

Torres Filho, Ernani Teixeira

**Working Paper**

## O estouro de bolhas especulativas recentes: Os casos dos Estados Unidos e do Japão

Texto para Discussão, No. 2096

**Provided in Cooperation with:**

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

*Suggested Citation:* Torres Filho, Ernani Teixeira (2015) : O estouro de bolhas especulativas recentes: Os casos dos Estados Unidos e do Japão, Texto para Discussão, No. 2096, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/121680>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# 2096

TEXTO PARA DISCUSSÃO

## O ESTOURO DE BOLHAS ESPECULATIVAS RECENTES: OS CASOS DOS ESTADOS UNIDOS E DO JAPÃO

Ernani Teixeira Torres Filho





# 2096

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Brasília, maio de 2015

## **O ESTOURO DE BOLHAS ESPECULATIVAS RECENTES: OS CASOS DOS ESTADOS UNIDOS E DO JAPÃO<sup>1</sup>**

Ernani Teixeira Torres Filho<sup>2</sup>

---

1. Originalmente publicado no livro *Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro* (capítulo 16), sob o título *O estouro de bolhas especulativas recentes: os casos dos Estados Unidos e do Japão*.

2. Professor associado do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). E-mail: <ernanit@hotmail.com>.

## Governo Federal

**Secretaria de Assuntos Estratégicos da  
Presidência da República**  
Ministro Roberto Mangabeira Unger

**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

### **Presidente**

Jessé José Freire de Souza

### **Diretor de Desenvolvimento Institucional**

Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

### **Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia**

Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

### **Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas**

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

### **Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais, Substituto**

Marco Aurélio Costa

### **Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura**

Fernanda De Negri

### **Diretor de Estudos e Políticas Sociais, Substituto**

Carlos Henrique Leite Corseuil

### **Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais**

Renato Coelho Baumann das Neves

### **Chefe de Gabinete**

José Eduardo Elias Romão

### **Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação**

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

## Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2015

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1. Brasil. 2. Aspectos Econômicos. 3. Aspectos Sociais.  
I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: E44; F65; G15; N20.

# SUMÁRIO

---

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO: O PÂNICO DE 2008 EM PERSPECTIVA.....	7
2 A CRISE DA BOLHA ESPECULATIVA JAPONESA DE 1989.....	10
3 A CRISE DE 2008 NOS ESTADOS UNIDOS .....	18
4 CONCLUSÕES .....	26
REFERÊNCIAS .....	28



## SINOPSE

O texto analisa de forma comparativa o impacto das duas mais importantes crises financeiras contemporâneas, a do Japão e a dos Estados Unidos. Ambas foram consequência do estouro de bolhas especulativas que haviam permitido a elevada valorização de ativos imobiliários e de ações. A abrupta reversão dos mercados levou a acumulação de prejuízos elevados não só pelos bancos mas também pelas empresas não financeiras e as famílias. Como resposta, o setor privado vem reduzindo sistematicamente seu endividamento líquido e o nível de investimento, apesar da retomada dos lucros e da manutenção das taxas de juros em níveis próximos a zero por períodos muito prolongados.

**Palavras-chave:** globalização financeira; bolhas especulativas; *balance-sheet recession*.

## ABSTRACT

This paper analyzes on a comparative basis the impact of the two major contemporary financial crises in Japan and in the United States. They were both the result of the burst of speculative bubbles that had allowed the high increase in the value of real estate and equity . The abrupt reversal of the financial markets led to the accumulation of huge losses not only by banks but also by non - financial corporations and households. In response, the private sector has been since then been systematically reducing its net debt and the level of investment , despite the recovery on the levels of profits and the long periods of interest rates at levels close to zero

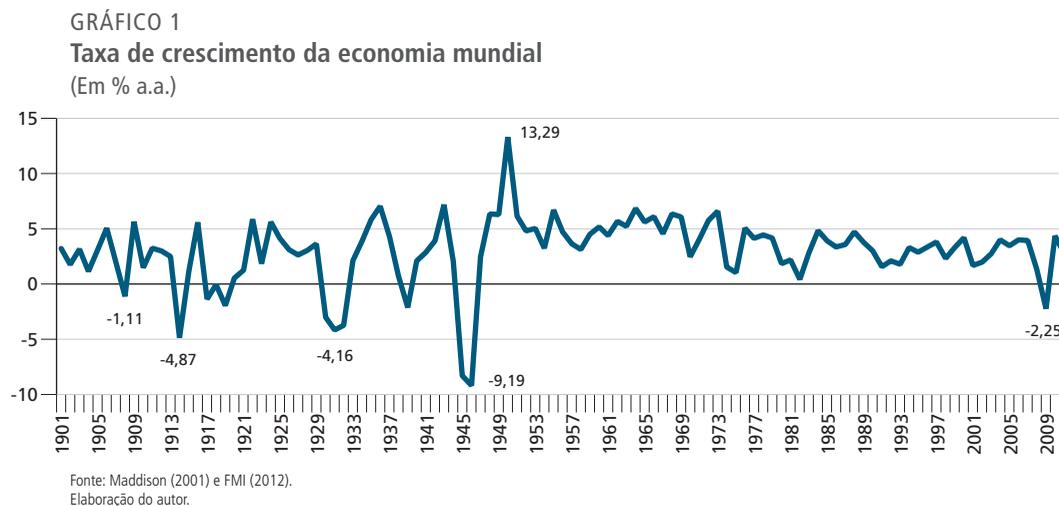
**Keywords:** financial globalization; speculative bubbles; balance-sheet recession.



## 1 INTRODUÇÃO: O PÂNICO DE 2008 EM PERSPECTIVA

Crises globais são fenômenos raros no mundo contemporâneo. Desde o início do século XX, só há registro de cinco momentos em que as taxas de crescimento da economia internacional foram negativas. O primeiro ocorreu em 1908 e foi gerado pelo pânico financeiro que assolou os Estados Unidos e a Europa no ano anterior. O segundo englobou alguns anos entre 1914 e 1919 e está associado à Primeira Guerra Mundial. O terceiro, que se estendeu de 1930 a 1932, compreendeu os piores anos da Grande Depressão. O quarto abrangeu o período 1939-1946, quando a economia mundial assistiu ao desenrolar da Segunda Guerra Mundial. Finalmente, o quinto e mais recente evento foi registrado em 2008, em consequência de outro pânico financeiro que se seguiu à falência do banco de investimento americano Lehman Brothers (gráfico 1).

Dessa lista, se forem eliminadas as crises relacionadas a conflitos militares de grande envergadura, como foram as guerras mundiais de 1914 e 1939, os episódios restantes (1907, 1929 e 2008) se assemelham por sua origem financeira e por serem centrados nos Estados Unidos. De acordo com Bordo e Murshid (1999), o pânico de 1907 começou com a elevação da taxa de juros pelo Banco da Inglaterra, no ano anterior, de 3,5% ao ano (a.a.) para 6% a.a, com o objetivo de conter as saídas de ouro. Esta decisão provocou uma crise de liquidez nos Estados Unidos e levou a um *crash* na Bolsa de Valores de Nova Iorque no ano seguinte. Em pouco tempo, o valor das empresas em bolsa caiu pela metade. Esta crise ficou famosa, porque, diante da inexistência de um banco central nos Estados Unidos, o papel de coordenação financeira entre os bancos foi desempenhado pessoalmente por J.P. Morgan, fundador do banco que leva seu nome.



A literatura sobre a crise de 1929 é abundante e controversa. Entretanto, há certo consenso entre importantes economistas que analisaram a Grande Depressão de que um dos principais determinantes do *crash* foi a elevação da taxa de juros feita pelo banco central americano ao longo de 1928, de 3,5% a.a. para 5% a.a., acompanhada de uma política de contração da liquidez com o objetivo de colocar em xeque o processo especulativo na Bolsa de Valores de Nova Iorque (Bernanke, 2004). Este mesmo ponto de vista também está presente na análise que Keynes faz do episódio. Em seu *Treatise on money*, o autor afirma que:

os juros elevados de mercado elevada, que, antes do colapso, o Sistema da Reserva Federal, em seu esforço para controlar o entusiasmo da multidão especulativo, fixou nos Estados Unidos (...) desempenhou um papel essencial em provocar o rápida colapso (Keynes, 1952, v. 2, p. 196, tradução nossa).

