

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

ALICE LACERDA GODZIENSKI

CRISE FINANCEIRA DE 2007-09: UMA COMPARAÇÃO ENTRE A  
RECUPERAÇÃO DE ECONOMIAS AVANÇADAS E EMERGENTES

Porto Alegre

2017

ALICE LACERDA GODZIENSKI

CRISE FINANCEIRA DE 2007-09: UMA COMPARAÇÃO ENTRE A  
RECUPERAÇÃO DE ECONOMIAS AVANÇADAS E EMERGENTES

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de  
Graduação em Ciências Econômicas da  
Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS,  
como requisito parcial para obtenção do título  
de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. André Moreira Cunha

Porto Alegre

2017

### CIP - Catalogação na Publicação

Godzienski, Alice Lacerda Crise Financeira de 2007-09: Uma Comparação Entre a Recuperação de Economias Avançadas e Emergentes / Alice Lacerda Godzienski. - 2017.

45 f.

Orientador: André Moreira Cunha.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas, Porto Alegre, BR-RS, 2017.

1. Crises financeiras. 2. Recuperação econômica. 3.

Países avançados e emergentes. I. Cunha, André Moreira, orient. II. Título.

ALICE LACERDA GODZIENSKI

CRISE FINANCEIRA DE 2007-09: UMA COMPARAÇÃO ENTRE A  
RECUPERAÇÃO DE ECONOMIAS AVANÇADAS E EMERGENTES

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de  
Graduação em Ciências Econômicas da  
Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS,  
como requisito parcial para obtenção do título  
de Bacharel em Economia.

Aprovada em Porto Alegre, 18 de julho de 2017.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. André Moreira Cunha - Orientador

---

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho

---

Prof. Dr. Henrique Morrone

## RESUMO

A crise financeira de 2007-09 representou um marco na história mundial e é considerada a pior crise desde a Grande Depressão. O objetivo deste trabalho é comparar os processos de recuperação dos países emergentes e avançados desde a eclosão da crise até 2016. Antes da comparação, será apresentada a teoria de Hyman Minsky, a qual foi redescoberta com a ocorrência da crise na tentativa de explicá-la. Isso será feito com foco em dois aspectos: a Hipótese de Instabilidade Financeira e as funções do governo e do banco central. Em seguida, serão apresentados alguns fatos da Grande Depressão e da crise de 2007-09, seguidos das políticas implementadas em resposta a ela. Por fim, é analisado o desempenho econômico dos países emergentes e dos avançados nos anos que seguiram a crise com base em indicadores de nível de atividade e de preços, desempenho fiscal e comércio internacional.

**Palavras-chave:** Crises financeiras. Recuperação econômica. Países emergentes e avançados.

## **ABSTRACT**

The financial crisis of 2007-09 marks a milestone in world history and is considered the worst crisis since the Great Depression. This work aims to compare the economic recovery of emerging and advanced countries from the beginning of the crisis until 2016. Before making the comparison, this monograph reviews Hyman Minsky's theory, which was rediscovered in the aftermath of the crisis in an attempt to explain its causes. This review focuses in two aspects: the Financial Instability Hypothesis and the roles of the government and the central banks. Subsequently, this work presents the Great Recession and the crisis of 2007-09, as well as the politics implemented to address its consequences. Finally, the economic performance of emerging and advanced countries in the years following the crisis is analyzed based on indicators of activity level and prices, fiscal performance and international trade.

**Keywords:** Financial crisis. Economic recovery. Emerging and advanced countries.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Double dip na crise bancária de 1893 nos Estados Unidos.....	16
Gráfico 1 – Produto interno bruto real: mundo, economias avançadas e emergentes (2004-16) (% a.a.) .....	29
Gráfico 2 - PIB <i>per capita</i> : Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal (2006-16).....	30
Gráfico 3 - PIB <i>per capita</i> : Alemanha, Canadá, Estados Unidos e França (2006-16)...	31
Gráfico 4 - Evolução do PIB <i>per capita</i> : Brasil, China, Índia e Rússia (2006-16).....	31
Gráfico 5 – Variação percentual do volume total de trocas no comércio internacional (2004-16).....	32
Gráfico 6 – Resultado da conta corrente: economias avançadas e emergentes (2004-16) (% do PIB).....	33
Gráfico 7 - Taxas de inflação: mundo, economias avançadas e emergentes (2004-16) (% a.a.) .....	34
Gráfico 8 - Taxas de inflação: Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal (2004-16) (% a.a.) 35	
Gráfico 9 - Taxas de inflação: Alemanha, Canadá, Estados Unidos e França (2004-16) (% a.a.) .....	35
Gráfico 10 - Taxas de inflação: Brasil, China, Índia e Rússia (2004-16) (% a.a.).....	36
Gráfico 11 – Dívida pública: países avançados e emergentes (2004-16), (% do PIB)...	37

## **LISTA DE TABELAS E QUADROS**

Quadro 1 - Classificação das economias avançadas por subgrupo .....	43
Quadro 2 - Classificação dos países emergentes e em desenvolvimento por subgrupo .	43
Tabela 1 - Comparação do PIB per capita: Itália, Japão e Reino Unido (2006-2016) (ano base: 2006).....	45
Tabela 2 - Inflação: Itália, Japão e Reino Unido (2004-2016) (%) .....	45



## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	8
2	A TEORIA DE HYMAN MINSKY E A RECUPERAÇÃO DE CRISES FINANCEIRAS.....	10
2.1	A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA .....	11
2.2	O PAPEL DO GOVERNO E DO BANCO CENTRAL.....	13
2.3	RECUPERAÇÃO DE CRISES FINANCEIRAS .....	15
3	A POLÍTICA ECONÔMICA NA CRISE DE 2007-09.....	18
3.1	A GRANDE DEPRESSÃO .....	18
3.2	A CRISE DE 2007-09: ANTECEDENTES E CONSEQUÊNCIAS.....	20
3.3	AS POLÍTICAS ECONÔMICAS IMPLEMENTADAS.....	24
4	A RECUPERAÇÃO DA CRISE DE 2007-09.....	28
4.1	AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO DOS PAÍSES .....	28
4.2	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	37
5	CONCLUSÃO .....	38
	REFERÊNCIAS .....	40
	ANEXO A – CLASSIFICAÇÃO DOS PAÍSES.....	43
	ANEXO B – DADOS PARA ITÁLIA, JAPÃO E REINO UNIDO.....	45

## 1 INTRODUÇÃO

A crise de 2007-09 foi o evento de maior impacto econômico desde a Grande Depressão. Os principais centros financeiros foram gravemente atingidos, o que demonstrou a fragilidade do sistema financeiro global, representada, principalmente, pela falência do banco Lehman Brothers em 2008. A crise não ficou restrita ao setor financeiro e afetou a economia real também, o que levou à desaceleração do crescimento mundial.

A crise de 2007-09 impactou a maneira de fazer política econômica e analisar o ciclo econômico. Antes dela, acreditava-se que os mercados eram estáveis e se autorregulavam, não sendo necessária uma regulamentação forte, nem a intervenção do governo. Com a eclosão da crise, foram tomadas medidas de injeção de liquidez no mercado a níveis impraticáveis anteriormente e, em um primeiro momento de resposta à crise, foram postas em prática medidas anticíclicas de estímulo à atividade econômica, além de serem criados pacotes de socorro à economia em diversos países, principalmente na Zona do Euro. Tais mudanças foram acompanhadas pelo resgate das ideias de Hyman Minsky no estudo das causas da crise, abandonando-se a ideia de que esse tipo de evento não é uma característica intrínseca ao modelo econômico atual.

Os impactos da crise na economia global foram tantos e tão diversos que apenas em 2017 o Fundo Monetário Internacional (FMI) afirmou que existem sinais claros de recuperação econômica. A edição de abril de 2017 do World Economic Outlook, relatório elaborado pela instituição, foi a primeira desde a crise de 2007-09 a afirmar que a economia global se recuperava desse evento ao invés de apenas fazer previsões de quando isso ocorreria. Tal fato por si só demonstra a magnitude do impacto da crise: quase dez anos depois, seus efeitos ainda são sentidos ao redor do mundo.

A partir deste contexto, o objetivo principal deste trabalho é comparar o comportamento das economias avançadas e emergentes<sup>1</sup> em relação à crise, principalmente no que tange ao processo de recuperação. A hipótese do trabalho é que os dois grupos de países apresentaram ritmos de recuperação diferentes: os países emergentes retomaram o crescimento nos primeiros anos que seguiram a crise, mas não conseguiram manter o ritmo; as economias avançadas foram fortemente afetadas no curto prazo, mas seu desempenho foi mais uniforme nos últimos anos.

---

<sup>1</sup> A maneira de agrupar os países nos grupos de economias emergentes e avançadas segue o padrão utilizado pelo FMI no World Economic Outlook de 2017, o qual pode ser consultado no próprio relatório e no anexo A do presente trabalho.

A importância do estudo desse tema está tanto na lenta recuperação que a economia global apresenta desde que a crise eclodiu quanto no fato que, em um primeiro momento, os países emergentes e em desenvolvimento não foram tão afetados quanto os avançados, característica que distingue a crise de 2007-09 das suas antecessoras. Para isso, foram criados três grupos para a comparação: um composto pelos países conhecidos como PIGS (Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha), outro por países selecionados do G7 (Alemanha, Canadá, Estados Unidos e França), e, por fim, os quatro países conhecidos como BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China). Para a comparação, foi feita uma análise com foco em indicadores de nível de atividade e de preços, desempenho fiscal e comércio internacional.

Além desta Introdução e da Conclusão, este trabalho está dividido em três capítulos. No primeiro, é feita uma revisão da teoria de Minsky, com foco na hipótese da instabilidade financeira e nos papéis desempenhados pelo banco central e pelo governo, e é apresentado um estudo sobre a recuperação de crises financeiras. No segundo capítulo, é feita uma breve apresentação da Grande Depressão, seguida por uma análise da crise de 2007-09 e das medidas colocadas em prática. Por fim, no terceiro capítulo é feita a comparação dos indicadores acima mencionados.

## 2 A TEORIA DE HYMAN MINSKY E A RECUPERAÇÃO DE CRISES FINANCEIRAS

Inúmeras teorias procuraram explicar as flutuações econômicas ao longo do tempo, cada uma apontando os fatos considerados importantes para explicar as alterações existentes. De acordo com Mitchell (1927/2017), a variedade das explicações inclui desde a influência das manchas solares na agricultura, argumento formulado por William Herschel em 1801 e utilizado como base no trabalho de W. Stanley Jevons algumas décadas depois, até a Lei de Say, teoria segundo a qual

(...) out of the production of goods came an effective (that is to say, actually expended) aggregate of demand sufficient to purchase the total supply of goods. No more, no less. There could, in consequence, be no such thing as general overproduction in the economic system. Put in somewhat more modern terms, from the price of every product sold comes a return in wages, interest, profit or rent sufficient to buy that product. Somebody, somewhere, gets it all. And once it is gotten, there is spending up to the value of what is produced (GALBRAITH, 1987, p. 75).

A ocorrência de perturbações na economia, como a Grande Depressão, faz surgir novas teorias que explicam o que as anteriores não conseguiram. No caso, a Lei de Say ainda era utilizada pelos teóricos, mas foi refutada por John Maynard Keynes (GALBRAITH, 1987), segundo o qual não existia uma tendência ao pleno emprego na economia e poderiam ocorrer episódios de insuficiência de demanda, teoria que contradizia os pressupostos clássicos e ia de encontro aos acontecimentos desencadeados pela crise de 1929. Da mesma maneira, após a crise global, surgiu a necessidade de buscar novas teorias para explicar as flutuações no ciclo econômico. Porém, ao invés do surgimento de novos argumentos, o que se viu foi o resgate da obra de Hyman Minsky (2008 e 2016), teórico que segue o mesmo trajeto de Keynes ao sugerir que o Estado tem um papel crucial na minimização dos efeitos das crises na economia.

