

## O Pânico de 2008 e a Longa Recessão: Onde estamos e para onde vamos?

*Ernani Teixeira Torres Filho\**

O Pânico de 2008 foi precedido por um período em que o desempenho da economia global foi particularmente favorável. Houve uma combinação pouco comum entre crescimento elevado, baixa volatilidade e redução da inflação. Por esse motivo, os anos entre 1985 e 2007 foram chamados por Bernanke e outros de “*The Great Moderation*”.<sup>1</sup>

Esse momento econômico singular teria começado nos EUA e se estendido aos poucos para o restante do mundo, junto com o processo de globalização. A literatura econômica sobre o tema identifica três possíveis explicações para a “Grande Moderação”. A primeira seria uma situação conjuntural, relacionada à integração à economia internacional de uma China em rápido crescimento, o que teria ajudado a manter baixos os preços nos países ocidentais. A segunda seria decorrente das mudanças estruturais ocorridas nas estruturas de produção - com a menor participação da indústria em favor dos serviços e o aumento da competição – e nos mercados financeiros – onde inovações teriam permitido uma melhor acomodação dos riscos. A soma desses fatores teria dado mais estabilidade à demanda efetiva frente aos choques de renda e de riqueza.

A terceira explicação seria a melhoria nas políticas econômicas, particularmente com a capacidade de a política monetária lidar com a inflação a partir de novos procedimentos como a Regra de Taylor, as metas de inflação e a independência dos bancos centrais. Bernanke foi um defensor dessa última interpretação. Em um discurso proferido em 2004 afirmou textualmente:

---

\* Economista, Professor Associado do Instituto de Economia da UFRJ e ex-Superintendente de Pesquisas e Acompanhamento Econômico do BNDES. Email: [ernanit@hotmail.com](mailto:ernanit@hotmail.com)

<sup>1</sup> Ver Bean (2009) e Bernanke (2004)

*“My view is that improvements in monetary policy, though certainly not the only factor, have probably been an important source of the Great Moderation”.*<sup>2</sup>

Assim, quando a crise começou em 2007,<sup>3</sup> a maior parte dos analistas de mercado e de governo estava convencida de que o fenômeno seria passageiro. Não havia razões para se suspeitar que a desaceleração em curso não seguisse o mesmo padrão de comportamento das recessões ocorridas nas duas décadas anteriores. Por isso, as projeções das principais instituições internacionais assumiam, até meados daquele ano, que o bom desempenho da economia mundial das últimas décadas se estenderia pelos anos seguintes.

A esse otimismo de natureza macroeconômica, se somava o fato de que os problemas financeiros que estavam acontecendo eram até então limitados às hipotecas do tipo *subprime*<sup>4</sup> nos Estados Unidos, o que correspondia a um pedaço pequeno do mercado de crédito imobiliário americano. Portanto, tudo levava a crer que os prejuízos não seriam muito expressivos. Essa análise era também confirmada pelos balanços dos bancos originadores.

Os dados mostravam que a maior parte dessas operações já não estava mais lá, tendo sido securitizada e vendida a outros investidores. As perdas patrimoniais, caso a situação piorasse, não contaminariam as instituições centrais do sistema financeiro, os bancos. E, como a Crise de 1930 havia ensinado: “what made the Great Depression great, of course, was that it was allowed to destabilize banking systems”<sup>5</sup>.

Não havia, portanto, motivos suficientes para grandes preocupações. A onda de inadimplementos que estava varrendo essas hipotecas de alto risco de crédito aparentemente, não teria por que gerar impactos de natureza sistêmica. Esse foi inclusive o teor do alerta dado pelo Presidente do Federal Reserve americano, Ben Bernanke, em maio de 2007, um mês após a falência da New Century Financial Corporation, a segunda maior empresa de hipotecas *subprime* dos Estados Unidos.

2 “Minha visão é a de que a melhoria na política monetária, apesar de não ser o único fator, foi provavelmente uma razão importante da *Great Moderation*”, Bernanke (2004)

3 Ver Torres e Borça (2008)

4 Eram considerados devedores *subprime*, as pessoas físicas de elevado de risco de crédito, que apresentavam, entre outras características, renda incompatível com as prestações, passado recente de inadimplemento ou falta de documentação adequada. As operações mais arriscadas eram aquelas que cujos devedores eram conhecidos como “ninjas” – do inglês *no income, no job or asset* – ou seja, aqueles devedores que não tinham renda, trabalho ou patrimônio.

5 “O que fez a Grande Depressão ser grande, claro, foi ter se permitido desestabilizar o sistema bancário”, Eichengreen (2011)

A empresa havia sido devastada por elevados índices de inadimplemento. Em uma reunião de bancos, Bernanke afirmou:

*“(...) we believe the effect of the troubles in the subprime sector on the broader housing market will likely be limited, and we do not expect significant spillovers from the subprime market to the rest of the economy or to the financial system”.*<sup>6</sup>

O alívio gerado pelo pronunciamento de Bernanke durou pouco. Três meses depois, em agosto, o mercado tomou um susto com o anúncio feito, dessa vez, por uma instituição financeira internacional de grande porte, o francês BNP-Paribas. O banco informou que não poderia mais garantir a liquidez de fundos de hipotecas *subprime* sob sua administração. Alegou em sua defesa que já não tinha condições de precificar o valor dessas cotas diante de problemas que estavam em curso nos Estados Unidos. Entretanto, o real motivo da decisão era o elevado volume de pedidos de regate. A corrida contra os instrumentos financeiros lastreados nesses ativos imobiliários já havia começado, mas encontrava-se ainda restrita a um grupo seletivo e bem informado. Diante da deterioração das condições do mercado imobiliário americano, grandes investidores se lançaram em uma estratégia de “fuga para a qualidade”, vendendo o mais rápida e silenciosamente possível suas posições em títulos direta ou indiretamente relacionados com os créditos *subprime*, mesmo que isso implicasse em prejuízo.