A crise de 2008 também teve origem em um aumento das taxas de juros americanas, iniciado em 2005. Sem prejuízo de preocupações com a inflação corrente, as autoridades financeiras americanas tinham claro que o *boom* nos preços dos imóveis residenciais tinha chegado a níveis demasiadamente elevados e precisava ser revertido. A bolsa de valores também tinha voltado aos níveis de pico do início da década.

Entretanto, o banco central e o Tesouro americano não acreditavam que o aumento da taxa de juros teria impacto sistêmico sobre o sistema financeiro local e, muito menos, sobre o internacional. Ben Bernanke, presidente do Federal Reserve (Fed) à época chegou a afirmar em discurso, em maio de 2007, quando a chamada “crise *subprime*” (Torres e Borça, 2009) já estava em processo, que:

Acreditamos que o efeito dos problemas nos créditos imobiliários de elevado risco (*subprime*) será limitado e não esperamos repercussões significativas no resto da economia ou no sistema financeiro. A grande maioria das hipotecas, incluindo até mesmo hipotecas de elevado risco (*subprime*), continuam a ter um bom desempenho. Ganhos anteriores nos preços das residências ainda garantem à maioria dos proprietários um patrimônio imobiliário positivo significativo e o crescimento do emprego e renda deve ajudar a administrar as obrigações financeiras da maioria das famílias.

Os *policy makers* dos Estados Unidos estavam agindo com base na experiência bem-sucedida de reversão da “bolha da internet” de 2001 e da expectativa que a estabilidade macroeconômica da era da *Great Moderation* era absolutamente sustentável

no longo prazo (Torres, 2011). As falências que haviam começado no início de 2006 em instituições financeiras imobiliárias eram vistas apenas como sinais de que o mercado estava em rota de autocorreção, e não de colapso. Para eles, a parcela mais especulativa dos empréstimos hipotecários – os chamados créditos *subprime* – não teria como gerar impacto sistêmico, uma vez que representava um percentual pequeno do mercado. Além disto, imaginava-se que os bancos já teriam securitizado a maior parte destas operações junto a outros investidores, eliminando, assim, o risco de perdas relevantes sobre as grandes instituições financeiras. Esta visão explica o comportamento das autoridades americanas até setembro de 2008, inclusive a postura de não evitar a falência do Lehman Brothers.

Esse descompasso, por parte das autoridades, entre a realidade de mercado *ex-post* e a percepção benigna do processo de ajuste é outro traço comum entre as três grandes crises financeiras. Isto explica também a natureza inesperada e a forte intensidade do *crash* nos piores momentos da crise. Na prática, empresas e governos foram tomados de surpresa pela dimensão de um problema financeiro que teve origem em um fato menor, mas que rapidamente se irradiou por bancos supostamente robustos, mas com situação frágil e alavancada, o que gerou pânico. Em consequência, as transações financeiras correntes foram paralisadas, arrastando consigo para baixo o nível de atividade. Por algum tempo, a sensação era que a economia mergulhava em um “buraco sem fundo”.

A crise de 2008 guarda, portanto, várias semelhanças com outras crises financeiras globais. No entanto, não se pode esquecer que ela também foi um fenômeno de seu tempo. Deste ponto de vista, deve ser entendida como mais uma entre as várias bolhas especulativas<sup>1</sup> que foram estouradas ao longo dos últimos anos. Kindleberger e Aliber (2005) apontaram que, desde o século XVII, houve dez grandes episódios desta natureza. Destes, cinco – ou seja, a metade – ocorreram a partir de 1984, quando o sistema financeiro globalizado contemporâneo se consolidou (Torres, 2013).

Nessa relação mais recente, incluem-se as bolhas: do Japão, na segunda metade de 1980; dos países escandinavos, no mesmo período; da Ásia, entre 1992 e 1997; do México, no início dos anos 1990; e do mercado americano de ações de 2000-2001,

---

1. Não existe uma definição precisa nem consensual do que seja uma “bolha especulativa”. Kindleberger e Aliber (2005), por exemplo, não se preocuparam em conceituar o termo, mas, em várias passagens, apontam que “por definição, uma bolha envolve um padrão não sustentável das alterações de preços ou de fluxos de caixa (...). Uma bolha é um movimento ascendente dos preços durante um período longo, de 15 a 40 meses, que, em seguida, implode (...). Uma bolha depende de crédito.”

a chamada “crise ponto-com” ou “bolha da internet”. Certamente, a crise de 2008 teria sido incluída por Kindleberger e Aliber em sua lista caso o livro não tivesse sido finalizado antes.

Essa evidência sugere que a maneira como os sistemas financeiros passaram a operar a partir da segunda metade da década de 1980 acelerou a formação de bolhas especulativas financeiras de grande porte. Aponta também para a possível existência de semelhanças entre os episódios mais recentes, não só em termos de suas causas, mas também em termos de suas consequências.

A partir dessas considerações iniciais, este trabalho pretende analisar de forma comparativa as duas bolhas especulativas mais importantes que se desenvolveram a partir dos anos 1980. A primeira é a dos mercados de ações e de imóveis no Japão, que estourou em 1989. Foi o episódio especulativo mais relevante dessa natureza no último quarto do século XX, por seu impacto econômico e financeiro. Entretanto, nesse caso, os efeitos sistêmicos ficaram relativamente contidos à economia japonesa, que, apesar da atuação do governo, até hoje não conseguiu se recuperar inteiramente do episódio.

A segunda é a crise de 2008 nos Estados Unidos, que envolveu o estouro de uma bolha imobiliária e no mercado de ações. Como o mercado americano é o centro dinâmico do sistema financeiro globalizado, a crise, ao impactar fortemente os bancos locais, irradiou-se imediatamente para os demais mercados e países (Torres, 2013).

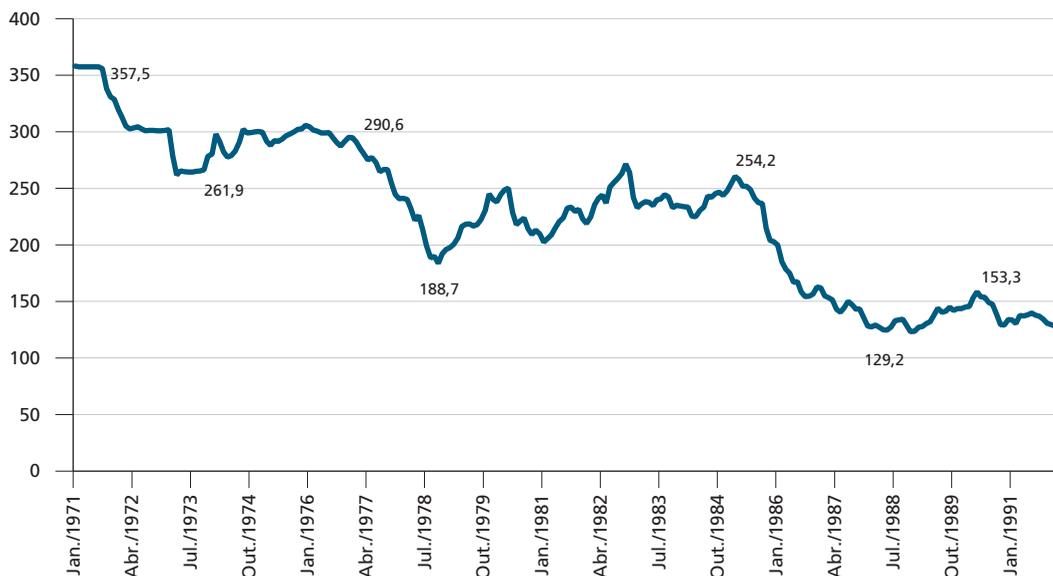
## **2 A CRISE DA BOLHA ESPECULATIVA JAPONESA DE 1989**

### **2.1 Rumo à bolha: a resposta japonesa à retomada da hegemonia do dólar**

A bolha especulativa japonesa da década de 1980 teve sua origem na resposta que o Japão deu à política de retomada da hegemonia do dólar como moeda internacional (Tavares, 1997; Torres, 1997). O fortalecimento da moeda americana, em consequência do aumento dos juros do início dos anos 1980, levou o iene inicialmente a se desvalorizar, em cerca de 40%, entre 1978 e 1982 (gráfico 2).

