada no pressuposto de que os mercados a cujos títulos ela se aplica não deixem de expressar cotações, ou cotações razoáveis.

Como todas as crises financeiras, também a atual não era previsível – e não foi prevista –, pelo menos nos tempos, nos modos, na dimensão, nas sequências. Sobretudo, não era prevenível com regras, políticas econômicas, controles. Normas e supervisões são capazes de enfrentar os riscos conhecidos, historicamente experimentados, assumidos pelos bancos comerciais. Pouco podem contra riscos assumidos nos mercados financeiros e contra os riscos de tipo novo de bancos e mercados. Bancos e sobretudo mercados jamais tinham sido, em escala mundial, tão regulados em termos de estabilidade e, assinaladamente, transparência e correção de comportamento dos operadores. Mas, na oferta de finança, sempre existe uma parte inovadora, opaca, irracionalmente ávida. Além disso, não é possível limitar – em que limiar crítico? – a propensão de empresas e famílias a assumir dívidas. Diante de uma crise financeira grave, de dimensão internacional, administrável, mas certamente não de modo fácil, deve-se constatar que, segundo as previsões mais dignas de crédito, uma contração da economia à moda de 1929 não está à vista. Não está, caso se compartilhe a previsão, nesse momento predominante entre os analistas, de uma recuperação neste resto de 2009 e em 2010. Por quê? Onde está a diferença profunda entre antes e agora? Pode-se apresentar uma dupla resposta. Os preexistentes desequilíbrios na eco-

nomia real são diferentes daqueles dos anos 1920. Além disso, seja a eficácia das políticas estabilizadoras da economia real, seja a confiança em tal eficácia são, graças a Keynes, muito maiores.

A gravidade excepcional da contração dos anos 1930 deitava raízes nos desequilíbrios do decênio anterior. Os anos 1920 viram quatro mudanças de estrutura que se revelaram gravemente pró-cíclicas na década sucessiva: a) a fragilidade e a pouca cooperação no *gold standard* restabelecido; b) os desequilíbrios nos balanços de pagamento – entre os quais, as reparações alemãs – e a ausência de um país emprestador de última instância, no comércio e no crédito; c) o peso maior do consumo de bens duráveis nos Estados Unidos (financiados à prestação), a ampla oferta de produtos primários no Canadá, na Argentina, na Nova Zelândia e nos próprios Estados Unidos, assim como o excesso de capacidade da produção industrial que se multiplicou na Europa durante a Primeira Guerra Mundial.

d) *O enrijecimento do mercado de trabalho estadunidense*. Essas e outras fragilidades estruturais constituíam tendenciais motivos de estagnação da demanda efetiva. Como Steindl, Sweezy, Sylos Labini teorizariam posteriormente por caminhos diversos, tais fatores tornavam insustentáveis, em longo prazo, os lucros dos anos 1920. Por fim, era dominante no pensamento econômico – com Pigou, Hayek, Einaudi, Robbins – a ideia pré-keynesiana de que a crise devia seguir seu curso natural e que a economia de mercado, com a flexibilidade de preços, taxas de juros e salários, dispunha de mecanismos de reequilíbrio que convinha não perturbar. Para os práticos e os responsáveis pela política econômica, portanto, não tem sentido falar de “erros”, como, ao contrário, fez Friedman, atribuindo a crise de 1929 à morte prematura de Benjamin Strong, o sábio presidente do FED nova-iorquino. Errada era a teoria de referência. Nela não podiam deixar de se basear as decisões dos *policy makers*, a começar por Herbert Hoover, o desventurado presidente dos Estados Unidos na crise, o “Grande Engenheiro”, o tecnocrata... infelizmente culto em economia, certamente bem mais do que o advogado Roosevelt. Então, a fagulha que deflagrou o potencial de crise acumulado nos anos 1920 foi a orientação restritiva adotada pela política monetária americana em 1928. Diante da especulação altista da Bolsa, o FED esterilizou os afluxos de ouro: uma pequena cauda agitada por um buldogue.

Hoje chegamos à crise financeira essencialmente com um desequilíbrio macroeconômico estrutural: o enorme endividamento líquido externo do país líder, os Estados Unidos. A gravidade potencial de um verdadeiro colapso do dólar, a subida das taxas de juros, a estagflação explosiva e contagiosa nos Estados Unidos, foi denunciada por anos, especialmente pelos europeus. No próprio Financial Stability Forum, instituído em 1999 para a coordenação da supervisão financeira internacional, os temores concentraram-se nesse desequilíbrio macroscópico, além da especulação imobiliária, dos *hedge funds* e dos *off-shore centers*. E, no entanto, era um risco calculado. Calculado pelo hoje vilipendiado

Greenspan, cuja política monetária e de vigilância bancária, por sua vez, permitiu aos Estados Unidos um crescimento anual de 3% durante duas décadas e desarmou em várias ocasiões crises financeiras potencialmente agudas e difusas. Dada a fragilidade europeia, o desenvolvimento dos Estados Unidos, associado ao chinês, tonificou a economia mundial. Aquele risco estava calculado, sobretudo, no acordo de fato entre a política exterior dos Estados Unidos – o grande devedor – e a da China e do Japão, os principais credores. Pelo menos até agora esse equilíbrio, embora precário, manteve-se, e o colapso do dólar não ocorreu. A fagulha que alterou as expectativas dos especuladores sobre os empréstimos, títulos e derivativos não foi o dólar, mas talvez a imprevisível e dificilmente compreensível decisão da administração Bush de deixar falir o banco Lehman.