O sentimento de medo no mercado financeiro internacional voltou a ganhar novas e maiores proporções ao final de 2007, quando os grandes bancos americanos, no fechamento de seus balanços anuais, mostraram elevadas perdas com créditos imobiliários. Esse prejuízo decorria da necessidade de essas instituições reconhecerem que haviam mantido sob sua responsabilidade, mas “escondidas” em operações *off-balance*, parcelas relevantes das cotas de maior risco decorrentes da securitização dos créditos *subprime*, os chamados “resíduos tóxicos”.<sup>7</sup> A partir daí, os prêmios de risco dos bancos americanos escalaram, explicitando a desconfiança cada vez maior dos investidores com relação à saúde financeira dessas instituições. O temor de uma crise sistêmica adquiria fundamento econômico.

<sup>6</sup> “(...) Acreditamos que o efeito dos problemas no segmento subprime sobre o mercado imobiliário como um todo será, provavelmente, limitado, e não esperamos repercussões significativas para o resto da economia ou para o sistema financeiro “. Ver Bernanke (2007).

<sup>7</sup> Em inglês, *toxic waste*, ver Torres e Borça (2008)

O aumento da tensão culminou, em março de 2008, com a falência do Bear Stearns. Nessa oportunidade, o Federal Reserve forneceu um empréstimo de emergência para manter a instituição operando até que se completasse sua aquisição pelo banco JP Morgan Chase - por menos de 10% do maior valor de mercado do Bear nos 12 meses anteriores. Concluída a venda, o Secretário do Tesouro americano, Henry Paulson, anunciou à imprensa que: “O pior (da crise) provavelmente já passou.”<sup>8</sup>

Novamente, a sensação de alívio gerado por essa “solução de mercado” foi de curta duração. Em maio, os prêmios de risco dos bancos americanos voltaram a subir, em uma trajetória ascendente que durou até setembro, quando se deu a falência do Lehman Brothers. Nesse momento, o fracasso em se obter qualquer tipo de solução – seja de mercado seja de governo - para o problema detonou um pânico financeiro de proporções globais. Iniciava-se o Pânico de 2008, a pior crise desde 1930.

No primeiro dia útil seguinte à falência do Lehman, houve nos Estados Unidos uma corrida generalizada contra os bancos comerciais e o chamado *shadow banking system*<sup>9</sup>. Em dois dias, os saques dos fundos de curto prazo americanos – os *money market funds*<sup>10</sup> - atingiram US\$ 150 bilhões. Em situações normais, a média diária de retiradas era de apenas US\$ 5 bilhões. Com isso, as taxas de juros do mercado interbancário explodiram. A diferença frente à remuneração dos papéis do Tesouro americano chegou a quase 5 pontos percentuais, quando nos piores momentos dos meses anteriores tinha flutuado entre 1 e 2 pontos percentuais. O mercado de crédito travou. Ninguém mais concedia empréstimos e, com isso, a crise se propagou rapidamente para a economia real.

O impacto sobre a atividade econômica foi forte e imediato. Os níveis de produção despencaram em quase todo mundo. A resposta dos governos foi marcada por uma atuação rápida e intensa, apesar de atrapalhada, sobre os mercados financeiros. Os bancos centrais baixaram as taxas de juros a praticamente zero e houve uma política ativa de expansão da liquidez. Os Tesouros Nacionais fizeram aportes em grandes bancos e empresas.

Uma grande parte da expansão monetária gerada pela ação dos governos direcionou-se para os mercados de ativos, à exceção dos imobiliários. Com

8 Ver Wall Street Journal, 7 de maio de 2008.

9 O chamado *shadow banking system* é formado basicamente por instituições financeiras de atacado que não eram objeto de regulação pelo Federal Reserve americano.

10 Essas instituições são semelhantes os Fundos de Renda Fixa de Curto Prazo no Brasil

isso, houve uma melhora sensível nos preços das ações e das commodities. O Índice S&P 500 da bolsa de valores americana retomou em fevereiro de 2012 os mesmos níveis de junho de 2008, depois de amargar uma queda de mais de 50%. A evolução do Índice de Commodities do Banco Central do Brasil mostra que, desde o início de 2011, os preços dessas mercadorias estão em média 10 a 20 pontos percentuais acima do pico verificado em 2008.

As moedas internacionais de segunda linha – como o real – também voltaram a se valorizar. Em julho de 2011, a taxa nominal de câmbio da moeda brasileira chegou a um nível de valorização frente ao dólar americano superior ao pico anterior, verificado em igual mês de 2008. A pressão sobre o real levou o Ministro da Fazenda brasileiro, Guido Mantega, a alertar para a existência de uma verdadeira “Guerra Cambial”. As respostas adotadas pelos governos, seja de países avançados seja de emergentes, para proteger suas moedas foram incisivas. Foram utilizados mecanismos até então tidos como inaceitáveis por parte da comunidade financeira internacional. O governo suíço, por exemplo, abandonou sua tradicional posição de não intervenção aberta e fixou um piso para a valorização do franco frente ao euro. O Brasil, por sua vez, impôs pesados custos tributários sobre as operações de *carry trade*.