A teoria formulada por Minsky (2008 e 2016) parte da análise da economia dos Estados Unidos ao longo do século XX. Segundo o autor, nos vinte anos que seguiram a Segunda Guerra Mundial, a economia do país seguiu um caminho de crescimento relativamente estável, o que caracterizava um período de grande sucesso já que a ocorrência de turbulências na economia era comum, mesmo que essas não tivessem a mesma magnitude da Grande Depressão. O autor afirma que este quadro teve fim na década de 1960, quando foi substituído por “(...) an era of

increasingly severe business cycles, growth retardation, accelerating inflation, financial fragility, and international economic disarray” (MINSKY, 2016, p. 13). Porém, isso não causou um episódio de instabilidade como o ocorrido em 1929, o que seria atribuído às ações do governo e do Federal Reserve (Fed). Da mesma maneira, a instabilidade foi creditada às novas relações presentes no mercado financeiro e à estrutura desse, o qual não se encontrava tão regulado como nos anos que seguiram a Grande Depressão.

A partir deste quadro, o autor formulou a hipótese de instabilidade financeira (HIF), bem como desenhou quais seriam os papéis do Estado, chamado de Big Government, e dos bancos centrais, chamados ou de Big Bank ou de credores de última instância. Esses conceitos serão abordados nas próximas seções.

## 2.1 A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

Segundo Minsky, “(...) capitalist economies are inherently unstable because financial systems are inherently unstable” (KNOOP, 2010, p. 114). Portanto, é necessário que a teoria econômica considere o sistema financeiro para explicar as crises de maneira satisfatória, porém

(...) a detailed analysis of the behavior of financial institutions and the way the interrelations between financial units and operating units affect the performance of the economy is absent from the core of standard theory. Neither the standard Keynesianism nor any of the varieties of monetarism integrate the financial structure of our economy into the determination of income, prices, and employment in any essential way. (MINSKY, 2016, p. 15)

A partir desta crítica às abordagens anteriores, Minsky formula uma teoria que busca explicar a instabilidade financeira com base na maneira que as famílias, as firmas e o governo financiam as suas atividades. Cada agente econômico possui uma fonte de renda (salário, lucro ou impostos) e, além dessa, também pode incorrer em empréstimos para arcar com seus gastos. O volume de financiamentos feitos na economia depende, entre outros fatores, da trajetória de expectativas que os agentes possuem sobre os retornos de seus investimentos e da taxa de juros. Caso os agentes tenham expectativas favoráveis sobre o futuro da economia, os incentivos para realizar empréstimos crescem a cada período, aumentando a instabilidade do sistema (WRAY, 2011).

Minsky analisa uma economia onde existem acordos feitos entre credores e devedores, mas na qual reina a instabilidade devido ao efeito que os contratos sofrem quando muda o cenário econômico. Portanto, não é garantido que as suposições feitas sobre o futuro se realizem e, mais importante, a estabilidade financeira depende da capacidade dos devedores de honrarem suas dívidas, quaisquer que sejam as condições econômicas do período seguinte.

A capacidade de pagamento dos devedores depende dos seus respectivos passivos e fluxos de caixa, e são essas variáveis utilizadas por Minsky para definir três possíveis categorias de agentes econômicos: *hedge*, especulativa e Ponzi. Cada uma representa um comportamento diferente na relação entre suas fontes de renda e as dívidas a serem pagas (as quais incluem os juros e o principal devido), e é a proporção das categorias na economia que define o seu nível de estabilidade. Porém, apesar de as famílias e o governo serem considerados nessa análise, Minsky ressalta que a influência desses no ciclo econômico não é tão grande quanto à das firmas (MINSKY, 2016).

As unidades *hedge* possuem dívidas inferiores ao fluxo de caixa em todos os períodos e, portanto, não podem se tornar insolventes devido a mudanças no mercado financeiro nem ao aumento da taxa de juros da economia. Além disso, esse tipo de agente não pode ser uma fonte de instabilidade para o sistema. As unidades especulativas têm fluxos de caixa grandes o suficiente apenas para pagar os juros das dívidas, mas não o principal. Esse tipo de agente consegue pagar o total das suas dívidas nas situações em que suas projeções de receita futura mostrarem-se favoráveis, sendo afetado pelas flutuações na sua renda e nos mercados nos quais vende as suas dívidas. Por fim, as unidades Ponzi possuem dívidas superiores ao seu fluxo de caixa, e necessitam de novos empréstimos para pagar até mesmo os juros. A viabilidade desse tipo de agente depende de diversas variáveis do mercado financeiro, como os preços futuros dos ativos e as taxas de desconto.

A estabilidade do sistema depende da maior participação das unidades *hedge* na economia, e o crescimento proporcional das outras acaba ampliando a instabilidade latente. Disso derivam os dois teoremas da hipótese da instabilidade financeira:

The first theorem of the financial instability hypothesis is that the economy has financing regimes under which it is stable, and financing regimes in which it is unstable. The second theorem of the financial instability hypothesis is that over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system. (MINSKY, 1992, p. 7-8)

Portanto, um ambiente de evolução estável das expectativas dos agentes pode fazer com que aqueles de comportamento mais cauteloso se tornem mais adeptos ao risco e realizem empréstimos de volumes maiores. Os problemas surgem quando uma empresa de grande impacto na economia age como uma unidade Ponzi e torna-se incapaz de pagar suas dívidas por não conseguir mais empréstimos junto aos bancos. Por meio da rede de conexões da firma, os credores dessa podem não conseguir honrar suas respectivas dívidas e impactar outros agentes, “uncertainty and pessimism rise, investment collapses, and, through the multiplier, income and consumption also fall, and we are on our way to a recession” (WRAY, 2011, p. 4).

## 2.2 O PAPEL DO GOVERNO E DO BANCO CENTRAL

Além da explicação de porque as economias capitalistas são intrinsicamente instáveis, Minsky também destaca os papéis do banco central e do governo nos momentos de crise. Essas instituições têm a função de agir conjuntamente para estabilizar a economia e implementar políticas anticíclicas de forma a evitar que ocorram turbulências da mesma magnitude que a Grande Depressão. Portanto, segundo o autor:

(...) whereas Big Government stabilizes output, employment, and profits by its deficits, the lender of last resort stabilizes asset values and financial markets (...). Whereas Big Government operates on aggregate demand, sectoral surpluses, and increments of government liabilities in portfolios, the lender of last resort Works on the value of the inherited structure of assets and the refinancing available for various portfolios. (MINSKY, 2008, p. 43)

De acordo com Vasconcelos (2014), ao examinar o comportamento do governo dos Estados Unidos ao longo do século XX, Minsky divide o período em três momentos diferentes: primeiro, temos a época do *small government*, que acabou em 1933 e na qual o papel econômico do governo era pequeno; em seguida, durante o período entre o pós-Guerra e os anos de 1960, surge o Big Government; e, por fim, a época a partir dos anos 1970, caracterizada pela volta da ortodoxia e da crença na eficiência do livre mercado, o que dava ao Big Government um papel secundário.

A análise parte da suposição que o governo tem como função estabilizar o lucro dos capitalistas, de forma a impedir que ocorra uma recessão econômica. Segundo Vasconcelos

(2014), para garantir o nível de investimento da economia, Minsky sugere que o governo tenha uma participação que varie entre 20% e 50% do PIB. A flutuação se deve ao fato que a estrutura tributária precisa permitir que o governo tenha superávits nos períodos em que a economia está estável, o que permite arcar com os déficits nos momentos de crise. O primeiro e o terceiro momentos citados no parágrafo anterior exemplificam o fracasso do governo dos Estados Unidos em agir dessa maneira: em 1929, esse não tinha o tamanho necessário para implementar uma política anticíclica para combater a depressão; a partir dos anos 1970, estava em vigor uma linha teórica ortodoxa que não soube interpretar de maneira correta as causas dos problemas econômicos. Além disso, no último período a estrutura de gastos do governo não era adequada à função de estabilizador. Portanto, a falha do Estado não residia no seu tamanho, mas sim nas ações que ele implementava.

Minsky (2016) ressalta que, apesar de o governo dos Estados Unidos não funcionar de maneira tão eficaz a partir dos anos 1970 quanto no período anterior, a sua estrutura e suas políticas ainda foram suficientes para impedir o colapso dos lucros dos empresários e uma possível nova depressão. Ao contrário do que ocorreu em 1929, no último período da análise o governo foi capaz de garantir o pagamento das dívidas do setor privado, reflexo do aumento da participação daquele na economia, que passou de 2,5% do PNB em 1929 para 21,4% em 1979. Segundo o autor,

(...) the combined effects of big government as a demander of goods and services, as a generator - through its deficits - of business profits and as a provider to financial markets of high-grade default-free liabilities when there is a reversion from private debt means that big government is a three way stabilizer in our economy and that the very process of stabilizing the economy sets the stage for a subsequent bout of accelerating inflation. (MINSKY, 2016, p. 56)

Como mencionado anteriormente, foi a ação conjunta do Big Government e do Fed que evitou a ocorrência de outra Grande Depressão no século XX. O último teria duas funções principais: controlar a inflação e atuar como credor de última instância, a qual passou a ser mais frequente a partir dos anos 1960, quando a estrutura de regulamentação financeira criada após a crise de 1929 começou a se deteriorar.

Novamente, existe uma grande diferença entre as ações do começo do século e as do fim: ao contrário do que ocorreu durante a Grande Depressão, o Fed mostrou-se mais ativo em



relação aos momentos de perturbação no mercado financeiro a partir dos anos 1960. Minsky ressalta que

(...) as a result, asset values did not fall as far as they would have under free Market conditions, and the reserve position of banks improved in the aftermath of each refinancing “crisis.” The maintenance of asset values and the infusion of liquidity by such lender-of-last-resort interventions is one set of factors that has brought about the speedy halt to the downturn and the prompt recovery that has characterized cycles after 1966. (MINSKY, 2016, p. XXVII)

As mudanças na regulamentação financeira dos Estados Unidos fizeram crescer o número de agentes Ponzi, conseqüentemente aumentando a fragilidade do sistema, o que também impacta a frequência das ações do banco central para ajudar as instituições em crise. Portanto, as ações do Fed tinham como objetivo manter a confiança dos agentes do mercado e garantir que eventos prejudiciais à economia não ocorram, o que é feito por meio da troca de ativos que não têm a confiança do mercado financeiro por ativos do Fed. Minsky (2016) ressalta que, apesar de essas medidas impedirem a ocorrência de grandes crises financeiras, elas tornam o processo de recuperação inflacionário.

### 2.3 RECUPERAÇÃO DE CRISES FINANCEIRAS

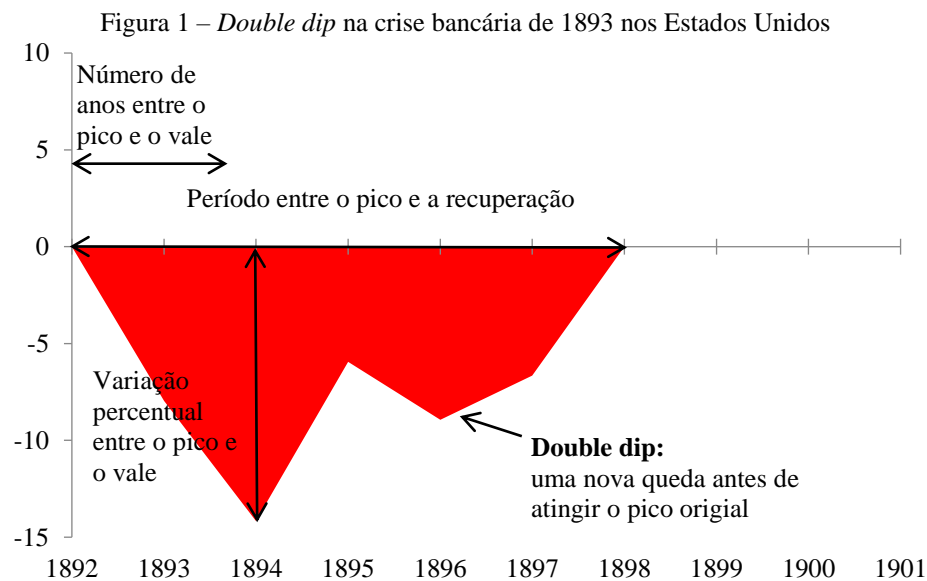
Além das teorias formuladas sobre os motivos das crises financeiras e as medidas que devem ser tomadas quando essas ocorrem, é necessário avaliar também como se dá o processo de recuperação das economias.