A consequência desse realinhamento cambial foi um aumento sem precedentes no *superavit* comercial japonês com os Estados Unidos. Entre 1981 e 1987, o saldo comercial americano total em bens passou de um *superavit* de US\$ 6,3 bilhões para um *deficit* de US\$ 52,1 bilhões, dos quais quase 40% eram decorrentes do comércio bilateral com os japoneses.

GRÁFICO 2  
Evolução da taxa de câmbio iene-dólar americano



Fonte: Federal Reserve (2012).  
Elaboração do autor.

Essa rápida mudança no cenário comercial teve como uma de suas principais consequências a acumulação pelo Japão de elevados saldos em dólar americano. Dados os montantes envolvidos, os japoneses se tornaram, em pouco tempo, os principais credores em líquidos do mundo, posição até então ocupada pelos Estados Unidos. O montante de ativos líquidos externos do Japão, que era de menos de US\$ 30 bilhões no início de 1980, atingiu US\$ 328 bilhões em 1990.

Liberados das travas de Bretton Woods, os americanos já não enfrentavam mais qualquer limitação real ou formal ao financiamento automático de seus *deficit* externos em sua própria moeda. Naquele momento, a maior parte dos dólares que entravam em circulação na economia mundial transformava-se em ativos de japoneses, impactando diretamente a economia local.

Como resposta, o governo japonês adotou uma política agressiva de reciclagem desses excedentes de volta para o exterior. Buscava, com isto, evitar uma nova valorização do iene e o descontrole da política monetária e dos preços. O sucesso desta estratégia dependia do envolvimento direto do setor privado nesse processo, e, para isto, era condição básica eliminar alguns dos controles cambiais e financeiros existentes.

A manutenção de elevados *deficit* externos com o Japão levou os Estados Unidos em 1985 a uma nova ofensiva. O objetivo era mudar a estrutura de taxas de câmbio que havia sido gerada pelo Choque Volcker. Diferentemente do que viria a acontecer nas décadas seguintes, o ajuste cambial, em lugar de ser feito “à mercado”, teve por base negociações entre americanos, europeus e japoneses, que deram origem aos acordos do Plaza e do Louvre. Os governos concordaram em atuar articuladamente para promover uma desvalorização gradual da moeda norte-americana.

A expectativa dos japoneses era de que o iene se valorizaria do nível em que se encontrava, de 240 unidades por dólar, para voltar a se situar em torno de 160-170 unidades, ou seja, em um patamar um pouco inferior ao máximo que havia atingido na década de 1970 (gráfico 1). Todavia, a moeda japonesa voltou a se sustentar, a partir de 1987, pouco acima de 130 ienes por dólar. Esse novo choque cambial foi conhecido por *endaka* (“iene forte”).

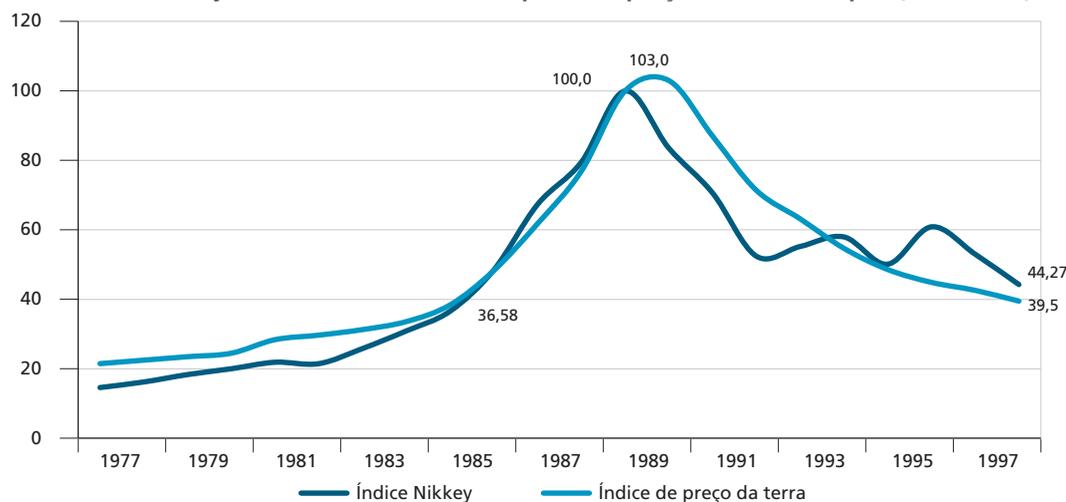
No Japão, a nova valorização do iene provocou uma redução na taxa de crescimento da economia e na taxa de lucro dos setores exportadores. Em resposta, o governo decidiu aprofundar a estratégia de ajuste macroeconômico. A política monetária tomou um rumo mais expansionista. A taxa de desconto, que estava em 5% a.a., no início de 1986, foi sendo reduzida até alcançar 2,5% a.a., em fevereiro de 1987, o menor valor registrado até então. O objetivo era estimular a demanda interna, de modo a compensar a perda do impulso exportador, que havia sustentado o crescimento da economia japonesa ao longo da primeira metade dos anos 1980. De fato, a redução dos juros provocou a aceleração do crescimento do consumo privado e do investimento, especialmente em novas moradias.

Além da recuperação do nível de atividade, a nova orientação da política monetária tinha dois outros objetivos. De um lado, fazer com que o setor privado continuasse comandando a reciclagem dos excedentes em moeda estrangeira, ampliando seus ativos nesta. De outro, pretendia abrir a possibilidade de as empresas afetadas negativamente

pelo *endaka* poderem, no curto prazo, compensar perdas correntes por meio de operações de arbitragem de juros (*carry trade*). Com um mercado de derivativos já em plena operação, os japoneses podiam se aproveitar do diferencial de juros baixos e da valorização do iene para auferir ganhos fáceis com os juros pagos pelos títulos do governo americano, que, à época, flutuavam entre 5,5% a.a. e 7,5% a.a.

A redução da taxa de juros teve, no entanto, outra importante consequência, não prevista pelas autoridades. Deu partida a uma bolha especulativa nos mercados de ativos domésticos. Como se pode ver no gráfico 3, a tendência de valorização, que havia se iniciado em 1983, tomou impulso a partir de 1985. Ao longo dos quatro anos seguintes, os imóveis e as ações, em média, triplicaram de valor.

GRÁFICO 3  
Índices Nikkey da Bolsa de Valores de Tóquio e do preço da terra no Japão (1977-2012)



Fonte: Banco do Japão.  
Elaboração do autor.

O processo especulativo, uma vez em andamento, criou condições de autossustentação. O aumento nos preços dos imóveis e das ações ocasionava um crescimento no patrimônio dos investidores. Esse capital adicional aumentava a capacidade de endividamento das empresas e das famílias junto ao setor bancário. Muitos investidores usavam este novo potencial de alavancagem financeira para carrear ainda mais recursos para as bolsas e para o mercado imobiliário, ampliando ainda mais o valor destes ativos e realimentando o processo.