Entretanto, apesar da recuperação dos principais mercados de ativos,<sup>11</sup> as condições do crédito, particularmente o bancário, continuaram muito deprimidas. A situação nos Estados Unidos e na Europa continuou preocupante. Nesses países, a maior parte da liquidez que foi gerada a partir de 2008 retornou às autoridades monetárias, sob a forma de depósitos “excedentes” das instituições financeiras.<sup>12</sup> O mais preocupante é que os bancos, passados cinco anos do início da crise, continuam avessos a prover liquidez a seus pares, revelando a elevada desconfiança que ainda permeia as operações interbancárias.

Do ponto de vista da economia real, a reação compensatória dos bancos centrais e dos governos conseguiu deter a espiral deflacionária, mas não retomar o crescimento. Com isso, o ano de 2009 foi marcado por uma retração econômica sem precedentes. A economia mundial encolheu quase 1%, puxada por uma redução média do PIB dos países industrializados de 3,7%. O comércio internacional encolheu mais de 10% e os preços das

---

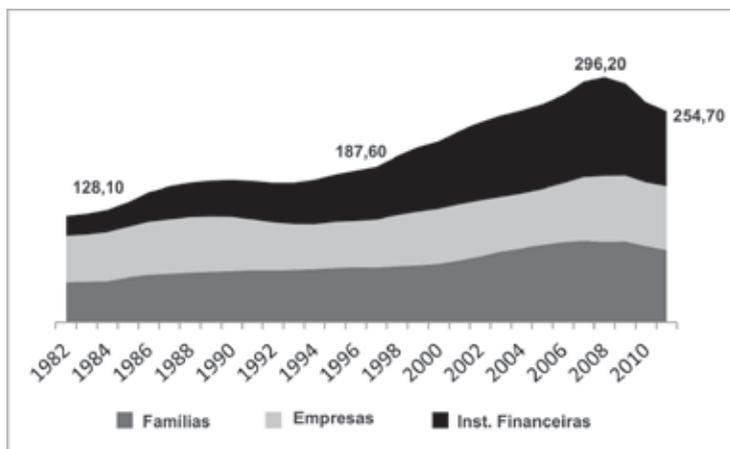
11 À exceção do imobiliário

12 São considerados excedentes, os valores depositados pelos bancos em suas respectivas autoridades monetárias que superam os requerimentos mínimos fixados pela regulação bancária.

commodities chegaram a menos da metade do seu valor em junho de 2008.<sup>13</sup> Atualmente, apesar de a produção global e o comércio terem se recuperado do pior momento da crise, a economia mundial, particularmente nos países centrais, ainda sofre com os níveis baixos de atividade. Nesse cenário, dois impactos se mostraram mais persistentes ao longo desses quase quatro anos. Os elevados níveis de desemprego e os déficits fiscais na Europa e nos EUA. Observando-se de um ponto de vista mais amplo, a crise iniciada em 2007 continua a ter proporções sistêmicas e vem se desenvolvendo a partir de três tipos de choques, que interagem entre si. O primeiro deles está associado aos elementos que deram origem à crise e que, apesar de tudo que foi feito, ainda continuam em ação. Nos EUA, por exemplo, o estoque de crédito frente ao Produto Interno Bruto (PIB), que havia crescido de forma relativamente sustentada desde 1982, vem se reduzindo de forma acentuada desde 2008 (Ver o Gráfico 1). Entre o final daquele ano e o de 2011, a queda foi de mais de 40 pontos percentuais e não há ainda sinais de que esse processo de desalavancagem esteja chegando ao fim em nenhum dos seus componentes mais importantes, ou seja, as famílias, as empresas e as instituições financeiras.

Gráfico 1

EUA: Estoque de Crédito ao Setor Privado frente ao PIB (Em %)



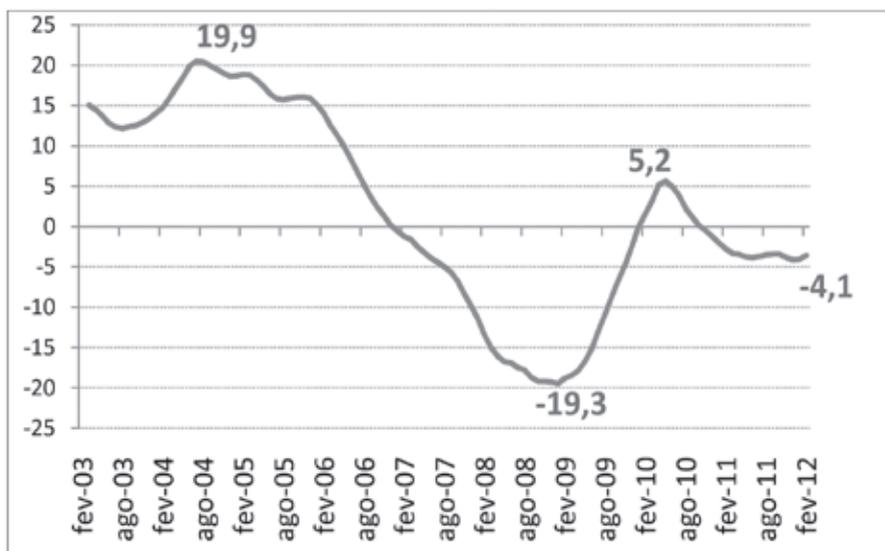
Fonte: Federal Reserve. Elaboração do Autor.