Logo depois da eclosão da crise de 2007-09, Reinhart e Rogoff (2008) lançaram um extenso estudo sobre as causas e as conseqüências de diversas crises que ocorreram nos últimos 800 anos. Foram avaliados 66 países em diferentes aspectos, desde episódios de pânico bancário até calotes dos governos, e buscou-se estabelecer comparações e identificar regularidades entre os eventos. Entre as semelhanças apontadas pelos autores estão a duração e a frequência das crises, as quais foram episódios comuns nos últimos 200 anos.

Seis anos depois da crise, Reinhart e Rogoff (2014) afirmam que apenas os Estados Unidos e a Alemanha apresentavam taxas de crescimento maiores do que as do período anterior à crise. A partir de um estudo de 100 episódios de crise que ocorreram depois da Segunda Guerra Mundial, os autores mostram que os Estados Unidos levam, em média, 6,7 anos para

voltar ao patamar pré-crise de PIB *per capita*, sendo que esse apresenta uma variação negativa de 9% entre seu valor máximo e mínimo. No caso da crise do *subprime*, esta variação foi de aproximadamente 5% e o país levou cerca de seis anos para voltar ao nível de crescimento anterior.

De acordo com a metodologia proposta pelos autores, as crises ocorridas depois da Segunda Guerra Mundial têm como característica marcante a ocorrência de uma queda dupla (*double dip*) na variação do PIB *per capita* nos anos que seguem o começo da crise. Em outros trabalhos, essa segunda queda no PIB *per capita* é tratada como um novo ciclo, enquanto Reinhart e Rogoff consideram-na parte do mesmo ciclo que ocasionou a primeira queda. Para os autores, a simples retomada do crescimento do produto não significa que o país saiu da crise: é preciso que o PIB *per capita* atinja o mesmo nível do período anterior à crise. Os autores usam como exemplo a crise bancária de 1893 nos Estados Unidos, cuja análise permite visualizar claramente a ocorrência do *double dip* na renda *per capita* do país, representada na figura 1. Para cada ano, foi feita a comparação entre o nível do PIB *per capita* com o nível em 1892, antes de a crise ocorrer.



Fonte: Reinhart e Rogoff, 2014.

Ao longo do artigo, os autores citam que a metodologia proposta diverge daquelas que analisam a recuperação de acordo com a evolução do PIB. Porém, o método baseado no *double dip* está de acordo com o que é proposto pelo National Bureau of Economic Research (NBER) em relação à intercalação de recessões e expansões econômicas: “In both recessions and

expansions, brief reversals in economic activity may occur-a recession may include a short period of expansion followed by further decline; an expansion may include a short period of contraction followed by further growth” (NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, 2017).

Em um artigo de 2009, a revista *The Economist* também aborda três formas pelas quais as economias podem se recuperar de uma crise, todas relacionadas a letras do alfabeto. O *double dip* está associado à letra W, cuja forma pode ser vista na Figura 1 acima. Os outros dois cenários são exemplificados pelas letras U e V: a primeira representa uma recuperação mais suave, enquanto a segunda caracteriza um movimento mais brusco e vigoroso da economia na retomada do crescimento.

Uma das principais influências nas recuperações das crises financeiras é a atuação do governo, a qual será abordada no próximo capítulo no que tange à Grande Depressão e à crise global.

### 3 A POLÍTICA ECONÔMICA NA CRISE DE 2007-09

Krugman (2009) caracteriza a crise de 2007-09 como uma combinação de eventos anteriores a ela:

(...) a bursting real estate bubble comparable to what happened in Japan at the end of the 1980s; a wave of bank runs comparable to those of the early 1930s (albeit mainly involving the shadow banking system rather than conventional banks); a liquidity trap in the United States, again reminiscent of Japan; and, most recently, a disruption of international capital flows and a wave of currency crises all too reminiscent of what happened to Asia in the late 1990s. (KRUGMAN, 2009, p. 165-166).

Portanto, ao falar dessa, torna-se impossível não a comparar com eventos anteriores, dada a sua magnitude e o seu impacto na economia global. A comparação mais comum é com a Grande Depressão, evento descrito por Bernanke (2000) como o Santo Graal da macroeconomia, já que, quase 80 anos depois, essa continua a ser influenciada pela crise de 1929. Portanto, antes de abordar a crise de 2007-09 e as políticas econômicas postas em prática como resposta a ela, será feito um breve resumo da Grande Depressão na próxima seção.

#### 3.1 A GRANDE DEPRESSÃO

As consequências da Crise de 1929 para a economia dos Estados Unidos incluem a falência de 25% dos bancos, queda de 50% do PIB real do país e uma taxa de desemprego de 25% (KNOOP, 2010). Para Galbraith (1990), nenhum outro ano se compara a 1929 na história da economia e das finanças, e nesse estavam presentes os elementos de euforia que caracterizam os momentos que antecedem as crises. Segundo o autor, os primeiros sinais de euforia se manifestaram no sistema imobiliário da Flórida em 1926, ou seja, três anos antes da crise. Porém, em 1928, a especulação partiu para a bolsa de Nova York: o aumento dos preços dos ativos negociados nela, apesar de já estar presente nos anos anteriores, tornou-se mais drástico a partir de 1928.

O otimismo presente na economia dos Estados Unidos na época fez com que até economistas renomados dissessem que não havia uma supervalorização das ações, e que essas haviam alcançado um nível permanente de preços altos. Essa seria uma característica clara da euforia que antecedeu a crise, pois “prices were going up because private investors or

institutions and their advisers were persuaded that they were going up more, and this persuasion then produced the increase” (GALBRAITH, 1990, p. 76).

Esta situação mudou em outubro de 1929, quando teve início a queda dos preços das ações. Nas semanas seguintes à quebra da Bolsa de Nova York, “demand for a wide range of consumers' goods weakened, business confidence was shaken, and, as a direct manifestation, business investment fell and business failures rose” (GALBRAITH, 1990, p. 88-89).

Economistas de diferentes linhas teóricas atribuíram causas variadas à Grande Depressão. Os keynesianos argumentam que ocorreu uma queda no consumo e no investimento, consequência de uma mudança nas expectativas, o que impactou tanto o produto quanto a demanda agregada. Os monetaristas afirmam que as ações do Federal Reserve foram responsáveis pela Crise de 1929: a política contracionista que esse colocou em prática dificultou o acesso dos bancos à liquidez necessária para fazer jus aos saques feitos pela população (KNOOP, 2010). Teorias desenvolvidas na década de 1980 sugerem que o padrão-ouro<sup>2</sup> teve um papel importante no desenrolar da crise, tanto no que tange seu aprofundamento quanto em relação à recuperação dos países (BERNANKE, 2000). O sistema vigorou na economia mundial desde 1870 até a Primeira Guerra Mundial, e alguns países voltaram a adotá-lo quando o conflito terminou. Tanto os Estados Unidos quanto a França começaram a receber grandes fluxos do metal, o que causou um desequilíbrio na economia mundial e forçou os outros países a venderem seus ativos para conservar seus estoques de ouro (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

Uma das medidas colocadas em prática pela França e Estados Unidos foi a redução da oferta de moeda na economia para impedir o avanço da inflação. A consequência foi o surgimento da deflação na economia mundial antes da Grande Depressão (KNOOP, 2010). As políticas colocadas em prática pelo Fed depois da crise apenas agravaram essa: a instituição estava interessada em manter o padrão-ouro e controlar a inflação, e, portanto, não forneceu a liquidez necessária para diminuir o ritmo das falências no sistema bancário. Os países que abandonaram o padrão-ouro foram os primeiros a mostrar sinais de recuperação da crise, a exceção sendo a economia alemã, que se recuperou mesmo sem abandonar o sistema. A economia dos Estados Unidos só passou a mostrar claros sinais de recuperação a partir de 1940,

---

<sup>2</sup> Krugman e Obstfeld (2005) definem o padrão-ouro como um sistema no qual deveria haver uma paridade entre a moeda em circulação em um país e a quantidade de ouro da qual esse dispunha. Existiam duas implicações do uso do padrão ouro: a quantidade que o país possuía do metal acabava impondo um limite para a oferta de moeda, e essa flutuava de acordo com a balança comercial do país (KNOOP, 2010).

quando aumentaram os seus gastos com o exército devido à Segunda Guerra Mundial (KNOOP, 2010).

Como abordado no capítulo anterior, os anos que seguiram a Grande Depressão e a Segunda Guerra Mundial viram crescer a regulamentação do sistema financeiro. Além disso, os agentes econômicos se comportavam de maneira mais cautelosa (ou de acordo com o conceito de unidade *hedge* proposta por Minsky), o que ajudou a evitar novas turbulências na economia global. Porém, o longo período de estabilidade econômica fez com que surgissem inovações no mercado financeiro, as quais o deixavam mais instável, ao mesmo tempo em que diminuía a regulamentação das instituições financeiras. Além disso, a partir dos anos 1960, os Estados Unidos viram aumentar a frequência de crises financeiras na sua economia, o que também ocorreu em outros países. De acordo com Wolf (2015), podemos elencar seis crises financeiras significantes para a economia global: “the Latin America debt crisis of the early 1980s; the Japanese crisis of the 1990s; the Tequila crisis of 1994 (...); the East Asian crisis of 1997-99; the global financial crisis of 2007-09; and the Eurozone financial crisis of 2010-13” (WOLF, 2015, p. 318). A última é normalmente vista como uma das consequências da crise de 2007-09, e será abordada junto com essa na próxima seção.

### 3.2 A CRISE DE 2007-09: ANTECEDENTES E CONSEQUÊNCIAS

Wolf (2015) ressalta que o impacto econômico e financeiro das crises financeiras citadas no parágrafo anterior cresceu com o passar do tempo, bem como o número de países afetados. Reinhart e Rogoff (2009) partem da mesma percepção e destacam que, independente da medida utilizada para comparar a crise de 2007-09 com as demais crises ocorridas nas décadas anteriores, a primeira aparece como o evento econômico mais sério desde a Grande Depressão. Da mesma maneira que essa, a crise do *subprime* começou nos Estados Unidos, ou mais especificamente, em seu mercado imobiliário, o qual historicamente apresentava sinais de boa regulamentação e proteção contra potenciais compradores que não apresentassem garantias de que eram capazes de pagar os imóveis que compravam. A partir dos anos 2000, o número de pessoas que adquiriam casas pela primeira vez aumentou devido à estrutura do mercado financeiro dos Estados Unidos, a qual permitiu que investidores comprassem ativos relacionados ao setor imobiliário (FEDERAL RESERVE HISTORY, 2013). Segundo Krugman,

(...) subprime loans were not, for the most part, made by banks that held on to the loans; they were made by loan originators, who quickly sold the loans to financial institutions, which, in turn, sliced and diced pools of mortgages into collateralized debt obligations (CDOs) sold to investors (KRUGMAN, 2009, p. 167).

O uso dos CDOs (“collateralized debt obligations”) foi a maneira encontrada de criar ativos compostos por hipotecas *subprime*, e não apenas por aquelas de qualidade mais alta (ou seja, hipotecas feitas por devedores cuja capacidade de pagamento era alta e que raramente deixavam de pagar as suas dívidas). Os investidores obtinham quotas de um conjunto de hipotecas e recebiam retornos conforme essas eram pagas, sendo que era possível comprar quotas de maior qualidade, cujos retornos eram recebidos antes das outras e supostamente eram mais seguras. Essa inovação no mercado financeiro acabou alimentando um sistema Ponzi, o qual era mantido pelo aumento dos preços dos imóveis, o que ocorreu devido ao crescimento da demanda por casas (KRUGMAN, 2009). Wray (2012) argumenta que o uso dos CDOs era uma característica de um sistema financeiro cada vez mais instável, o que deveria ter servido como um sinal da ocorrência de uma possível crise. Segundo o autor, “(...) while the [great financial crisis] was not inevitable, the financial structure made a crisis highly probable” (WRAY, 2012, p. 3).