Os preços dos ativos japoneses chegaram a atingir níveis estratosféricos. O índice Nikkey, por exemplo, que mede a valorização das ações na Bolsa de Valores de Tóquio, saltou de 13.113 pontos no final de 1985 para 30 mil pontos no início de 1988. Nesta data, a bolsa de valores japonesa respondia por 41,7% de toda a capitalização mundial. O valor dos imóveis japoneses, por sua vez, chegou a US\$ 4,2 trilhões em 1989. A título de comparação, com este montante, poder-se-ia, teoricamente, comprar quatro vezes todo o território dos Estados Unidos, uma área 28 vezes maior que a do Japão (Torres, 1997).

Em 1988, a economia japonesa já dava sinais de ter superado o quadro recessivo decorrente do *endaka*. Tudo indicava que o setor privado japonês estava dando partida a um novo ciclo de crescimento, centrado na demanda interna. Para as autoridades japonesas, havia chegado o momento para lidarem com os excessos da “bolha especulativa”.

No início de 1989, o Banco do Japão adotou uma política restritiva de crédito. A taxa de desconto foi continuamente aumentada, saindo de um mínimo de 2,5%, no primeiro trimestre de 1989, até atingir 6%, no terceiro trimestre de 1990. Entretanto, como nem a bolsa de valores nem o mercado imobiliário respondia à nova política monetária, o Ministério das Finanças decidiu determinar aos bancos, no início de 1990, que limitassem os empréstimos destinados a imóveis. Só então a “bolha” cedeu.

O estouro da “bolha” transformou-se em um pesadelo. Como resultado da desvalorização dos imóveis e das ações, empresas e famílias que estavam em posição especulativa passaram a apresentar prejuízos patrimoniais. As garantias dadas aos empréstimos bancários perderam valor, gerando um volume crescente de créditos insolventes. Os bancos começaram, então, a ser negativamente afetados pela crise financeira, assim como as grandes *securities companies*.<sup>2</sup>

As perdas acumuladas entre os níveis máximo e mínimo de valorização foram estimados por Koo (2008) em US\$ 15 trilhões. Em 2012, o valor médio da terra era de apenas 14% e o das ações, 26,7% do pico que alcançaram no final da década de 1980.

## 2.2 A “década perdida”

A partir da crise de 1989, a economia japonesa entrou em um processo de forte desaceleração, que, posteriormente, transformou-se em uma longa estagnação. Entre 1991

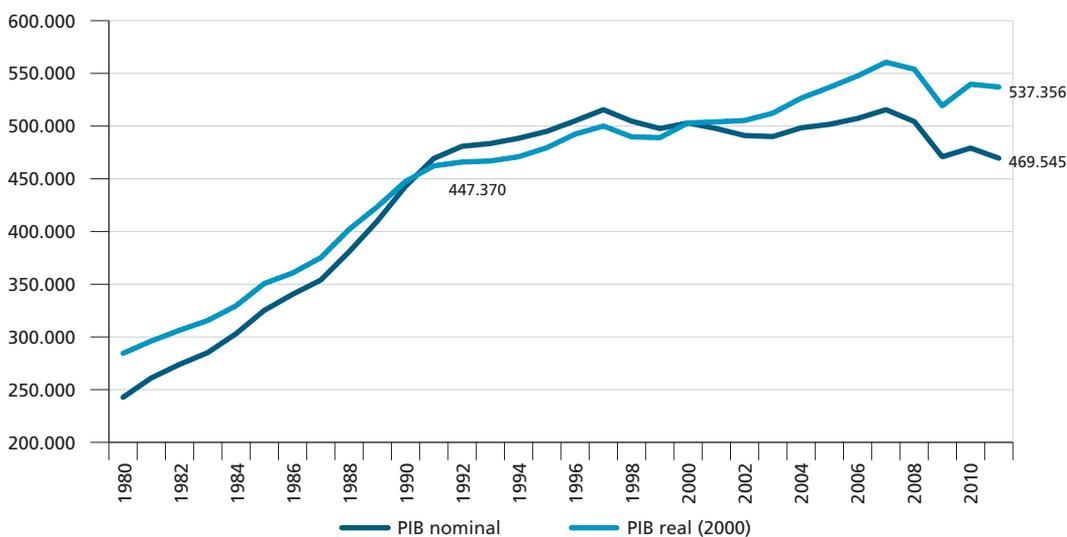
---

2. A exemplo dos Estados Unidos, o mercado japonês era segmentado à época, e as transações nos mercados de títulos públicos e privados eram dominadas por grandes corretoras, as *security companies*.

e 2011, a taxa média de crescimento foi de apenas 0,75% a.a. O processo deflacionário tornou-se crônico, fazendo com que o deflator implícito do produto interno bruto (PIB) recuasse entre 1994 e 2011 pouco mais de 15% (gráfico 4).

Esse fenômeno foi acompanhado por um processo longo e intenso de desalavancagem financeira das empresas. Houve uma redução tanto na dívida bancária das empresas quanto no saldo das operações corporativas junto ao mercado de capitais. Isto se deu apesar de as taxas de juros praticadas na maior parte desse período terem ficado próximas a zero (Koo, 2008).

GRÁFICO 4  
Japão: evolução do PIB nominal e do PIB real  
(Em 10<sup>9</sup> ienes)



Fonte: Officer e Williams (2012).

À primeira vista, essa propensão ao pagamento de dívidas poderia ser explicada de duas maneiras diferentes – ou por uma mistura delas. A primeira seria a existência de um problema de oferta de crédito. Neste caso, os atores principais seriam os bancos reagindo às perdas acumuladas pela crise mediante uma aversão absoluta a realizar novos empréstimos. De fato, este fator foi determinante em alguns curtos períodos, normalmente relacionados aos momentos mais intensos da crise. Entretanto, tendo em vista a longa duração do processo, se essa tivesse sido a principal causa da redução do crédito, as empresas teriam tido condições de obter fundos junto ao mercado de

capitais ou ao sistema financeiro internacional, o que não ocorreu. Assim, o problema da desalavancagem foi centrado no lado da demanda de crédito, ou seja, das empresas.

Essa total aversão ao endividamento por parte do setor corporativo seria, por sua vez, um fato de fácil entendimento caso fosse um comportamento de curto prazo em um cenário de juros elevados. Entretanto, o que se observou foi exatamente o contrário. O processo de desalavancagem se estendeu por uma década, ao mesmo tempo que as taxas estiveram, ao longo do período, nominalmente muito próximas a zero. Neste caso, seria necessário explicar por que uma empresa que tem geração positiva de caixa e acesso a empréstimos de baixo custo prefere pagar dívidas a realizar investimentos.

Esse fenômeno levou Koo (2008) a levantar a hipótese de que as empresas japonesas, tendo em vista as perdas patrimoniais acumuladas após 1989, teriam perdido muito capital, chegando mesmo a enfrentar situações de patrimônio líquido negativo. Entretanto, como mantiveram fluxos de caixa líquidos positivos, adotaram um comportamento coletivo pouco comum: reduzir seu endividamento de forma compulsiva, independentemente das condições macroeconômicas dominantes, como os níveis de taxas de juros.

A elevada fragilidade financeira, herdada das consequências do estouro da bolha especulativa de 1989, teria generalizado essa estratégia de redução de dívidas. Os credores, por sua vez, acataram essa medida, já que a alternativa de solicitar a falência seria ainda mais prejudicial a seus interesses.

Esse princípio de sobrevivência empresarial teria se tornado tão intenso e generalizado que teria inviabilizado o funcionamento dos mecanismos tradicionais de determinação dos investimentos, principalmente em um cenário de estagnação. Em consequência, o setor corporativo da economia passou a gerar um volume de demanda efetiva inferior ao que obtinha com suas vendas. Este fenômeno foi chamado por Koo (2008) de *balance-sheet recession*.