13 Os dados referentes ao nível da atividade global são do Fundo Monetário Internacional (2010) e os de commodities são do Índice CRB.

O mercado imobiliário americano, que foi onde se iniciou todo problema, continua em franco processo deflacionário. Desde o início da desaceleração, em abril de 2006, a queda média dos preços das residências foi de 33%. A recuperação verificada no início de 2010 não se sustentou e, a partir do último trimestre daquele ano, os indicadores em 12 meses voltaram para o terreno negativo. Em novembro de 2011, o declínio registrado foi de 3,5% (Ver o Gráfico 2).

Gráfico 2

EUA: Variação no Preço dos Imóveis (Em % ao ano)



Fonte: S&P, Índice Case-Schindler. Elaboração do Autor

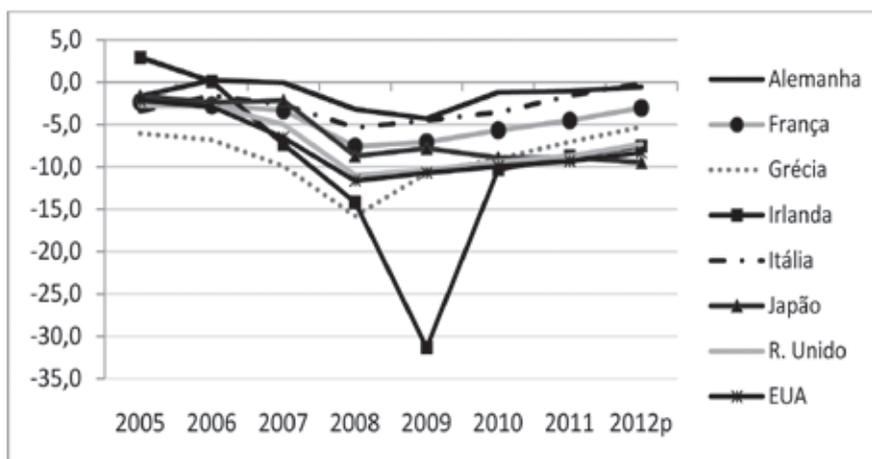
O segundo tipo choque derivou do primeiro, mas posteriormente adquiriu natureza própria. É decorrente do efeito da Crise do *Subprime* e do Pânico de 2008 sobre as dívidas públicas e, conseqüentemente, sobre os bancos, que mantêm grande parte de suas carteiras nesses ativos. Analisando-se o Gráfico 3, percebe-se que, entre os países mais avançados, o impacto da queda do nível de atividade sobre as contas públicas provocou um aumento generalizado nos déficits. Os casos mais graves foram os da Irlanda, Grécia,

EUA e Reino Unido. No Japão, os desequilíbrios também se elevaram, mas, nesse caso, a origem do problema é mais antiga. Remonta a outra crise financeira - o “estouro” da Bolha Especulativa no mercado financeiro nipônico em 1989<sup>14</sup>.

A transmissão da crise para o déficit público se deu basicamente a partir de dois canais. O primeiro foi a forte redução verificada na arrecadação em decorrência da queda no nível de atividade, acompanhada, simultaneamente, pelos aumentos de gastos, de natureza compensatória, realizados para reduzir o efeito negativo do Pânico de 2008 sobre o PIB. O Fundo Monetário Internacional (FMI) estimou que em 2008 e 2009 as perdas fiscais nos países do G-20 em decorrência da queda na atividade montavam em média a mais de 5 pontos percentuais do Produto Interno Bruto (PIB). Os estabilizadores automáticos, por sua vez, responderiam por gastos extraordinários da ordem de 2 pontos percentuais. Em conjunto, esses dois fatores representariam mais de 90% do aumento estimado no déficit <sup>15</sup>.

Gráfico 3

Déficit Público em Países Seleccionados (Em % do PIB)



Fonte: OECD (2012). Elaboração do Autor

14 Ver Torres (1997)

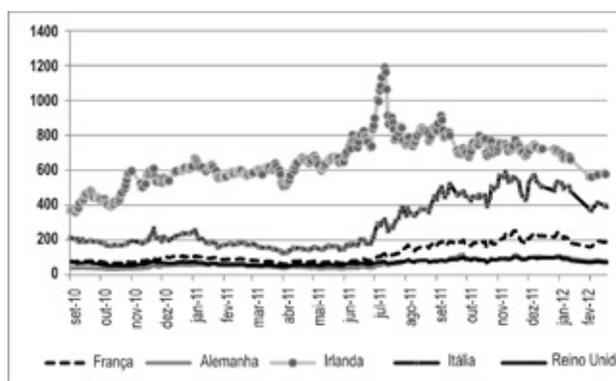
15 Ver FMI (2011), pg. 6

O segundo mecanismo de transmissão da crise para o déficit público foi de natureza financeira. Os governos assumiram parte relevante dos passivos de seus sistemas bancários, quer através de injeções de capital nessas instituições quer por meio de aquisição de ativos, participação acionária ou empréstimos dos Tesouros Nacionais. De acordo com o Fundo, essas medidas não superariam 2 pontos percentuais do PIB, em média, entre os países do G-20. Entretanto, a absorção de estoques de passivos gravosos até então privados pelos governos foi tão elevada em alguns países – como Irlanda, Reino Unido e Estados Unidos – que produziu um salto na relação entre a dívida pública e o PIB, introduzindo um elemento adicional de fragilidade nas contas públicas.