É importante ressaltar que os CDOs eram o resultado das medidas praticadas no mercado financeiro, as quais visavam disponibilizar novos ativos para os investidores com a promessa de retornos maiores, mas sem mencionar que o risco dos investimentos também aumentava. Tais práticas tinham como objetivo contornar as regulamentações impostas ao mercado financeiro para que os bancos conseguissem alcançar lucros cada vez maiores, o que aumentou a instabilidade do sistema porque era necessário que o grau de alavancagem das instituições também crescesse. Portanto, houve um aumento da especulação e do risco moral do mercado, fazendo com que ocorresse

(...) a shift to maximization of share prices as one of the main goals of management - which supposedly aligned the interests of shareholders and top managers who received stock options in compensation. That, in turn, encouraged short-term focus on performance in equity markets, which - as we discovered in 1929 - is accomplished through market manipulation. (WRAY, 2012, p. 7)

O otimismo em relação ao mercado imobiliário fez com que os investidores acreditassem que os preços continuariam a subir, da mesma maneira como ocorreu na Grande Depressão. Aqueles que compravam os ativos disponíveis no mercado financeiro foram beneficiados de duas maneiras: primeiro, pelo aumento dos preços dos imóveis; segundo, pelo fato que os donos de casas que não eram capazes de pagar suas hipotecas podiam ou vender as suas casas com lucro e pagar o que deviam aos bancos ou pedir um novo empréstimo para pagar o anterior (FEDERAL RESERVE HISTORY, 2013).

A euforia no mercado imobiliário fez com que, em 2006, o preço dos imóveis estivesse supervalorizado em cerca de 50%. Porém, no mesmo período os preços começaram a cair e, em 2007, esses eram 3% menores do que no ano anterior (KRUGMAN, 2009). Em julho do mesmo ano, o aumento da taxa de juros levou ao aumento de atrasos no pagamento das hipotecas, colocando em risco o mercado criado em torno delas porque a maioria dos contratos envolviam taxas de juros iniciais baixas, mas que subiam significativamente ao longo do tempo (KNOOP, 2010).

Mishkin (2011) divide a crise de 2007-09 em duas fases: na primeira, que vai de agosto de 2007 a agosto de 2008, o setor dos Estados Unidos de hipotecas residenciais classificadas como *subprime* apresentou perdas financeiras. Porém, como o setor não apresentava uma participação expressiva no PIB do país, esse continuou sua trajetória de crescimento. Mesmo assim, as consequências disso já se manifestavam, e em 9 de agosto o banco francês BNP Paribas anunciou que não tinha recursos suficientes para retornar os investimentos feitos em três dos seus fundos. Em resposta, o Banco Central Europeu injetou pouco mais de € 94 bilhões no mercado (WOLF, 2015).

A segunda fase definida por Mishkin começa em setembro de 2008, e as consequências dessa foram mais drásticas do que as do período anterior. Grandes instituições financeiras dos Estados Unidos faliram, sendo a mais lembrada o banco de investimentos Lehman Brothers, cuja falência teria sido a maneira do Fed demonstrar que todas as instituições em situação de iliquidez seriam salvas. Porém, por receio das consequências sistêmicas da quebra de mais de uma instituição financeira, foram tomadas medidas para socorrer outras empresas, como a seguradora AIG, sob a alegação de que essas se encontravam em uma situação mais favorável que o Lehman Brothers (BORDO, 2008). Essas ações não foram suficientes para a retomada da confiança do mercado, e logo em seguida os indicadores econômicos começaram a refletir os sinais da crise tanto nos Estados Unidos quanto no mundo como um todo: no terceiro trimestre



de 2008, o PIB do primeiro já tinha caído 1,3% no ano, enquanto que o produto mundial apresentou queda de 6,4% (MISHKIN, 2011).

A partir de 2009, o centro geográfico da crise deixou de ser os Estados Unidos e passou a ser a Europa. Surgiram sinais claros de problemas fiscais em diversos países da Zona do Euro, incapazes de pagar suas dívidas cada vez maiores, e teve início a crise da dívida europeia. Petrakis, Kostis e Valsamis (2013) e Wolf (2015) atribuem a gravidade da crise na Europa à falta de alinhamento entre as políticas fiscais dos países da Zona do Euro e à inexistência de unificação política entre esses. Mesmo quando se considera apenas o período anterior à crise, acreditar que os déficits de países como a Grécia eram equivalentes aos da Alemanha era apenas mais um sinal da cegueira causada pelo entusiasmo existente no sistema financeiro internacional, a qual ficou mais clara com a crise de 2007-09.

O primeiro sinal de que havia uma crise na Europa foi dado no anúncio do governo grego sobre o déficit orçamentário do país para o ano de 2009, o qual seria maior do que o previsto anteriormente. Tal anúncio teve impacto imediato nas expectativas dos credores do país, os quais diminuíram sua confiança na capacidade de pagamento da Grécia e passaram a exigir retornos maiores no financiamento da dívida do país (Petrakis, Kostis e Valsamis, 2013). Wolf (2015) compara a Grécia ao banco Lehman Brothers: enquanto a falência desse representa a fragilidade do sistema financeiro dos Estados Unidos, o anúncio do governo da Grécia trouxe à tona as fraquezas da Zona do Euro e de suas instituições econômicas. O caso grego era agravado não apenas pelo aumento dos gastos do governo em resposta aos efeitos da crise de 2007-09 na economia, mas também pela queda na arrecadação.

Seguindo a Grécia, outros países do bloco passaram a mostrar sinais de fragilidade nas contas dos seus governos. Os primeiros foram Irlanda e Portugal. Enquanto a economia da primeira tinha sido afetada pelo colapso do setor imobiliário (assim como os Estados Unidos, a Irlanda também passou por uma bolha nesse setor), o qual aumentou o déficit público do país, a economia portuguesa encontrava-se estagnada mesmo antes da crise de 2007-09, consequência da sua baixa competitividade (WOLF, 2015).

Por fim, os últimos países gravemente afetados foram Espanha e Itália, cujas economias, mesmo quando consideradas sozinhas, têm uma participação maior na economia da Zona do Euro do que os três países citados nos parágrafos anteriores. Segundo Wolf (2015), a consequência disso era que a elaboração de programas de resgate financeiro tornava-se mais difícil, já que seria necessária uma quantia maior para salvar as economias espanhola e italiana,

o que era agravado pela relutância dos governos desses países em perderem sua independência econômica.

Itália e Grécia passaram por mudanças políticas e elegeram novos primeiros-ministros na esperança de que eles seriam mais eficazes na retomada do crescimento econômico. Porém, dentro da Zona do Euro, são as decisões e opiniões da Alemanha que ditam o caminho a ser seguido na política econômica, e aquelas determinavam que a solução para a crise era a austeridade fiscal, já que o aumento dos déficits públicos estaria na origem da turbulência pela qual o bloco passava (WOLF, 2015). As decisões econômicas tomadas pelos países, tanto em consequência da crise de 2007-09 quanto da crise da Zona do Euro, serão detalhadas na próxima seção.

### 3.3 AS POLÍTICAS ECONÔMICAS IMPLEMENTADAS

Comparando a Grande Depressão e a crise de 2007-09, observa-se que os impactos econômicos da primeira foram maiores do que os da segunda. Porém, segundo Wolf (2015), as consequências para o mercado financeiro foram maiores na última do que na primeira, já que

(...) the earlier crisis brought down banks on the periphery of the world economy (...) more than those at the core. The more recent crisis, however, tore apart the heart of the financial system: the networks connecting the big financial institutions that dominate activity in the world's two most important financial centers, New York and London. (WOLF, 2015, p. 23)

Como consequências mais imediatas da crise de 2007-09 estavam ligadas à situação do setor financeiro, as primeiras decisões dos governos estavam relacionadas à sobrevivência das instituições e à garantia da liquidez do setor financeiro. Os bancos centrais emprestaram dinheiro aos bancos a taxas inferiores às normalmente praticadas e adotaram políticas não convencionais, como o afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*). O foco dos bancos centrais estava em impedir que houvesse outro Lehman Brothers e em garantir a sobrevivência das instituições financeiras sistematicamente importantes. Os objetivos de tais políticas eram financiar os bancos e aumentar a oferta de moeda e de crédito, mas elas também afetaram a opinião da população em geral sobre a maneira de agir da elite econômica e financeira: os bancos receberam ajuda dos governos para que pudessem sobreviver, mas não estenderam essa

generosidade aos seus clientes e inclusive aumentaram o número de propriedades tomadas devido ao não pagamento das hipotecas (WOLF, 2015).

Wray (2012) argumenta que o socorro aos bancos é outra diferença entre a Grande Depressão e a crise de 2007-09: a primeira deixou como legado um sistema financeiro mais robusto e regulado, enquanto as políticas implementadas após a crise de 2007-09 favoreceram apenas as instituições financeiras ao invés de fortalecerem a economia. Segundo o autor, esperava-se que as medidas colocadas em prática pelo Fed exigissem mudanças nas ações e na direção das instituições insolventes, mas o que se viu foi a compra dos ativos de baixa classificação em posse das empresas. Ao fazer isso, o Fed transformou em solventes as instituições que antes estavam à beira da falência.

Da mesma maneira que as instituições financeiras tentavam contornar as regulamentações vigentes para obter maiores lucros, as ações do Fed se baseavam em brechas na legislação dos Estados Unidos. Foi feito uso de seções especiais do Federal Reserve Act, instrumento que regulariza as ações do Fed, o que permitiu que instituições financeiras que normalmente não receberiam ajuda do governo fossem beneficiadas pelas medidas de socorro ao sistema financeiro dos Estados Unidos. Tais ações apenas fortaleceram a ideia de que o Fed sempre protegerá as instituições financeiras da falência, portanto não existem motivos para não adotar um comportamento de risco – ou seja, as ações da unidade Ponzi são encorajadas, e não repreendidas (Wray, 2012).

Diversas medidas foram colocadas em prática para incentivar a economia como um todo, visto que emprego, consumo e investimento foram fortemente afetados pela crise de 2007-09. Em setembro de 2009, líderes do G20 concordaram que era necessário continuar com políticas fortes de estímulo à economia. Segundo eles,

(...) the process of recovery and repair remains incomplete. In many countries, unemployment remains unacceptably high. (...) We cannot rest until the global economy is restored to full health, and hard-working families the world over can find decent jobs. We pledge today to sustain our strong policy response until a durable recovery is secured. We will act to ensure that when growth returns, jobs do too. We will avoid any premature withdrawal of stimulus. (G20 INFORMATION CENTER, 2009)

Wolf (2015) destaca as medidas tomadas pelas economias emergentes e o impacto que elas tiveram no curto prazo, ressaltando que tais políticas foram resultado de mudanças

ocorridas nos anos anteriores à crise, como o acúmulo de reservas estrangeiras e a diversificação dos parceiros no comércio internacional. Alguns países, principalmente os exportadores de *commodities*, passaram a depender mais da economia chinesa nos anos pós-crise. Porém, a estratégia mais adotada pelos países emergentes no seu processo de recuperação foi a substituição da demanda externa, afetada pela crise de 2007-09, pela interna.