Algumas considerações, desesperadamente voltadas para entrever alguma luz no final do túnel, podem corroborar a previsão, talvez relativamente benigna, do FMI:

- 1) A China, novo motor do crescimento mundial, verdadeiro prestador de última instância, crescentemente consciente de sê-lo;
- 2) A resiliência dos salários e, portanto, dos preços nos países industriais;
- 3) Em sentido oposto, a flexibilidade para baixo das cotações internacionais da energia;
- 4) A moderação das taxas de juros reais em longo prazo, na ausência de deflação de preços;
- 5) A condição do endividamento das empresas, relativamente contida, à diferença daquela das famílias. Em 2007, às vésperas da crise, nos próprios Estados Unidos o endividamento das empresas era – como na Itália e Alemanha – inferior a três quartos do PIB, em face de valores próximos ou superiores a 100% no Japão, na França, no Reino Unido, na Espanha. A dívida das empresas americanas era igual a 35% do seu passivo (relações de *leverage*, a preços de mercado) – como na França –, em face de 40% nos outros países mencionados: de todo modo, valores não maiores do que aqueles verificados em média na década precedente. Sempre nos Estados Unidos, o endividamento das famílias em relação à renda disponível chegava a 1,45 (1,03 em 2000): um valor muito mais elevado do que o médio na área do euro (0,93; 0,74 em 2000), ainda que inferior ao do Reino Unido (1,60; 1,03 em 2000) e ao, excessivo, dos Países Baixos (2,40; 1,60 em 2000).
- 6) A predominância do crédito *inside* sobre o crédito *outside*. Uma parcela maior do que no passado refere-se a relações financeiras entre intermediários. Não afeta diretamente as unidades finais de gasto, famílias e empresas. Além disso, os contratos de derivativos com finalidades especulativas, e não de seguro, configuram-se frequentemente como apostas, com um perdedor que talvez gaste menos, mas também com



um vencedor que pode gastar mais. É o análogo da crítica de Kalecki em 1944 – mais *inside money* do que *outside money* – ao *real balance effect* de Pigou.

- 7) Finalmente, exemplares da *General theory...* estão nas livrarias, mesmo as de Frankfurt [sede do Banco Central Europeu]. Estão à disposição de governantes e de banqueiros centrais, que se espera serem mais pragmáticos do que os economistas neoclássicos. Sabemos, por Keynes e pela experiência, como evitar uma contração forte da atividade econômica. Investimentos públicos produtivos e desoneração temporária e com alta progressividade, associados a desbloqueio do interbancário e a oferta de crédito tornada elástica, dando liquidez, garantias e capital aos intermediários, constituem o dique, a ser erguido e consolidado o mais rapidamente possível, para conter a onda recessiva. A *última Thule* é o “teorema de Haavelmo”, inerente ao fato de que a despesa pública está hoje em torno de 40% do PIB mundial, e não inferior a 20%, como nos anos 1930. É preciso uma disposição não keynesiana verdadeiramente especial para que os *policy makers* de Estados Unidos, Europa e Japão deixem de evitar uma contração mais profunda e longa do que aquela, já grave, hoje prevista.

Naturalmente, nem mesmo o otimismo mais fundamentado pode excluir que esta crise se revele fortemente recessiva. O resultado final é imprevisível, como sempre foram as crises do capitalismo. Keynes esclareceu definitivamente que o capitalismo é *intrinsecamente* instável, além de iníquo, poluidor, muitas vezes ingovernável. Ainda é social e politicamente aceitável porque em duzentos anos se demonstrou capaz de multiplicar por dez a renda média *per capita* da humanidade: a renda que, nos 18 séculos anteriores, de César Augusto a Robert Malthus, não subira mais do que 40%.

*Pierluigi Ciocca* é estudioso de história econômica. Entre 1988 e 1995, foi diretor-geral de Investigação Econômica do Banco de Itália, com funções de conselheiro do governador e supervisor do Serviço de Estudos, e a partir de 1993, do Escritório de Investigações Históricas. Vice-diretor-geral do Banco de Itália, entre 1995 e 2006. Atualmente é administrador da Fundação Luigi Einaudi.

@ – [segreteria@fondazioneinaudi.it](mailto:segreteria@fondazioneinaudi.it)

Tradução de Luiz Sérgio Henriques. O original em italiano – “1929 e 2009: due crisi commensurabili?” – encontra-se à disposição do leitor no IEA-USP para eventual consulta. Revisão técnica de Lenina Pomeranz.

Recebido em 24.5.2009 e aceito em 26.5.2009.