Desde 2010, esses países mais avançados – à exceção do Japão – anunciaram programas de ajuste fiscal, voltados para a redução do tamanho dos déficits esperados. Esse esforço deve se acentuar ainda mais em 2013, uma vez que os prêmios de risco pagos pelos títulos soberanos ainda permanecem em níveis bastante elevados. Pode-se ver no Gráfico 4 que a atuação do Banco Central Europeu, refinanciando por 3 anos as carteiras de títulos dos bancos ajudou a reduzir ao final de 2011 os *spreads* da dívida dos países da região. A Grécia não foi incluída na amostra por que, na prática, encontra-se numa situação de quase moratória e os níveis recentes de prêmios desse país chegaram a mais de 12.000 pontos.

Gráfico 4

Prêmios de Risco para os Títulos Públicos de 5 anos para Países Seleccionados \* (Em pontos básicos)



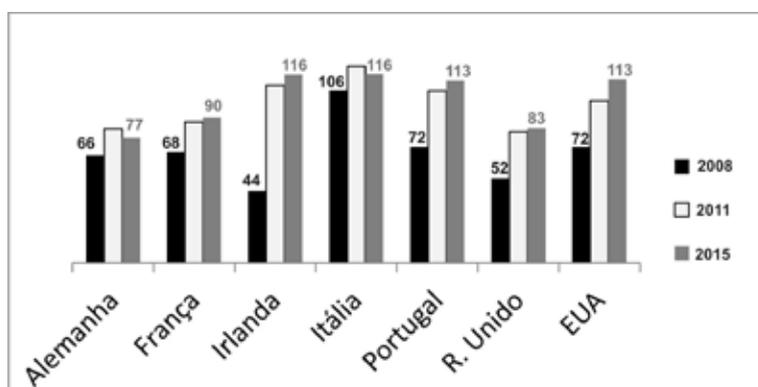
Fonte: Bloomberg. Elaboração do Autor \* CDS Spread de 5 anos

Um contraponto interessante dentro da Europa são os prêmios pagos pelo governo inglês que, ao longo de todo o período, não se distanciaram muito dos aplicados aos papéis da Alemanha, país considerado de menor risco da região do euro. A razão dessa diferença frente aos demais países do continente – em particular a França – deve-se em grande medida ao fato de o Reino Unido não ter aderido à moeda comum – o euro, o que o mercado financeiro vê como um importante elemento mitigador de risco nesse momento.

Apesar de todas as medidas que veem sendo tomadas na Europa para reduzir os déficits fiscais com o objetivo de restabelecer a credibilidade dos investidores privados na capacidade de pagamento dos governos, as projeções com relação aos rumos do endividamento bruto desses países não são encorajadoras. Como se pode ver no Gráfico 5, a Itália é o único país, entre os mais afetados pela crise, que deverá apresentar uma redução em seu endividamento bruto frente ao PIB entre 2011 e 2015. Mesmo assim, a queda esperada é pouco significativa. A redução seria de 121% para apenas 116%<sup>16</sup>. Nas demais economias, mesmo as que já se comprometeram com programas mais severos de ajuste como Portugal, Irlanda e Reino Unido, não se prevê redução nos níveis de endividamento bruto dos governos, pelo menos até 2015.

Gráfico 5

Evolução da Dívida Pública Bruta em Países Seleccionados (Em % do PIB)



Fonte: FMI (2011). Elaboração do Autor

16 Na Europa, entre os grandes países, a Alemanha também deverá reduzir seu endividamento frente ao PIB

A deterioração das condições financeiras dos governos também levou de roldão os principais bancos europeus. A preocupação com a solvência dessas instituições aumentou nos últimos meses com o resgate do franco-belga Dexia e a falência da corretora MF Global nos Estados Unidos. Ambos tiveram que fechar as portas quando perderam acesso às suas fontes de recursos de mercado, devido aos elevados níveis de exposição que detinham em dívida soberana europeia.

Essa preocupação, no entanto, não se limitou apenas a essas duas instituições. A emissão de títulos por parte dos bancos europeus, como um todo, foi, ao longo do segundo semestre de 2011, inferior aos resgates. Ao mesmo tempo os *money market funds* americanos reduziram suas aplicações junto a bancos europeus, de modo a reduzir, de forma indireta, sua exposição à dívida soberana da região. Estava, portanto, em curso um processo de “desfinanciamento” dos bancos europeus tanto em dólares quanto em euros, o que poderia ter levado novamente o sistema financeiro internacional a atravessar uma situação semelhante à de 2008.

Diante desse cenário, o Banco Central Europeu (BCE) se viu obrigado no final de 2011 a ampliar sua atuação, de forma a mitigar o impacto dessa “corrida” contra os bancos da região. Foram tomadas medidas para ampliar a liquidez em dólares do mercado financeiro europeu, assim como para aumentar a disponibilidade das linhas de redesconto em euro e, principalmente, alongar seus prazos para até três anos. Limitado em sua capacidade de comprar diretamente títulos públicos, o BCE centrou seu “poder de fogo” no resgate do sistema bancário. De acordo com o BIS (2012):

*“(...) the euro area central banks continued to provide ample liquidity to the financial system. With banks increasingly reluctant to lend to each other, part of the interbank market effectively moved onto the Eurosystem’s balance sheet. Utilization of its deposit facility reached nearly €300 billion on 7 November (2011) while lending to banks amounted to twice that level (...)”<sup>17</sup>.*

17 “Os bancos centrais do euro continuaram a prover ampla liquidez ao sistema financeiro. Na medida em que os bancos se tornaram cada vez mais relutantes em emprestar uns para os outros, parte do mercado interbancário se moveu efetivamente para o balanço do eurosistema. A utilização de seus mecanismos de depósito atingiu quase 300 milhões de euros no dia 7 de novembro (de 2011) enquanto os empréstimos aos bancos atingia o dobro desse nível (...)”, BIS (2011).