Com as taxas de juros próximas a zero, a política fiscal teve um papel importante na recuperação da crise, tanto nos países emergentes quanto nos avançados. Houve um grande aumento do déficit público ao redor do mundo, causado não só pelo crescimento dos gastos do governo, mas também pela queda na arrecadação. Segundo Reinhart e Rogoff, “declining revenues and higher expenditures, owing to a combination of bailouts costs and higher transfer payments and debt service costs, led to a rapid and marked worsening in the fiscal balance” (REINHART; ROGOFF, 2009, p. 231). Porém, os autores destacam também que tal comportamento das contas públicas está de acordo com o verificado em outras crises, já que a intervenção do governo surge como uma maneira de contrabalancear a diminuição do investimento privado na economia. Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2016) destacam também que, em alguns países, os gastos dos governos estavam associados às medidas implementadas para socorrer diversas empresas, tanto públicas quanto privadas. Segundo os autores,

(...) na Irlanda e na Islândia, por exemplo, a necessidade de recuperar um sistema bancário superdimensionado provocou inesperado crescimento da dívida pública em relação ao PIB, de 25 e 43 pontos percentuais, respectivamente. Em Portugal, (...) empresas do governo incorreram em perdas que, conforme as regras do Eurostat, tiveram que ser computadas nos números gerais do governo, cujo déficit e dívidas, em decorrência, aumentaram. (BLANCHARD, DELL’ARICCIA E MAURO, 2016, p. XIX)

Analisando o contexto acima, fica claro que, nos primeiros momentos de resposta à crise, as medidas implementadas iam de encontro àquelas propostas por Minsky (2008 e 2016) ao avaliar o papel do Big Government e do credor de última instância. Porém, já em 2010 houve uma mudança no consenso do que seria melhor para a economia global, e as políticas de estímulo à economia deram lugar à austeridade. Em junho de 2010, os líderes do G20 se reuniram novamente e, ao contrário do que ocorreu no ano anterior, decretaram que estava na hora de trocar as políticas anticíclicas por medidas que garantissem a credibilidade dos seus países. Segundo eles,

(...) recent events highlight the importance of sustainable public finances and the need for our countries to put in place credible, properly phased and growth-friendly plans to deliver fiscal sustainability, differentiated for and tailored to national circumstances. Those countries with serious fiscal challenges need to accelerate the pace of consolidation (...) advanced economies have committed to fiscal plans that will at least halve deficits by 2013 and stabilize or reduce government debt-to-GDP ratios by 2016 (G20 INFORMATION CENTER, 2010)

Estas medidas, além de interromperem o processo de recuperação da crise e tornarem-no mais lento, se refletiram na maneira em que foram elaborados os programas de resgate das economias europeias depois da crise da Zona do Euro. A Alemanha, principal credor do bloco, determinou que a austeridade era a melhor maneira de retomar o crescimento e diminuir o risco moral associado ao aumento do déficit público. Portanto, os programas de resgate tinham como contrapartida a diminuição da dívida pública em relação ao PIB, o que implicava na menor intervenção dos governos na economia.

## 4 A RECUPERAÇÃO DA CRISE DE 2007-09

Tão importante quanto o estudo de teorias que expliquem a crise de 2007-09 e das políticas econômicas implementadas pelos governos para reduzir os efeitos dessa nas suas economias é a avaliação da recuperação dos países. Neste capítulo, serão apresentados os resultados para as economias emergentes e avançadas e, para alguns dos indicadores, serão apresentados os dados para três grupos de países: um grupo selecionado do G7 (Alemanha, Canadá, França e Estados Unidos)<sup>3</sup>, os PIGS (Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha) e, por fim, os BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China).

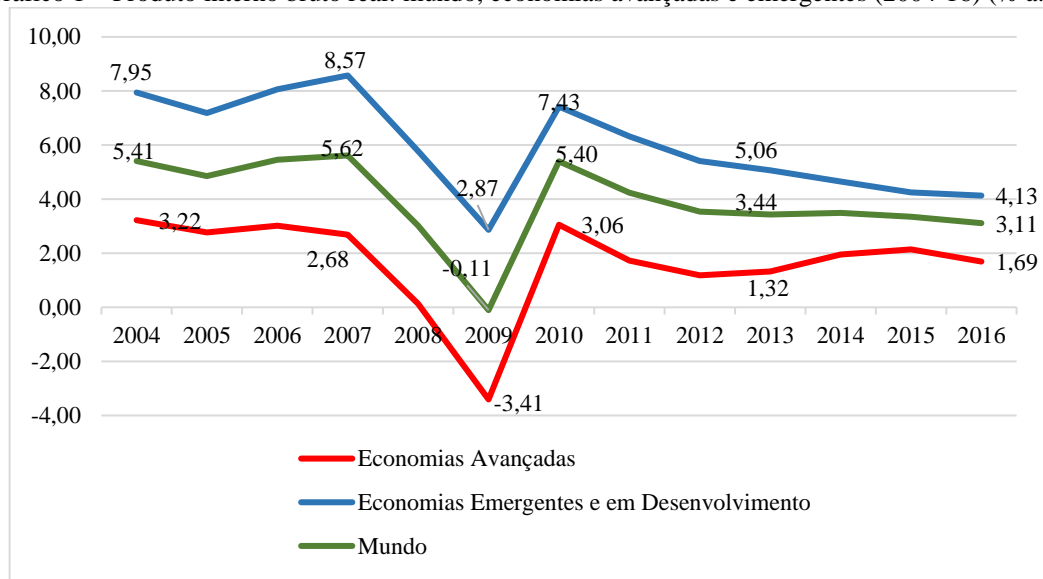
### 4.1 AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO DOS PAÍSES

A economia global mostrava um quadro de boas taxas de crescimento no período que antecedeu a crise: os países emergentes, puxados pela China, apresentavam taxas próximas a 8% ao ano, enquanto os avançados cresciam cerca de 3%, como mostra o gráfico 1. Porém, a economia global sofreu uma forte contração em 2009 e caiu 0,1% em resposta à crise, sendo as economias avançadas as mais afetadas. Os países emergentes, apesar de atingidos pela crise, em média não apresentaram queda no PIB em relação ao ano anterior, e em 2010 cresceram a uma taxa próxima ao do período anterior à crise. Porém, esse quadro não se manteve e, seis anos depois, a taxa de crescimento era três pontos percentuais menor. Os países avançados também não mantiveram o nível de crescimento apresentado em 2010, e a economia global como um todo apresentou, ano a ano, taxas de crescimento menores entre 2010 e 2016.

---

<sup>3</sup> Para a elaboração dos gráficos, foram selecionados apenas quatro países do G7 para melhor visualização dos dados. As informações para os demais países podem ser encontradas no Anexo B do presente trabalho.

Gráfico 1 – Produto interno bruto real: mundo, economias avançadas e emergentes (2004-16) (% a.a.)



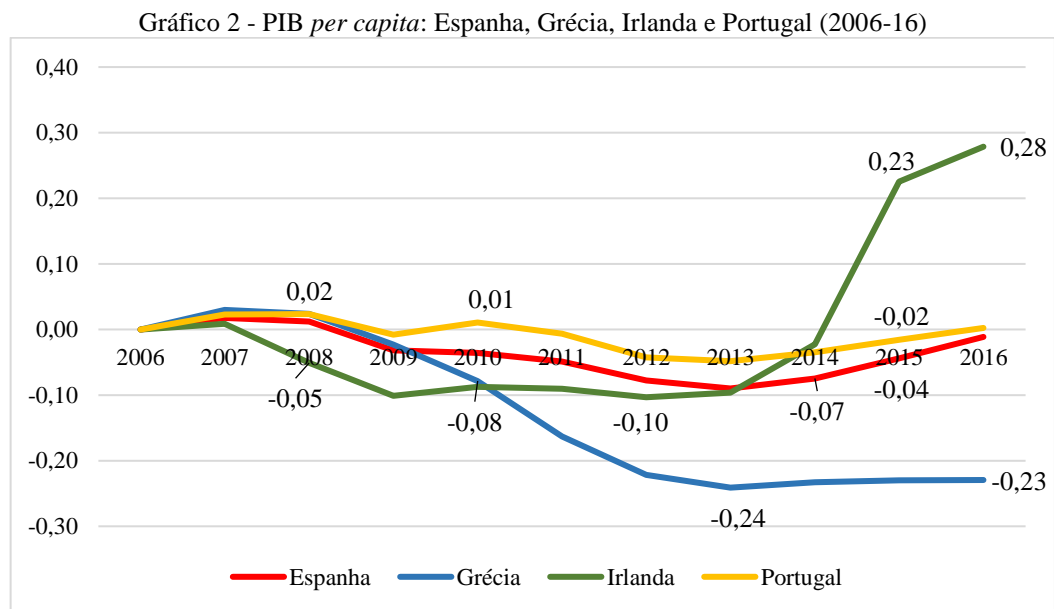
Fonte: World Economic Outlook Database (2017)

No World Economic Outlook (WEO) de abril de 2017, o FMI destaca que a partir da segunda metade de 2016 pode-se perceber uma sensível melhora nos indicadores macroeconômicos nos países avançados, mas, no caso das economias emergentes e em desenvolvimento, existem muitas disparidades. O crescimento do grupo continua puxado pelo da China, mas é impactado negativamente por diversos fatores, como a recessão brasileira e fatores geopolíticos no Oriente Médio e na Turquia (INTERNACIONAL MONETARY FUND, 2017).

Ao analisar a recuperação das economias emergentes, Wolf (2015) destaca que a queda no ritmo de crescimento dessas se deve a dois tipos de fatores: os cíclicos, já que, em alguns países, a recuperação da crise de 2007-09 se deu a níveis rápidos demais para serem mantidos no longo prazo, e os estruturais, pois as fontes de crescimento foram exauridas. O autor destaca que, apesar da mudança em alguns fatores globais (queda nos preços das commodities, diminuição do comércio internacional e dificuldade em obter financiamento), dificuldades internas também afetam o desempenho das economias emergentes, como a queda na produtividade, o envelhecimento da população e a mão de obra não qualificada.

Ao se observar alguns países com base na metodologia proposta por Reinhart e Rogoff (2014) explicada no primeiro capítulo deste trabalho e tomando 2006 como o ano base dos cálculos, vê-se que não há padrão quando analisamos a evolução do PIB *per capita* nos anos que seguiram a crise. No gráfico 2 percebe-se que Espanha e Portugal foram os países de menor volatilidade na evolução do PIB *per capita* e, em 2016, alcançaram um nível de bem-estar

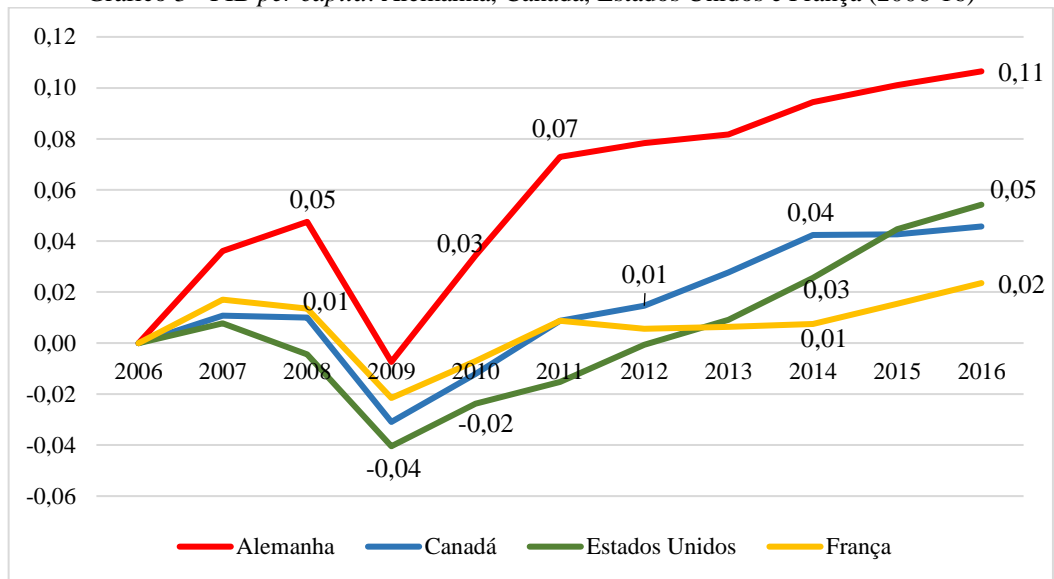
parecido com o do período antes da crise. Grécia e Irlanda, por outro lado, apresentaram variações mais expressivas, além de seguirem caminhos opostos: a renda *per capita* da primeira estabilizou apenas a partir de 2013, depois de cair 0,25% em relação a 2006, enquanto o PIB *per capita* da segunda manteve-se razoavelmente estável entre 2009 e 2013, mas aumentou significativamente nos anos seguintes. É importante destacar que essa recuperação se deveu não ao sucesso de políticas econômicas implementadas, mas sim à relocação de diversas empresas para a Irlanda devido aos baixos impostos cobrados das empresas pelo governo. A transferência dos balanços da empresa para o país impactou positivamente as importações e exportações irlandesas, bem como a capacidade de produção (THE GUARDIAN, 2016).