De fato, como se pode observar no gráfico 5, entre 1989 e 2003, o setor privado não financeiro deixou de ser um tomador líquido de recursos da ordem de 11,5% do PIB para tornar-se um provedor de fundos de até 9,3 %, ou seja, uma mudança de mais de 20 pontos percentuais (p.p.). Em torno de 1998, o setor corporativo como

um todo se tornou poupador líquido. Dois anos depois, sua poupança já era superior à das famílias. As empresas deixavam, assim, de ser tomadoras líquidas para serem fornecedoras de fundos aos demais setores da economia.

As famílias, por sua vez, adotaram um comportamento oposto. Trouxeram a praticamente zero o *superavit* que tradicionalmente acumulavam e que era da ordem de 11 p.p. do PIB no início dos anos 1990. Esta mudança no comportamento das pessoas físicas está associada a perdas de emprego e de salário. Uma parte importante da remuneração dos japoneses era feita na forma de bônus anuais, que deixaram de existir na medida em que os lucros despencaram. Este ajuste não foi, no entanto, suficiente para compensar a redução de gastos das empresas. O governo japonês foi obrigado a sustentar um *deficit* da ordem de 7 p.p. do PIB ao longo de quase todo o período.

De acordo com Koo (2008), não fosse a atuação do governo, a economia japonesa teria sido jogada em uma espiral deflacionária muito pior, semelhante ao que ocorreu nos Estados Unidos na década de 1930. O gasto público não foi capaz de impedir a estagnação, mas “impediu o apocalipse econômico por quinze anos”.

GRÁFICO 5  
Japão: fluxo de fundos  
(Em % PIB)



Fonte: Banco do Japão.  
Elaboração do autor.

## 3 A CRISE DE 2008 NOS ESTADOS UNIDOS

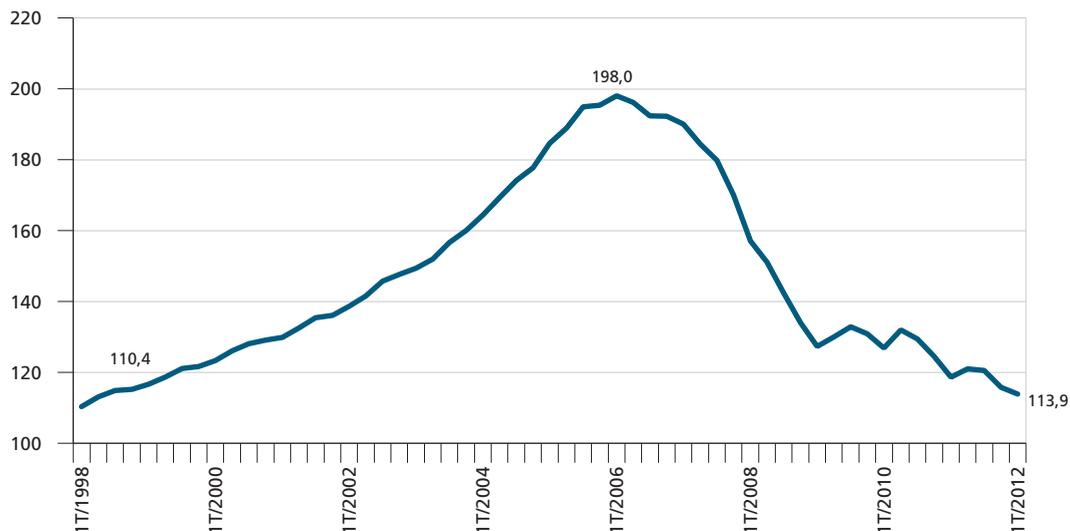
### 3.1 A crise *subprime*

A crise *subprime* se tornou visível a partir dos primeiros meses de 2007. Sua origem remonta ao início da década de 2000, quando houve o estouro de outra onda especulativa, a “bolha da internet”. Em consequência das perdas acumuladas no mercado acionário americano, muitos investidores resolveram reorientar suas aplicações para investimentos considerados mais seguros, no chamado “setor real”. Uma das principais escolhas corresponde aos imóveis, segmento que havia mantido um crescimento secularmente próximo ao da inflação.

Essa mudança se deu em um cenário em que o Fed promoveu uma redução nos juros com o objetivo de amortecer as perdas geradas pelo estouro da bolha da internet e pelo atentado de 11 de setembro a Nova Iorque. A taxa básica do banco central americano, o Fed, caiu de 6,4% a.a. de dezembro de 2000 para 1,8% a.a. em dezembro de 2001. As taxas de juros reais tornaram-se negativas e assim permaneceram até o final de 2005.

A combinação desses dois fatores – taxas de juros reais negativas e realocação de portfólios – levou o mercado de imóveis americano à maior alta de sua história. Como se pode ver no gráfico 6, entre o início de 1998 e o de 2006, o aumento real foi de 80%.

GRÁFICO 6  
Índice de preço real de imóveis nos Estados Unidos (1890=100)



Fonte: Shiller (2013).  
Elaboração do autor.

A valorização do mercado imobiliário deu origem à chamada “crise *subprime*”, por causa da importância que as hipotecas que carregavam este tipo de risco (*subprime*) tiveram na sustentação do final da bolha especulativa. Essa classificação era reservada às famílias que não tinham condição de obter financiamento por meio dos mecanismos oferecidos pelo governo americano para os menos favorecidos pelo fato de não possuírem documentação; terem interrompido o pagamento de suas dívidas no passado recente; estarem desempregados; ou ainda não terem nenhum outro tipo de patrimônio. A maior parte delas não tinha condições de arcar nem com o sinal nem com o pagamento de seu financiamento no médio prazo, a menos que o valor do imóvel adquirido subisse mais que o custo corrente do financiamento e a hipoteca fosse renegociada (Torres e Borça, 2009).

Entre esses, os em situação financeira mais frágil eram às vezes chamados de “ninjas”, por causa das primeiras letras da expressão pejorativa em inglês: “*No income, no job or assets*”. Reuniam, assim, todas as características negativas possíveis. Não tinham renda fixa, nem trabalho nem ativo para suportar a dívida que queriam contrair.

Junto com a inflação dos imóveis, os Estados Unidos também atravessaram uma onda de valorização das bolsas de valores. Como se pode ver no gráfico 7, em 2007 as ações tinham voltado ao pico anterior, alcançado durante a “bolha da internet”.

GRÁFICO 7  
Evolução do índice S&P 500 da Bolsa de Valores de Nova Iorque



Fonte: Federal Reserve.  
Elaboração do autor.

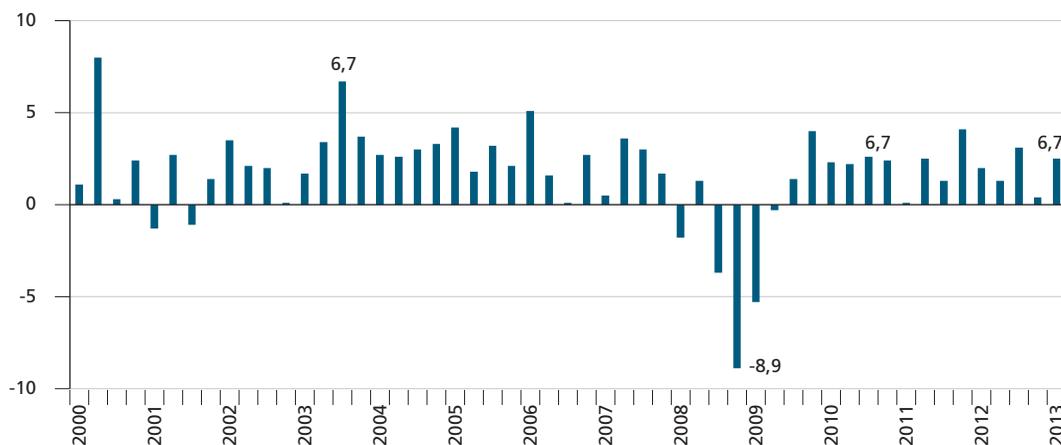
Diante dessa “febre especulativa” generalizada, o Fed decidiu deter a inflação dos bens e serviços e dos ativos. A taxa básica de juros norte-americana foi sendo gradativamente elevada, saindo de um patamar de 1% a.a., em maio de 2004, para 5,25% a.a., em junho de 2006. A contraparte deste aperto monetário foi, a partir de 2007, uma desaceleração nas vendas de imóveis seguida por uma sensível queda em seus preços. Isto inviabilizou a continuidade do processo de refinanciamento das hipotecas *subprimes*. Não havia mais base econômica para se realizar operações desta natureza. Com isto, os imóveis começam a ser retomados, e algumas empresas diretamente envolvidas nessas transações e mesmo bancos quebraram.