Apesar de o BCE ter conseguido remediar o problema dos bancos da região, o sistema financeiro europeu continuou sob pressão. Não há como evitar que os *spreads* de risco dos bancos europeus deixem de acompanhar os prêmios pagos pelas dívidas soberanas. Reduzir esse atrelamento não será uma tarefa fácil. Em meados de 2011, o nível de exposição desses bancos às dívidas de governos da região, frente ao capital próprio, era: de cerca de 30% para os de origem holandesa e francesa; próximos a 60% para os portugueses, espanhóis e alemães; superior a 60% para os italianos; e acima de 90% para os gregos e belgas.

Ao mesmo tempo, esses mesmos bancos continuam obrigados a aumentar a relação entre capital próprio *stricto sensu* e o total dos seus ativos ponderado pelo risco que carregam. Essa diretriz regulatória tem por objetivo restringir o comportamento especulativo adotado por essas instituições nos anos pré-crise. Até 2008, não era incomum a tesouraria desses bancos manter posições proprietárias alavancadas em 10, 12 ou até 30 vezes, enquanto fundos de hedge independentes mantinham níveis muito inferiores, de até seis vezes. Essa diferença de comportamento estava em boa medida apoiada na noção de que esses bancos eram “grandes demais para quebrar”. A garantia implícita do poder público a essas instituições era, assim, utilizada pelos seus gestores como uma licença para adotar estratégias financeiras mais arriscadas que as toleradas pelas demais instituições concorrentes, que não gozavam desse mesmo privilégio. Foi para coibir essa prática que se adotou na nova legislação financeira americana a chamada Regra Volcker - *Volcker Rule*. Desde então os bancos dos EUA estão sujeitos a grandes limitações para realizar operações proprietárias alavancadas por contra própria.

Finalmente, o terceiro tipo de choque que também vem movendo a crise internacional é de natureza cíclica. Os problemas vividos pelos países centrais a partir dos dois choques anteriores repercutem sobre o restante da economia mundial através de diferentes canais da economia real – queda das importações, por exemplo – e do sistema financeiro – a exemplo do encurtamento de linhas de crédito. Além disso, como os EUA e a Europa são os emissores das duas principais moedas do sistema monetário internacional,

suas políticas monetárias expansionistas geram efeitos colaterais sobre os demais países, obrigando-os a conviver com situações indesejáveis, como a apreciação de suas moedas.

O aumento da importância das economias periféricas no PIB global chegou a dar alento à ideia de que esses países poderiam continuar crescendo autonomamente frente a uma desaceleração da economia mundial. Essa hipótese, que ficou conhecida como o *decoupling*, começou a ser levantada entre 2006 e 2007 quando a economia americana atravessou uma forte desaceleração. O debate foi posteriormente retomado em 2009.

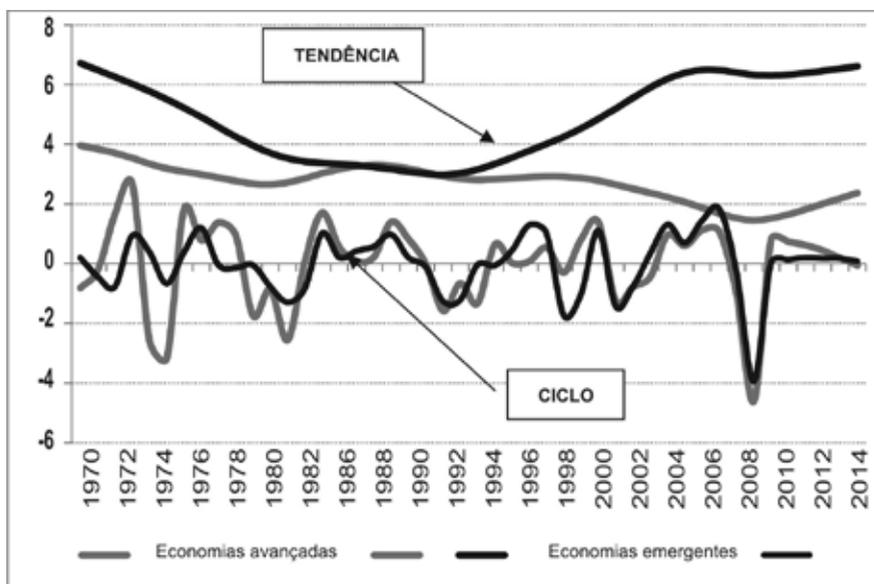
Uma análise do comportamento do PIB dos países avançados e dos em desenvolvimento desde 1970 mostra, no entanto, um quadro diferente do apontado pelos defensores do *decoupling*. Como se pode observar no Gráfico 6, quando se separa estatisticamente o ciclo e a tendência nos dados de crescimento do PIB, se observa uma clara diferença na trajetória desses dois grupos.