Fonte: World Economic Outlook Database (2017)

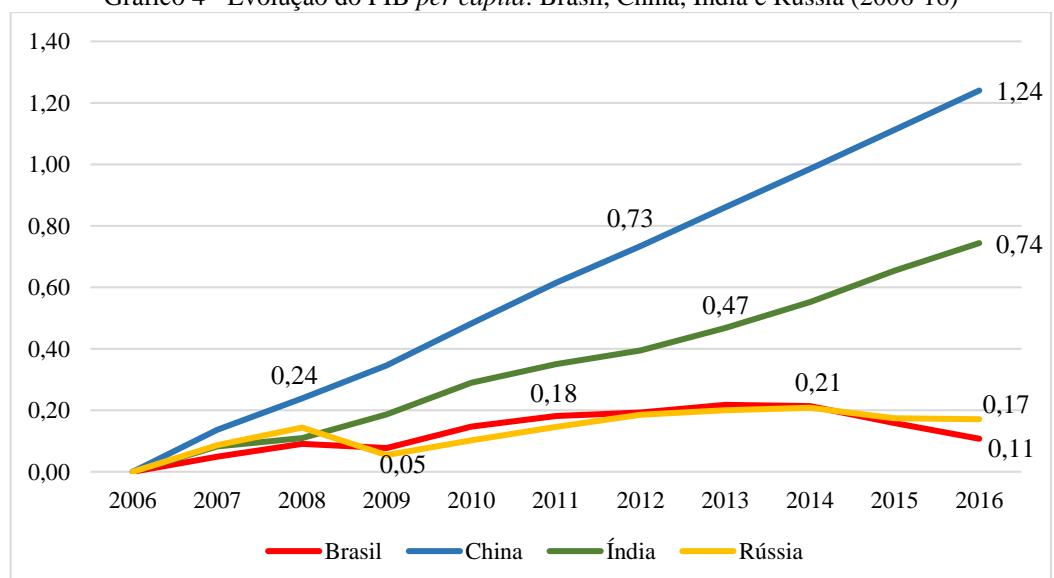
A análise de quatro países do G7 mostra que esses passaram por processos parecidos: uma queda brusca do PIB *per capita* em 2009, seguida de uma recuperação em velocidades diferentes. Destaca-se o caso da Alemanha, cuja renda *per capita* cresceu um pouco ainda em 2008 e recuperou-se rapidamente da crise, atingindo, em 2010, o mesmo nível de 2007. Entre os quatro países, a França foi o que apresentou recuperação mais lenta, mas também foi o único cujo PIB *per capita* seguiu o comportamento de *double dip* presente no estudo de Reinhart e Rogoff (2014). Estes resultados podem ser conferidos no gráfico 3 a seguir.



Gráfico 3 - PIB *per capita*: Alemanha, Canadá, Estados Unidos e França (2006-16)

Fonte: World Economic Outlook Database (2017)

Por fim, a análise dos países que compõem o BRIC, cuja evolução do indicador está representada no gráfico 4, também revela disparidades no grupo. De 2007 para 2008, as rendas *per capita*s dos quatro países cresceram, mas, a partir desse ano, apenas China e Índia mantiveram a tendência de aumento do PIB *per capita*, sendo que, no caso da última, o indicador cresceu a um ritmo mais lento entre 2010 e 2012.

Gráfico 4 - Evolução do PIB *per capita*: Brasil, China, Índia e Rússia (2006-16)

Fonte: World Economic Outlook Database (2017)

Outro aspecto importante da crise de 2007-09 é o seu impacto no comércio internacional. Como se pode ver no Gráfico 5, houve uma queda drástica no volume de trocas feitas em 2009 quando comparado com o ano anterior. Já havia uma tendência de queda na taxa de variação, mas o comportamento não era tão acentuado quanto o apresentado no biênio 2008-09. A partir de 2010, o volume de trocas continuou a crescer, mas a taxas menores do que as apresentadas nos anos anteriores à crise.

Gráfico 5 – Variação percentual do volume total de trocas no comércio internacional (2004-16)



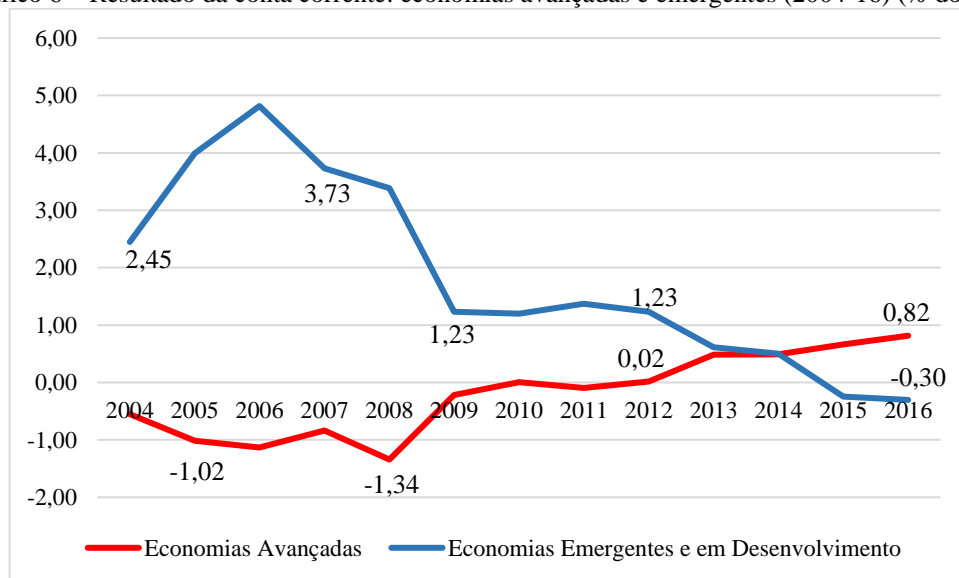
Fonte: World Economic Outlook (2017)

É importante notar que a queda no comércio internacional foi muito maior e mais acentuada que a diminuição do PIB, além de representar um colapso maior do que os registrados em crises anteriores. Além disso, a queda no comércio não se restringiu a parceiros comerciais específicos e atingiu as importações e exportações tanto dos países emergentes quanto os avançados. A Organização Internacional do Comércio (OIT) lista quatro possíveis fatores responsáveis pela queda no comércio internacional: o primeiro é a queda generalizada da demanda, já que a crise de 2007-09 atingiu todas as regiões do mundo; o segundo fator é a evolução das cadeias de produção de diversos produtos, as quais aumentam a conexão entre os países e os efeitos que cada um tem sobre os outros, fazendo com que a queda na produção de um país afete os demais; o terceiro fator é a queda no financiamento do comércio internacional, já que o sistema financeiro foi fortemente atingido pela crise; por fim, o quarto e último motivo é o aumento de medidas protecionistas (OIT, 2009). O FMI ressalta que esse último ponto ainda exerce influência na economia global, pois diversas consequências da crise de 2007-09,

principalmente nos países avançados (recuperação lenta, pouco aumento nos salários e falhas no mercado de trabalho), sustentam argumentos para ações protecionistas em relação ao comércio internacional (IMF, 2017).

A análise do resultado da conta corrente dos países mostra que houve uma troca de posições entre os países emergentes e os avançados, como se pode perceber por meio do gráfico 6. O primeiro grupo apresentava resultados positivos até 2015, mas, a partir desse ano, passou a ter déficit no total da conta corrente. Já as economias avançadas apresentavam resultados negativos até 2012, mas no ano seguinte atingiram o mesmo nível que os países emergentes, superando o resultado desses nos dois últimos anos da análise.

Gráfico 6 – Resultado da conta corrente: economias avançadas e emergentes (2004-16) (% do PIB)

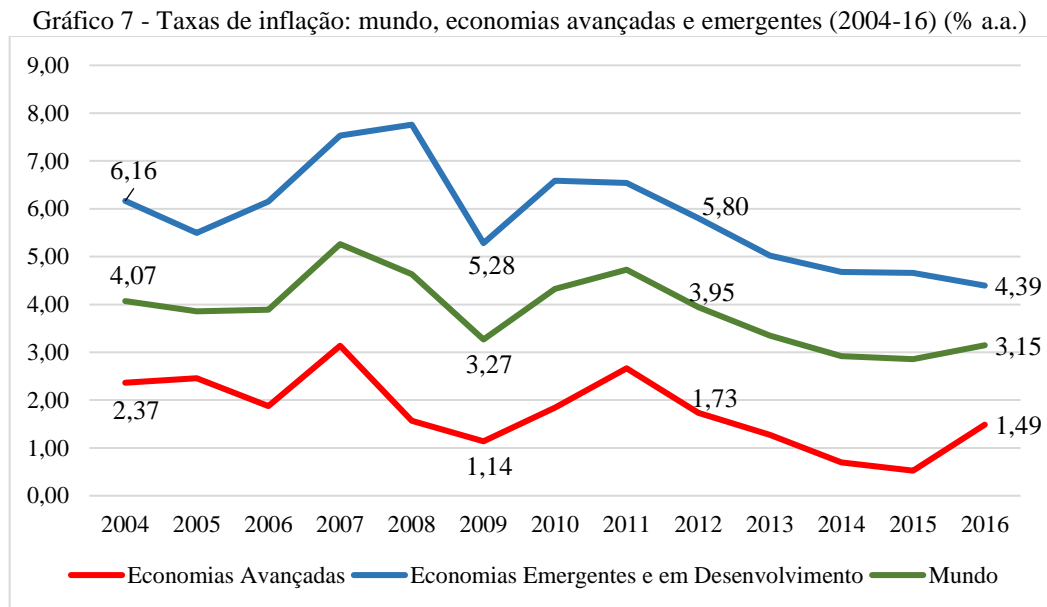


Fonte: World Economic Outlook Database (2017)

Segundo Wolf (2015), a inversão dos resultados se deve ao comportamento espelhado dos dois blocos, pois o crescimento da resiliência das economias emergentes deve-se, em parte, à perda de resiliência dos países avançados. Apesar de a prosperidade de um país ser benéfica para os outros, o autor argumenta que não é possível que todos os países tenham bom desempenho: se um grupo apresenta superávit na conta corrente, outro deve ter déficit.

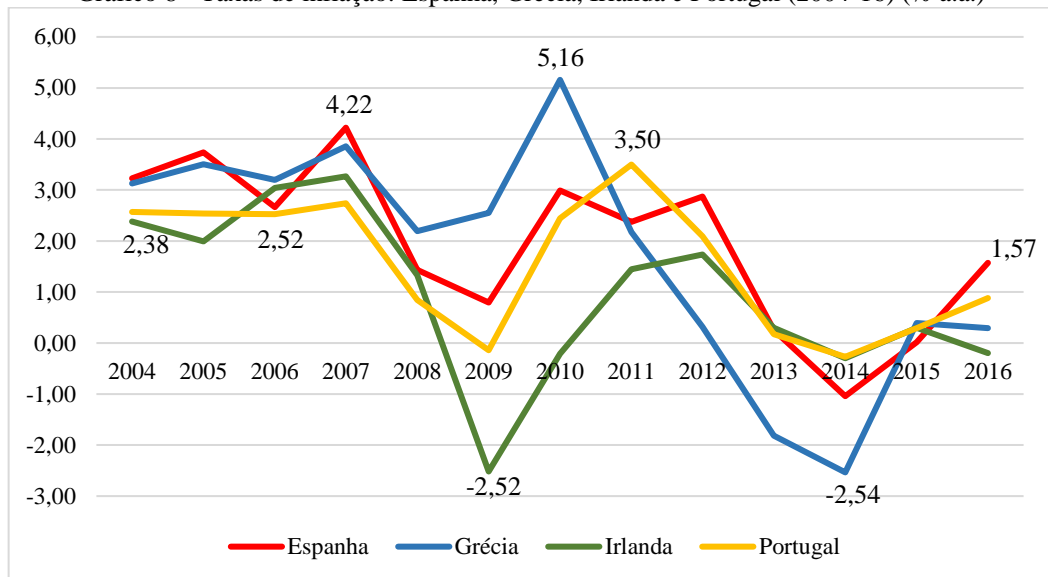
No período pós-crise, aumentou o receio de que o processo de deflação que ocorria em algumas regiões, como partes da Zona do Euro, originaria um processo de *debt deflation*, ou seja, o aumento real da dívida e seu serviço em uma economia em crise. Além das consequências relacionadas ao déficit público, o *debt deflation* prejudica a economia porque cresce o nível real da taxa de juros do país, mesmo que a nominal seja próxima de zero, o que

pode aumentar o tamanho da recessão da economia (WOLF, 2015). Como é possível ver no gráfico 7, em 2009 as taxas de inflação caíram de forma generalizada ao redor do mundo e, desde então, ainda não recuperaram os níveis anteriores à crise.