A falência do Lehman Brothers em outubro de 2008 foi o momento de ruptura nesse processo de ajuste. A partir deste momento, os preços dos imóveis entraram em queda contínua. Os níveis praticados em 2012 eram semelhantes aos do início da década de 2000, antes, portanto, do início da bolha especulativa.

### 3.2 O impacto da crise de 2008

O fechamento das portas do Lehman Brothers gerou um pânico no mercado mundial. Todo o sistema financeiro “travou” quase que instantaneamente. As operações foram “congeladas”, levando a uma busca desenfreada por liquidez a qualquer custo. Como resultado, os preços dos ativos despencaram e o crédito desapareceu, arrastando consigo para baixo o nível de atividade. O mercado de derivativos também ficou sem rumo, na medida em que perdeu um de seus principais veículos de contraparte, o próprio Lehman.

GRÁFICO 8  
Estados Unidos: taxa de crescimento trimestral do PIB (2000-2013)  
(Em % a.a.)



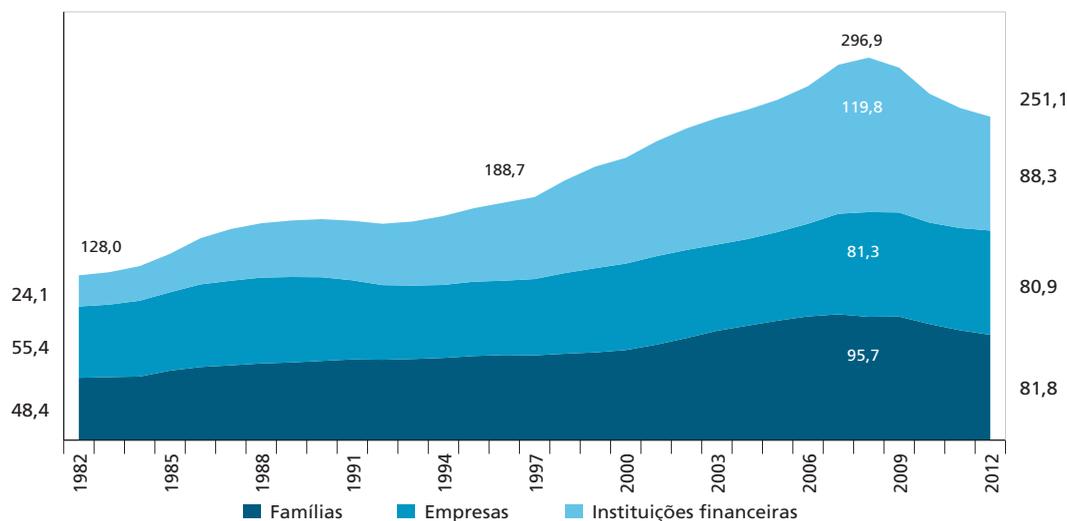
Fonte: Federal Reserve.  
Elaboração do autor.

Se o impacto macroeconômico conseguiu ser revertido no curto prazo, o mesmo não se pode dizer das consequências que a crise de 2008 teve sobre o comportamento do setor privado. Como se pode observar no gráfico 9, ela marcou o fim de um longo ciclo de expansão do crédito nos Estados Unidos. Entre 1982 e 2008, o saldo destas operações passou de 128% do PIB para 297% do PIB, liderado em grande parte pela demanda do setor financeiro. Houve, além disso, um crescimento bastante importante do crédito às empresas e principalmente às famílias, associado, neste último caso, às aquisições de bens e de imóveis.

GRÁFICO 9

**Evolução do crédito ao setor privado nos Estados Unidos**

(Em % do PIB)



Fonte: Federal Reserve.  
Elaboração do autor.

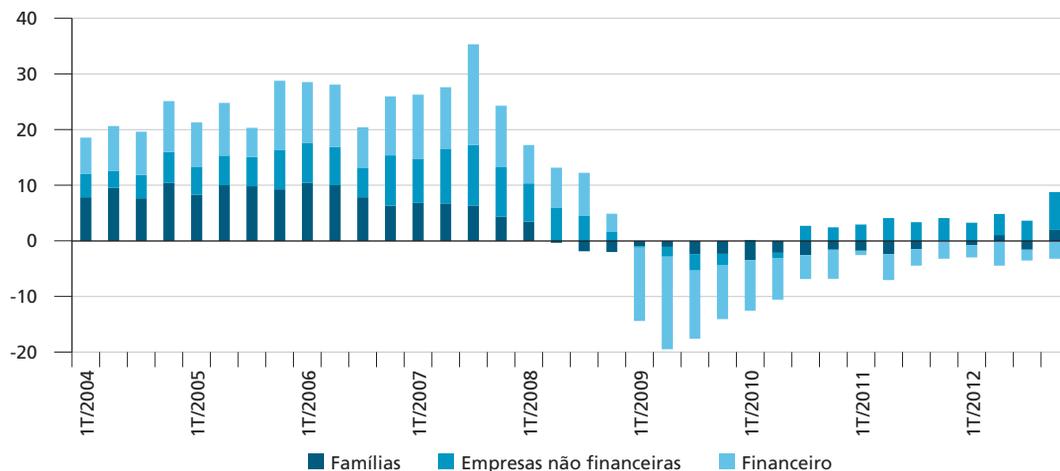
Desde a crise, a desalavancagem já envolveu a destruição de um volume de crédito equivalente a quase 50% do PIB americano, ou seja, mais de 15% do nível máximo atingido em 2008. A maior parte dessa contração foi centrada nas operações com instituições financeiras. O restante basicamente refletiu a redução das operações com as famílias. O impacto negativo sobre os empréstimos às empresas foi, no entanto, muito pequeno.

A intensidade desse processo vem se reduzindo, mas já se prolonga por mais de quatro anos. Apesar da retomada lenta do crescimento das operações

corporativas, o crédito às famílias só demonstrou alguma reação positiva muito recentemente. O setor financeiro, por sua vez, ainda está longe de encerrar seu ciclo de contração (gráfico 10).

A recuperação do crédito às empresas nos Estados Unidos poderia ser interpretada como um sinal de que a experiência americana de saída da crise de 2008 estaria apresentando uma trajetória diferente da japonesa em macroeconômicos. Entretanto, a evolução dos fluxos de fundos americanos surpreendentemente guarda grandes semelhanças com o que ocorreu no Japão nas duas décadas anteriores.