Há uma aceleração na tendência das taxas de crescimento dos países emergentes frente aos avançados a partir do início da década de 1990, em grande medida devido ao desempenho da Ásia e, particularmente, da China. Em compensação, quando se analisam os ciclos, a sincronia entre os dois grupos é muito forte. Isso mostra que há autonomia suficiente dos emergentes sustentar suas próprias economias, compensando internamente as flutuações verificadas nos países mais ricos. Entretanto, dificilmente, esses países da periferia seriam capazes de – por si próprios – evitar que uma recessão coordenada e prolongado nos EUA, Japão e Europa deixem de levar junto o resto da economia mundial.

Diante desse cenário, as perspectivas da economia mundial para o futuro próximo não são muito auspiciosas, apesar de as comparações com 1930 poderem até servir de algum consolo. Como mostraram Eichengreen e O'Rourke (2012), o tempo de recuperação da economia mundial posteriormente à crise de 2008 foi muito menor do que após a Grande Depressão.

Gráfico 6.

Economias Avançadas e Emergentes: Ciclo e Crise (Em % a.a.)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2010). Elaboração BNDES

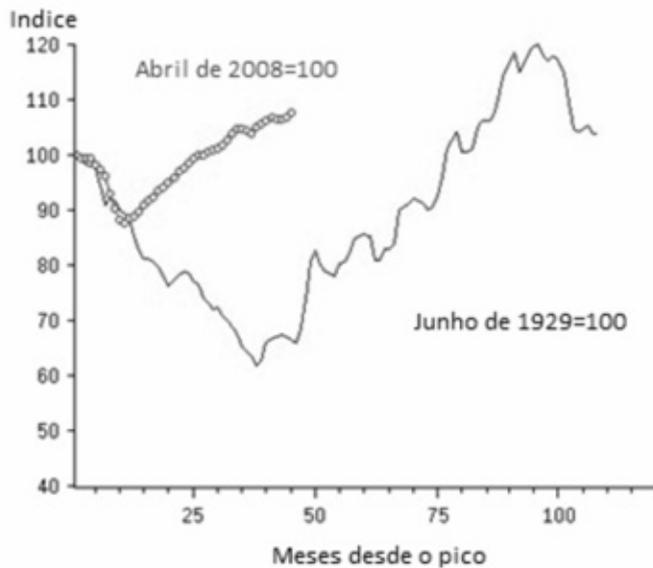
A indústria mundial, por exemplo, retomou o pico de produção anterior em pouco mais de dois anos enquanto que, na Crise de 1930, essa demora foi de quase 8 anos. A profundidade e a duração da queda verificada na atividade manufatureira também foram substancialmente menores na crise mais recente quando comparada à anterior (Ver Gráfico 7). O mesmo se observa quando se compara o volume do comércio mundial e o valor de mercado das bolsas de valores. No caso do mercado de ações, a recuperação ainda não superou o máximo verificado anteriormente. Entretanto, a despeito das flutuações, já se verificaram níveis superiores a 90% do pico anterior.

Esse padrão de recuperação explica por que a crise atual definitivamente não herdou o termo “grande” que foi utilizado para batizar os anos posteriores a 1929. Entretanto, ainda não há consenso de como se deverá denominar a crise atual. Enquanto isso há uma proliferação de terminologias, cada uma ressaltando aspectos distintos do processo. Na Ásia, por exemplo, é

comum se chamar o período pós-2008 como a Crise do Atlântico Norte, como uma revanche frente aos acontecimentos do final dos anos 1990, que ficou conhecida como a Crise Asiática.

Gráfico 7.

## Evolução da Produção Industrial Mundial



Fonte: Eichengreen e O'Rourke (2012)

Entretanto, talvez a melhor denominação para o processo em curso seja chamá-lo de a “Longa Recessão”. A dificuldade com essa escolha é que ela embute uma visão *ex-ante* de que a duração do processo em curso não será curta, ou seja, não seguirá o padrão das crises que se verificaram, durante a *Great Moderation*. Entretanto, essa percepção ainda é uma expectativa que precisará ser validada pelos acontecimentos dos próximos anos. A possibilidade de a economia internacional atravessar um longo período de relativa estagnação é, no entanto, bastante factível. A experiência japonesa posterior ao “estouro” da Bolha Especulativa de 1989 evidencia que graves desequilíbrios patrimoniais requerem muito tempo para serem solucionados,

qualquer que seja a estratégia adotada de administração da crise.

De fato, passados cinco anos desde o início da Crise do *Subprime* nos Estados Unidos, há sinais de que os choques que foram gerados a partir de 2008 continuarão determinando o curso da economia mundial nos próximos anos. Assim, a situação financeira mundial permanecerá “no médio prazo, muito instável (e sujeita) a bolhas e *crashes* nos mercados de ativos”<sup>18</sup>. A situação dos bancos americanos e europeus – que são o coração do sistema financeiro globalizado – ainda está longe de estar normalizada.