A análise dos PIGS, cujas taxas de inflação estão representadas no gráfico 8, mostra que a Grécia foi o último país a apresentar uma tendência de queda na sua taxa de inflação: em 2010, o país apresentou o valor máximo do indicador no período selecionado, mas sua taxa de inflação caiu drasticamente nos anos seguintes, atingindo valores negativos em 2013 e 2014. Todos os outros países do grupo apresentaram taxas negativas em ao menos um ano do período e não voltaram aos níveis de inflação pré-crise.

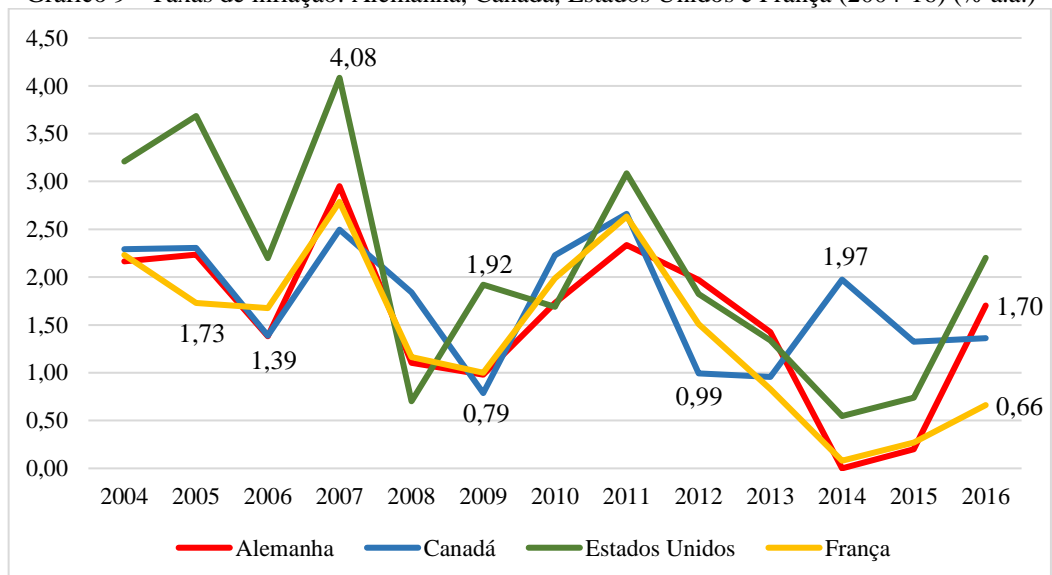
Gráfico 8 - Taxas de inflação: Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal (2004-16) (% a.a.)



Fonte: World Economic Outlook Database (2017)

Os países selecionados do G7, assim como o grupo anterior, ainda não apresentam taxas de inflação iguais às dos anos antes da crise de 2007-09. Como mostra o gráfico 9, no período analisado, existe uma tendência de queda no indicador dos quatro países, apesar de existirem picos expressivos ao longo dos anos, como em 2011. Porém, nos últimos anos da análise (2014 – 2016), as taxas de inflação de três países aumentaram, com a exceção do Canadá.

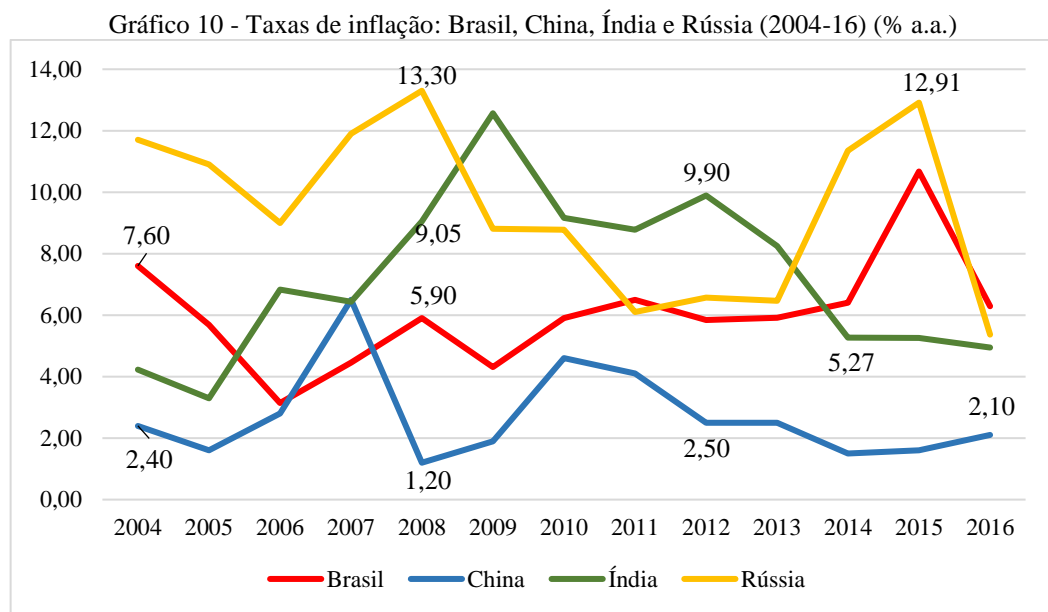
Gráfico 9 - Taxas de inflação: Alemanha, Canadá, Estados Unidos e França (2004-16) (% a.a.)



Fonte: World Economic Outlook Database (2017)

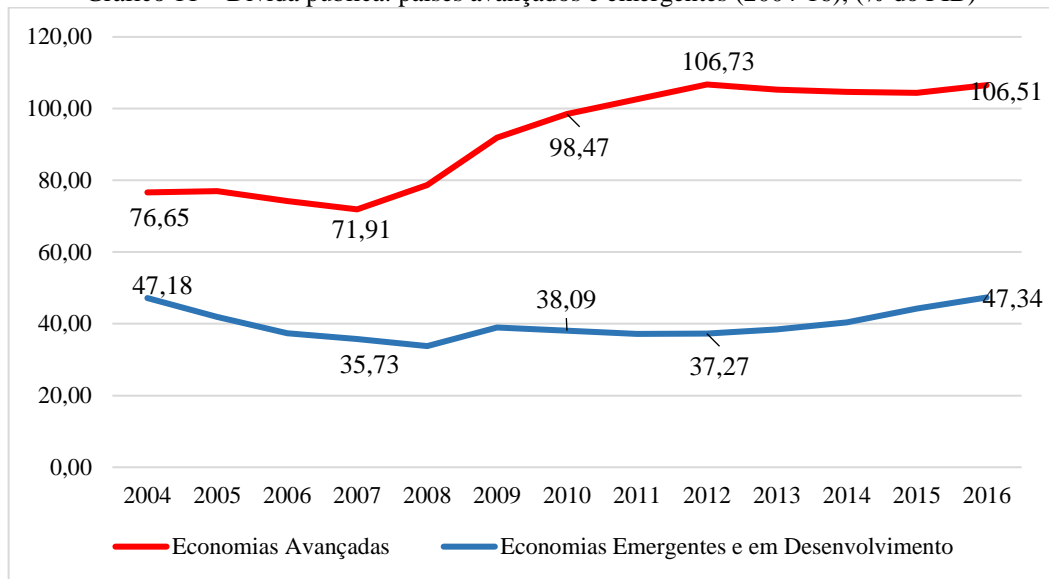
Por fim, o grupo das economias emergentes foi o único entre os selecionados que não apresentou uma tendência clara de deflação, como pode ser visto no gráfico 10. A China, país

com as menores taxas, encontra-se em um nível muito parecido com o do período pré-crise. A Índia, entre os anos de 2008 e 2013, apresentou suas maiores taxas de inflação, mas, nos anos seguintes, caiu para um patamar parecido com o dos anos que antecederam a crise. Nos dois últimos anos do período, a taxa de inflação caiu no Brasil e na Rússia e a previsão do FMI é que esse movimento continue devido ao fim dos efeitos de três eventos: as depreciações das moedas dos dois países, os choques de oferta pelos quais eles passaram e o aumento dos preços administrado pelos governos (IMF, 2017).



Conforme abordado nos capítulos anteriores, um indicador importante para analisar o processo de recuperação da crise é a dívida pública, tanto por causa da teoria desenvolvida por Minsky quanto pelas políticas tomadas para a retomada do crescimento econômico. O gráfico 11 mostra o desenvolvimento da dívida pública bruta como porcentagem do PIB nas economias avançadas e emergentes ou em desenvolvimento desde 2004. Percebe-se que, no caso do primeiro grupo, houve um crescimento de cerca de 30 pontos percentuais na relação dívida pública/PIB no período entre 2007 e 2012, ano a partir do qual a relação tornou-se mais estável. Estes dois períodos representam as respostas imediatas à crise, com os governos agindo de maneira anticíclica, e a adoção de políticas de austeridade. No caso dos países emergentes e em desenvolvimento, a relação dívida pública/PIB mostrava tendência de queda no período anterior à crise e, após essa, passou a apresentar um comportamento de crescimento, o qual foi mais brusco entre 2008 e 2009.

Gráfico 11 – Dívida pública: países avançados e emergentes (2004-16), (% do PIB)



Fonte: World Economic Outlook Database (2017)

## 4.2 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise apresentada neste capítulo permite concluir que, de maneira geral, todos os países avaliados foram afetados pela crise de 2007-09, seja no curto ou no longo prazo. Percebe-se que os países avançados foram os mais atingidos pela crise logo que essa começou, e foram necessários alguns anos para que o PIB *per capita* desses países atingissem o mesmo nível apresentado antes da crise, com exceção da Alemanha, que retomou o crescimento rapidamente, e os PIGS, cujos indicadores deterioraram-se rapidamente após a crise, apesar dos pacotes de socorro à economia. No caso das economias emergentes, ocorreu o contrário: elas logo retomaram o crescimento depois da crise, mas não conseguiram manter o bom desempenho no longo prazo. A primeira fase foi resultado do aumento da resiliência dos países emergentes, fruto da diversificação de parceiros comerciais e das fontes de financiamento. Isso permitiu que, logo no início da crise, esses países conseguissem crescer com base nas suas demandas internas. Porém, na medida em que as economias avançadas retomavam o crescimento, o desempenho econômico das emergentes se deteriorava, resultado do comportamento espelhado dos países (WOLF, 2015).

## 5 CONCLUSÃO

As consequências da crise de 2007-09 ainda podem ser sentidas na economia global. A sua origem foi no setor imobiliário dos Estados Unidos, mas logo se espalhou para o setor financeiro desse país e, a partir daí, para outras economias. O longo período sem grandes crises e as inovações criadas pelas instituições financeiras aumentaram a instabilidade do sistema como um todo, concretizando o quadro projetado por Minsky (2008 e 2016) ao analisar a instabilidade da economia capitalista. Segundo a teoria desenvolvida pelo autor, existem três tipos de agentes econômicos, os quais se expõem ao risco de maneiras diferentes: agentes hedge, especulativos e Ponzi. Os primeiros têm fluxos de caixa grandes o suficiente para arcar com as suas dívidas, enquanto os últimos não possuem recursos para pagar sequer os juros das suas dívidas. Conforme cresce a participação dos agentes Ponzi na economia, aumenta a instabilidade do sistema, bem como a possibilidade de ocorrência de uma crise.