GRÁFICO 10  
Estados Unidos: taxa de crescimento do crédito ao setor privado  
(Em % a.a., T-T4)



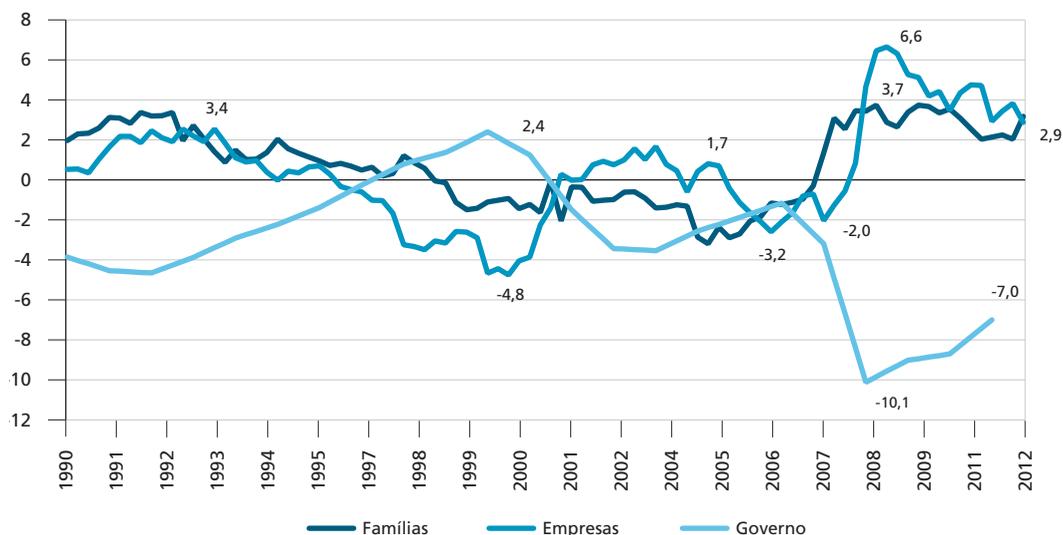
Fonte: Federal Reserve.  
Elaboração do autor.

O gráfico 11 mostra que a reversão pós-crise no comportamento do setor privado nos dois países se deu em magnitudes totais muito semelhantes à experiência japonesa. Houve uma redução de suas despesas líquidas da ordem de 14 p.p. do PIB. A participação das famílias e das empresas em cada país, no entanto, era distinta. A grande diferença foi o comportamento das pessoas físicas, que, nos Estados Unidos, diferentemente do Japão, também reduziram sua posição superavitária. A magnitude da contração da demanda efetiva das empresas americanas também foi menor frente ao PIB que a observada no Japão. Do mesmo modo, nos Estados Unidos, o hiato criado pelo setor privado foi coberto pelo aumento do *deficit* do setor público.

Uma diferença gritante entre as duas experiências é a duração do processo. A alteração no padrão de gastos privados nos Estados Unidos em direção ao *superavit* foi mais rápida e, do mesmo modo, a reversão vem sendo também mais acelerada que a japonesa. Entretanto, o processo de ajuste americano ainda está longe de estar concluído.

A mudança no comportamento das famílias americanas é fácil de ser explicada, tendo em vista seu elevado grau de endividamento e a perda patrimonial que acumularam tanto em ações quanto em imóveis. Entretanto, o mesmo não pode ser dito com relação ao segmento corporativo, cuja situação financeira em nada se assemelha ao que passou no Japão pré-1989. As empresas americanas não estavam tão endividadas nem se encontravam em situação financeira tão frágil antes da crise. Houve problemas localizados em alguns setores, como o automobilístico, que já sofriam de anemia de demanda e falta de competitividade. Entretanto, estas situações pontuais puderam ser sanadas relativamente rápido por meio de aportes de recursos fiscais ou de fusões e aquisições.

GRÁFICO 11  
Estados Unidos: fluxo de fundos  
(Em % do PIB)



Fonte: Federal Reserve.  
Elaboração do autor.

Assim, não há evidências de que a mudança no comportamento financeiro das empresas americanas em direção a um *superavit* expressivo tenha sido adotado como reação a uma situação pré-falimentar generalizada. Não há sinal de um *balance sheet recession*<sup>3</sup> nos Estados Unidos. Assim, apesar das semelhanças aparentes entre o comportamento das empresas americanas e japonesas do ponto de vista dos fluxos de fundos, os reais motivos que moveram estas decisões parecem ter sido bastante distintos.

Essa constatação leva à necessidade de se analisar mais particularmente a relação entre fundos e gastos das corporações dos Estados Unidos nos anos mais recentes, particularmente em termos da geração de lucro e das despesas com investimentos. Como se poder ver no gráfico 12, a partir dos anos 1980, o comportamento entre estas duas variáveis na economia americana apresentaram mudanças importantes. A correlação entre ambas, que foi muito elevada ao longo dos anos dourados do pós-guerra, foi se desfazendo e, nos últimos anos, tornou-se negativa. De acordo com Inker (2013), esta correlação atingiu 0,75 entre 1929 e 1986, 0,46 entre 1986 e 2000, e chegou a -0,48 entre 2000 e 2012.

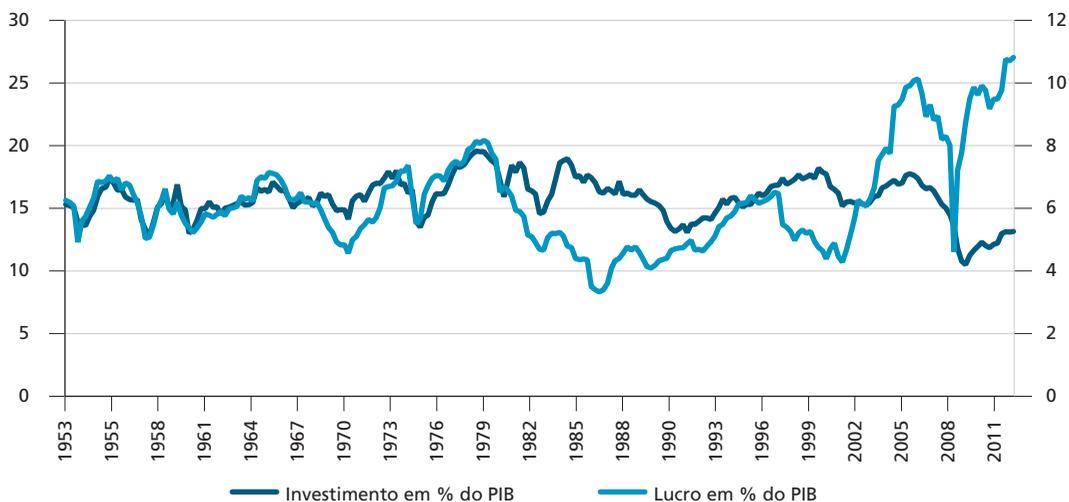
Isso significa dizer que houve uma mudança estrutural no padrão de comportamento das empresas. A antiga determinação microeconômica do lucro para o investimento já não se processa mecanicamente como no passado. As empresas em conjunto estão gerando mais lucros, enquanto seus investimentos caminham no sentido inverso. Do ponto de vista macro, isto significa dizer que o papel de geração de “demanda efetiva”, antes realizado pelas empresas em decorrência de um aumento da rentabilidade, já não está mais ocorrendo. Neste sentido, a sustentação no nível de atividade dependeria, atualmente, de outros segmentos da economia, como o governo e as famílias.

Este trabalho não tem a pretensão de identificar uma resposta definitiva para o fenômeno americano. Trata-se de um fato complexo que exige mais estudo aplicado para permitir uma resposta mais definitiva. Entretanto, algumas possíveis respostas podem, desde já, ser apontadas.

---

3. Trata-se de um tipo específico de recessão, decorrente de desequilíbrios nos balanços das corporações não financeiras.

GRÁFICO 12  
Estados Unidos: investimentos e lucro  
(Em % do PIB)



Fonte: Federal Reserve.  
Elaboração do autor.

A primeira está associada à globalização financeira que se processou a partir da década de 1980. Em uma nova realidade, baseada em uma competição que envolve transações em várias moedas ao mesmo tempo, um ambiente de preços flexíveis e mecanismos financeiros sofisticados, as empresas tendem a ser mais conservadoras em seus investimentos. A segunda diz respeito à mudança na estrutura econômica ocorrida nos Estados Unidos, em que a indústria perdeu muito espaço para o setor de serviços e foi objeto de realocação em outras partes do mundo, particularmente na Ásia. A reação “produtivista” ao aumento dos lucros seria assim menor. Finalmente, um último motivo mais conjuntural estaria relacionado à intensidade da desaceleração produtiva no mundo desde 2008. A redução da taxa de crescimento, particularmente na China, que concentra uma parcela importante do setor industrial em termos globais, gera um nível de ociosidade que necessitará muito tempo e crescimento para ser ocupado, o que deprime o investimento produtivo em todo o mundo.