Os sucessivos programas de expansão monetária do Federal Reserve e do Banco Central Europeu são um sinal de falta de que os investidores continuam “desconfiados” das instituições financeiras e, em particular, do valor dos ativos que carregam, na forma de créditos imobiliários, de títulos da dívida pública, ou de empréstimos a outros bancos. Com isso, o sistema de crédito continuará em contração, gerando contínua pressão negativa sobre o nível de atividade, sobre a capacidade de financiamento dos bancos e sobre o valor dos ativos. A forte atuação das autoridades monetárias conseguiu interromper parte do circuito deflacionário, sustentando o passivo dos bancos por meio de empréstimos de longo prazo, da aquisição de ativos muitas vezes sobreavaliados e da atuação como contraparte nos mercados interfinanceiros. Com isso, evitam-se as espirais deflacionárias da década de 1930. Entretanto, os mecanismos monetários não são poderosos o suficiente para solucionar o problema patrimonial, que continua existindo.

A atuação das autoridades dos países centrais cobra, no entanto, um custo elevado em termos cambiais dos países periféricos de maior porte, como o Brasil, que dispõem de condições macroeconômicas mais promissoras. Resta a esses governos acionar os instrumentos que dispõem para sustentar um nível mínimo de crescimento e, ao mesmo tempo, minimizar os efeitos negativos dessas atitudes unilaterais dos governos americano, europeus e japonês. A pressão gerada pelos juros negativos e a ampla liquidez leva os investidores globais a buscar segurança e rentabilidade em outros países, o que exige uma estratégia de atuação consequente no tempo por parte das economias que estão recebendo esses capitais.

Já a periferia europeia, que adotou o euro como moeda, dispõe de um raio de manobra bem mais restrito. A crise está servindo de oportunidade para a implementação de um projeto de subordinação dos governos mais

<sup>18</sup> Ver Tavares (2010)

frágeis aos interesses dos países dominantes da região. O processo de ajuste que vem sendo imposto às economias mais fracas da Europa Mediterrânea têm se baseado em metas fiscais e de dívida pública inconsistentes com os níveis de retração e de desemprego que estão sendo observados. O intuito político no longo prazo é eliminar de vez a autonomia financeira desses países. Surpreendentemente, não foram criados, até o momento, mecanismos compensatórios – como investimentos em obras públicas - que poderiam aumentar o gasto corrente e, com isso, reduzir o custo social e econômico do processo de ajuste. A visão conservadora vem saudando as medidas adotadas como portadoras de racionalidade no longo prazo. Recentemente, Bergstein e Kirkegaard (2012) deram voz a essa interpretação:

*“It has taken ten years since the introduction of the euro for the first serious economic and political crisis to arrive. The most challenging part of today’s crisis is to use the political opportunity it presents to get the basic economic institutions right and complete the euro’s half-built house for the long-term.”*<sup>19</sup>

Nesse cenário, a desvalorização do dólar foi inicialmente tomada como uma nova evidência de perda de centralidade da moeda americana no mundo global. Alguns países, como a China, chegaram em um primeiro momento a explicitar que gostariam de reduzir a exposição de suas reservas ao dólar<sup>20</sup>. Entretanto, rapidamente ficou patente que a crise em nada mudaria a posição dominante da moeda americana. Pelo contrário, a crise europeia mostrou que o dólar continuava a ser o refúgio preferido pelos capitais em situações de grande incerteza. Na prática, não há, até o momento, nem o desejo dos Estados Unidos de abrir mão de seu “privilégio exorbitante” nem candidatos com porte e apetite para rivalizarem com os americanos.

---

19 “Após dez anos da introdução do euro, surgiu a primeira crise econômica e política séria. O maior desafio da crise atual é usar a oportunidade política que se apresenta para consertar as instituições econômicas mais importantes do euro e completar sua construção institucional a partir de uma visão de longo prazo”.

20 Xiaochuan (2009).

## Referências Bibliográficas

- BEAN, C. (2009) *The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction* Schumpeter Lecture, Annual Congress of the European Economic Association, Barcelona  
[www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/.../speech399.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/.../speech399.pdf)
- BERGSTEN, F. e KIRKEGAAARD, J. (2012) The coming resolution of the European crisis. VoxEU.org, 26 de janeiro  
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7568>
- BERNANKE, B. (2007), *The Subprime Mortgage Market*, Discurso na 43ª Conferência sobre Estrutura e Competição Bancária, Federal Reserve  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070517a.htm>
- BERNANKE, B. (2004), *The Great Moderation*, Discurso na Eastern Economic Association, Washington, Federal Reserve  
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm>
- EICHENGREEN, B. e O'ROURKE, K. (2012), *A Tale of Two Depressions Redux*, VoxEU.org, 6 de Março. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7696>
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2011), *Fiscal Monitor*, Setembro
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2010), *Economic Outlook*, abril
- HORTON M., KUMAR, M. e MAURO, P. (2009), *The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor*, IMF Staff Position Note, Fundo Monetário Internacional (2009) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0921.pdf>
- TAVARES, M. (2010) *La Crisis Internacional y sus repercusiones en América Latina y Brasil*. Conferência Magistral, CEPAL, 10 de maio (mimeo)
- TORRES Filho, Ernani T. e BORÇA, Gilberto R. (2008) “Analisando a Crise do Subprime”, *Revista do BNDES* no. 30, Rio de Janeiro/BNDES, p. 129-160
- TORRES Filho, Ernani T. (1997). A crise da economia japonesa nos anos 1990 e a retomada da hegemonia americana. In: Tavares, M.C. e Fiori, J.L. Poder e dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis: Editora Vozes.
- VAUSE, N. e PETER, G. (2011) *Euro area sovereign crisis drives global financial markets*, BIS Quarterly Review, Dezembro
- XIAOCHUAN, Z. (2009), *Reform the International Monetary System*. BIS Review no. 41  
<http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>