Nos anos que antecederam a crise, estava em voga a ideia de que os governos não deviam intervir na economia. Porém, conforme ficava mais clara a fragilidade do sistema financeiro, as ações dos governos para impedir as falências das instituições financeiras foram comuns, bem como as medidas dos bancos centrais para aumentar a liquidez das economias. Foram retomados, então, os papéis de Big Government e credor de última instância, algo que se aproxima da perspectiva de Minsky. No entanto, ao invés de reduzirem a instabilidade do sistema, essas ações tiveram o efeito contrário e mostraram que não existem regras para o resgate das instituições financeiras que incorrerem em riscos excessivos. Além disso, ao contrário do que ocorreu depois da Grande Depressão, não foram revistas as regulamentações impostas ao setor financeiro, e esse saiu da crise tão frágil quanto quando essa começou. Por fim, as medidas implementadas em resposta à crise de 2007-09 não foram suficientes para impedir que suas consequências tivessem proporções maiores, e, a partir de 2009, surgiram os primeiros sinais da crise da Zona do Euro.

Tão importante quanto estudar as causas e consequências da crise é a avaliação da recuperação dos países. Neste trabalho, buscou-se fazer uma comparação entre as economias avançadas e as emergentes, pois, ao contrário do que ocorreu nas crises anteriores, essas foram menos afetadas do que aquelas nos primeiros anos depois da crise. Nos primeiros anos pós-crise, enquanto as economias emergentes triunfavam, as avançadas mostravam um desempenho fraco. Porém, o comportamento dos dois grupos tem um caráter espelhado e, conforme as políticas implementadas pelos governos dos países emergentes se esgotavam, as economias emergentes retomavam lentamente seus ritmos de crescimento e recuperação dos indicadores.



O impacto da crise também fica claro é analisada a evolução do comércio internacional: em 2009, o volume de trocas caiu drasticamente, e nos anos seguintes não recuperou as taxas de crescimento que apresentava nos anos anteriores à crise, o que gerou receio por parte do FMI em relação a políticas de protecionismo.

Certamente, os efeitos da crise de 2007-09 serão objetos de análise em diversos estudos devido à sua longa duração, e a discussão sobre o assunto não se encerra neste breve trabalho. Os impactos da crise são amplos e não se restringem à maneira como ocorre a recuperação econômica: eles vão desde a utilização de teorias alternativas para explicar o comportamento da economia até a discussão sobre o papel da regulamentação financeira. Conforme o tempo passa, ficarão mais claros os efeitos da crise, principalmente no que tange aos resultados das políticas implementadas para incentivar a economia e para socorrer os bancos. A partir disso, será possível realizar novos estudos para analisar com mais precisão o legado da crise de 2007-09.

## REFERÊNCIAS

BERNANKE, B. **Essays on the Great Depression**. Princeton: Princeton University Press, 2000.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. Introdução: Repensando a Política Macroeconômica II – Esmiuçando. In: AKERLOF, G. et al (Org.). **O que nós aprendemos: a política macroeconômica no pós-crise**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2006.

BORDO, M. An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008. **National Bureau of Economic Research Working Paper Series**, Dec. 2008. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w14569>>. Acesso em 2 de junho de 2017.

FEDERAL RESERVE HISTORY. **Events**. Disponível em: <[https://www.federalreservehistory.org/essays/subprime\\_mortgage\\_crisis](https://www.federalreservehistory.org/essays/subprime_mortgage_crisis)> Acesso em 7 de abril de 2017.

G20 INFORMATION CENTER. **G20 Summits**. Disponível em: <<http://www.g20.utoronto.ca/2010/to-communicate.html>>. Acesso em 9 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. **G20 Summits**. Disponível em: <<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>>. Acesso em 17 de abril de 2017.

GALBRAITH, J. K. **Economics in Perspective: a critical history**. Boston: Houghton-Mifflin Company, 1987.

\_\_\_\_\_. **A Short History of Financial Euforia**. New York: Penguin Books, 1990.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. Gaining Momentum?. **World Economic Outlook**, Washington, Apr. 2017. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/04/04/world-economic-outlook-april-2017>>. Acesso em 4 de junho de 2017.

KNOOP, T. A. **Recessions and Depressions: understanding business cycles**. Westport: Praeger, 2010.

KRUGMAN, P. **The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008**. New York: W. W. Norton & Company New York, 2009.

KRUGMAN, P., OBSTFELD, M. **Economia Internacional: teoria e política**. 8ª ed. São Paulo: Macron Books, 2005.

MINSKY, H. **Can “it” Happen Again?**. 2nd ed. New York: Routledge, 2016.

\_\_\_\_\_. **Stabilizing an Unstable Economy**. 2nd ed. New York: McGraw-Hill, 2008.

\_\_\_\_\_. The Financial Stability Hypothesis. **The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper Series**, May, 1992. Disponível em: <<http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>>. Acesso em 13 de maio de 2017.

MISHKIN, F. S. Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis. **Journal of Economic Perspectives**, v. 25, n. 1, p. 49-70, winter 2011.

MITCHELL, W. C. **Business Cycles: the problem and its setting**. NBER, 1927. Disponível em: <<http://papers.nber.org/books/mitc27-1>>. Acesso em 9 de junho de 2017.

NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH - NBER. **Cycles**. Disponível em: <<http://www.nber.org/cycles/recessions.html>>. Acesso em 14 de abril de 2017.

PETRAKIS, P. E.; KOSTIS, P. C.; VALSAMIS, D. G. **European Economics and Politics in the Midst of the Crisis: from the outbreak of the crisis to the fragmented european federation**. Athens: Springer, 2013.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **This Time is Different: eight centuries of financial folly**. Princeton: Princeton University Press, 2009.

\_\_\_\_\_. Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes. **American Economic Review**, 104(5): 50-55, 2014.

U, V or W for Recovery. In: The Economist. **World Economy**. 20 Aug. 2009. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/14258893>>. Acesso em 2 de abril de 2017.

IRISH economy surges 26% as revised figures take in foreign investment. In: The Guardian. **Economics**. Disponível em: <<https://www.theguardian.com/business/2016/jul/12/irish-economic-growth-revised-figures-foreign-investment-aircraft>>. Acesso em

VASCONCELOS, D. S. Minsky on "Big Government". **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 34, n. 1, p. 15-38, Mar. 2014. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v34n1/v34n1a02.pdf>>. Acesso em 18 de maio de 2017.

WOLF, M. **The Shifts and the Shocks**: what we've learned – and have still to learn – from the financial crisis. London: Penguin Random House UK, 2015.

WRAY, L. R. Minsky Crisis. **The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper Series**, Mar. 2011. Disponível em: <[http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_659.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_659.pdf)>. Acesso em 16 de maio de 2017.

\_\_\_\_\_. Global Financial Crisis: A Minskyan Interpretation of the Causes, the Fed's Bailout, and the Future. **The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper Series**, Mar. 2012. Disponível em: <[http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_711.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_711.pdf)>. Acesso em 15 de junho de 2017.

## ANEXO A – CLASSIFICAÇÃO DOS PAÍSES

Quadro 1 - Classificação das economias avançadas por subgrupo

Zona do Euro		
Alemanha	Estônia	Itália
Áustria	Finlândia	Letônia
Bélgica	França	Lituânia
Chipre	Grécia	Luxemburgo
Eslováquia	Holanda	Malta
Eslovênia	Irlanda	Portugal
Espanha		
G7		
Alemanha	França	Japão
Canadá	Itália	Reino Unido
Estados Unidos		
Outras Economias Avançadas		
Austrália	Macau	San Marino
Coreia do Sul	Noruega	Singapura
Dinamarca	Nova Zelândia	Suécia
Hong Kong	Porto Rico	Suíça
Islândia	República Tcheca	Taiwan
Israel		

Fonte: FMI (2017)

Quadro 2 - Classificação dos países emergentes e em desenvolvimento por subgrupo

(continua)

Comunidade dos Estados Independentes <sup>4</sup>				
Armênia	Cazaquistão	Quirguistão	Tajiquistão	Ucrânia
Azerbaijão	Geórgia	Rússia	Turcomenistão	Uzbequistão
Bielorrússia	Moldávia			
Ásia Emergente e em Desenvolvimento				
Bangladesh	Filipinas	Laos	Nauru	Tailândia
Brunei	Ilhas Marshall	Malásia	Nepal	Timor-Leste
Butão	Ilhas Salomão	Maldivas	Palau	Tonga
Camboja	Índia	Micronésia	Papua Nova Guiné	Tuvalu
China	Indonésia	Mongólia	Samoa	Vanuatu
Fiji	Kiribati	Myanmar	Sri Lanka	Vietnã
Europa Emergente e em Desenvolvimento				
Albânia	Croácia	Macedônia	Polônia	Sérvia
Bósnia e Herzegovina	Hungria	Montenegro	Romênia	Turquia
Bulgária	Kosovo			
América Latina e Caribe				

<sup>4</sup> Segundo o FMI, apesar de Geórgia, Turcomenistão e Ucrânia não fazerem parte da Comunidade dos Estados Independentes, eles são incluídos no grupo devido às suas semelhanças geográficas e econômicas com os demais países do bloco (IMF, 2017)

(conclusão)

Antígua e Barbuda	Chile	Guatemala	Nicarágua	São Cristóvão e Neves
Argentina	Colômbia	Guiana	Panamá	São Vicente e Granadinas
Bahamas	Costa Rica	Haiti	Paraguai	Suriname
Barbados	Dominica	Honduras	Peru	Trindade e Tobago
Belize	El Salvador	Jamaica	República Dominicana	Uruguai
Bolívia	Equador	México	Santa Lúcia	Venezuela
Brasil	Granada			
Oriente Médio, Norte da África, Afeganistão e Paquistão				
Afeganistão	Djibouti	Iraque	Líbia	Paquistão
Algéria	Egito	Jordânia	Marrocos	Síria
Arábia Saudita	Emirados Árabes Unidos	Kuwait	Mauritânia	Sudão
Bahrein	Iêmen	Líbano	Omã	Tunísia
Catar	Irã			
África Sub-saariana				
África do Sul	Comoros	Guiné-Bissau	Níger	Serra Leoa
Angola	Costa do Marfim	Lesoto	Nigéria	Seychelles
Benim	Eritreia	Libéria	Quênia	Suazilândia
Botsuana	Etiópia	Madagascar	Rep. Centro-Africana	Sudão do Sul
Burkina Faso	Gabão	Malawi	Rep. Dem. do Congo	Tanzânia
Burundi	Gâmbia	Mali	República do Congo	Togo
Cabo Verde	Gana	Maurício	Ruanda	Uganda
Camarões	Guiné	Moçambique	São Tomé e Príncipe	Zâmbia
Chade	Guiné Equatorial	Namíbia	Senegal	Zimbábue

Fonte: FMI (2017)

## ANEXO B – DADOS PARA ITÁLIA, JAPÃO E REINO UNIDO

Tabela 1 - Comparação do PIB per capita: Itália, Japão e Reino Unido (2006-2016) (ano base: 2006)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Itália	0,00	0,01	-0,01	-0,07	-0,05	-0,05	-0,08	-0,10	-0,11	-0,11	-0,10
Japão	0,00	0,02	0,01	-0,05	-0,01	-0,01	0,01	0,03	0,03	0,05	0,06
Reino Unido	0,00	0,02	0,00	-0,05	-0,04	-0,03	-0,02	-0,01	0,01	0,02	0,04

Fonte: World Economic Outlook Database (2017)

Tabela 2 - Inflação: Itália, Japão e Reino Unido (2004-2016) (%)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Itália	2,34	2,05	2,13	2,78	2,36	1,10	2,07	3,73	2,57	0,60	0,00	0,10	0,50
Japão	0,52	-0,75	0,36	0,57	1,05	-2,03	-0,25	-0,29	-0,23	1,46	2,53	0,20	0,34
Reino Unido	1,45	2,21	2,67	2,10	3,75	2,22	3,31	4,64	2,75	2,02	0,94	0,10	1,20

Fonte: World Economic Outlook Database (2017)