De qualquer modo, é pacífico que o aumento do lucro, que historicamente foi um dos principais mecanismos privados de retomada do nível de atividade e de investimento, já não tem o mesmo impacto que antigamente. Este fenômeno *per se* tende a tornar a crise que se atravessa atualmente em um episódio mais longo e mais difícil de ser revertido.

## 4 CONCLUSÕES

A crise de 2008 nos Estados Unidos e o estouro da bolha especulativa japonesa de 1989 tiveram como causa imediata as políticas que as autoridades locais – particularmente, os bancos centrais – adotaram para frear as bolhas especulativas em curso em seus principais mercados de ativos domésticos, o de ações e o de imóveis. Apesar da expectativa original de que essa desinflação da riqueza não produziria consequências sistêmicas sobre o restante da economia, nos dois casos, o impacto recessivo foi intenso e de longo prazo.

Em ambos os casos, houve uma brusca mudança no padrão de gasto e financiamento, tanto das empresas não financeiras quanto das famílias. Houve um longo processo de desalavancagem, em que o saldo das operações de crédito do setor privado reduziu-se sensivelmente. No exemplo japonês, a redução do crédito às empresas foi bem mais intensa que nos Estados Unidos, uma vez que este setor saiu da crise em situação financeira muito fragilizada. Já a desalavancagem das empresas americanas foi um processo bem mais suave e de prazo relativamente mais curto.

Apesar dessas diferenças, tanto o setor privado japonês quanto o americano apresentou uma brusca mudança em seu padrão de financiamento e de gasto em termos macroeconômicos. Passaram de uma posição de deficitários para a de superavitários. Isto representou uma redução da demanda efetiva de mais de 10 p.p. do PIB por um período extenso de tempo. Não fosse a intervenção dos governos, a espiral recessiva e deflacionária que estava em curso não teria sido detida.

Os motivos que levaram a essa mudança no comportamento das empresas foram, no entanto, diferentes nos dois casos. As empresas japonesas foram vítimas de um quadro que foi chamado por Richard Koo (2008) de *balance sheet recession*. Apesar de estarem em situação financeira muito difícil por causa do endividamento excessivo, as corporações nipônicas dispunham de fluxos de caixa positivos. Diante deste quadro, houve a disseminação de uma estratégia no setor de reduzir o endividamento, abandonando todas as demais oportunidades de aplicação de recursos, apesar de as taxas de juros praticadas nos mercados financeiros serem historicamente baixas e próximas de zero.

As empresas americanas não sofreram em 2008 um revés financeiro da mesma magnitude nem da mesma natureza que as japonesas. Apesar de problemas pontuais em alguns setores, como o automobilístico, seu endividamento e lucro mantiveram-se em níveis adequados. A opção por acumular saldos financeiros, que se acentuou depois da crise, parece ser parte de uma mudança de mais longo prazo, que vem sendo observada nas empresas e vem reduzindo a relação que historicamente foi bastante elevada entre lucros e investimento. Este tipo de comportamento compromete o dinamismo da economia no longo prazo e aumenta ainda mais a responsabilidade sobre o Estado como elemento gerador de demanda efetiva e, conseqüentemente, de emprego.

## REFERÊNCIAS

BERNANKE, B. S. **The great moderation**. Washington: FRB, Feb. 2004a. Disponível em: <<http://goo.gl/xvFd6a>>.

\_\_\_\_\_. **Money, gold and the Great Depression**. Washington: FRB, Mar. 2004b. Disponível em: <<http://goo.gl/iMzIrR>>.

\_\_\_\_\_. **The subprime mortgage market**. *In*: ANNUAL CONFERENCE ON BANK STRUCTURE AND COMPETITION, 43. Chicago: FRB, May 2007. Disponível em: <<http://goo.gl/8lo8dw>>.

BORDO, M.; MURSHID, A. **The international transmission of financial crises before World War II: was there contagion?** Helsinki: UNU, 1999. Disponível em: <<http://goo.gl/xZ3VGr>>.

CONSELHO DE MINISTROS DO JAPÃO. Estatísticas. Outubro de 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/qms6kS>>.

FEDERAL RESERVE. Federal Reserve Data. Out. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/VIbO5f>>.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. World Economic Outlook Database. Out. 2012. Disponível em: <<https://goo.gl/XccpvZ>>.

INKER, B. A funny thing happened on the way to equilibrium GMO. **Quarterly letter**, Boston, Apr. 2013.

KEYNES, J. M. **A treatise on money**. London: Macmillan, 1952. v. 2.

KINDLEBERGER, C.; ALIBER, R. **Manias, panics and crashes: a history of financial crises**. London: Palgrave Macmillan, 2005.

KOO, R. C. **The holy grail of macroeconomics: lessons from Japan's great recession**. Singapore: John Wiley & Sons, 2008.

- MADDISON, A. **The world economy**: a millennium perspective. Paris: OECD, 2001.
- OFFICER, L.; WILLIAMSON, S. **What was the Japan GDP or CPI then?** New York, Apr. 2012.
- SHILLER, R. **Historical Case-Shiller**. 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/ng0HIZ>>.
- TAVARES, M. C. A retomada da hegemonia norte-americana. *In*: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Org.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997.
- TORRES, E. T. A crise da economia japonesa nos anos 1990: impactos da bolha especulativa. **Revista de economia política**, São Paulo, v. 17, n. 1 (65), p. 5-19, jan./mar.1997.
- \_\_\_\_\_. **A crise do sistema financeiro globalizado contemporâneo**. Brasília: Ipea; Rio de Janeiro: Rede Desenvolvimentista, 2013.
- TORRES, E. T.; BORÇA, G. Origens e desdobramentos da crise do *subprime*. *In*: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (Orgs.). **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009.

#### BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- BRUNER, R.; CARR, S. **The panic of 1907**: lessons from the market's perfect storm. New York: John Wiley & Sons, 2007.
- KEYNES, J. M. **A tract on monetary reform**. London: Macmillan, 1924.
- TORRES, E. T. O pânico de 2008 e a longa recessão: onde estamos e para onde vamos? **Revista econômica**, Niterói, v. 13, n. 2, dez. 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/Ar6mpe>>.



## EDITORIAL

### Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

### Supervisão

Everson da Silva Moura

Reginaldo da Silva Domingos

### Revisão

Ângela Pereira da Silva de Oliveira

Clícia Silveira Rodrigues

Idalina Barbara de Castro

Leonardo Moreira Vallejo

Marcelo Araujo de Sales Aguiar

Marco Aurélio Dias Pires

Olavo Mesquita de Carvalho

Regina Marta de Aguiar

Bárbara Seixas Arreguy Pimentel (estagiária)

Erika Adami Santos Peixoto (estagiária)

Jéssica de Almeida Corsini (estagiária)

Laryssa Vitória Santana (estagiária)

Manuella Sâmella Borges Muniz (estagiária)

Thayles Moura dos Santos (estagiária)

Thércio Lima Menezes (estagiário)

### Editoração

Bernar José Vieira

Cristiano Ferreira de Araújo

Daniella Silva Nogueira

Danilo Leite de Macedo Tavares

Diego André Souza Santos

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

### Capa

Luís Cláudio Cardoso da Silva

### Projeto Gráfico

Renato Rodrigues Bueno

*The manuscripts in languages other than Portuguese published herein have not been proofread.*

### Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)







### **Missão do Ipea**

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.



**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Secretaria de  
Assuntos Estratégicos

