

Depressões e crises

CAPÍTULO 22

Olivier Blanchard
Pearson Education

Depressões e crises

Capítulo 22: Depressões e crises

Uma **depressão** é uma recessão profunda e de longa duração.

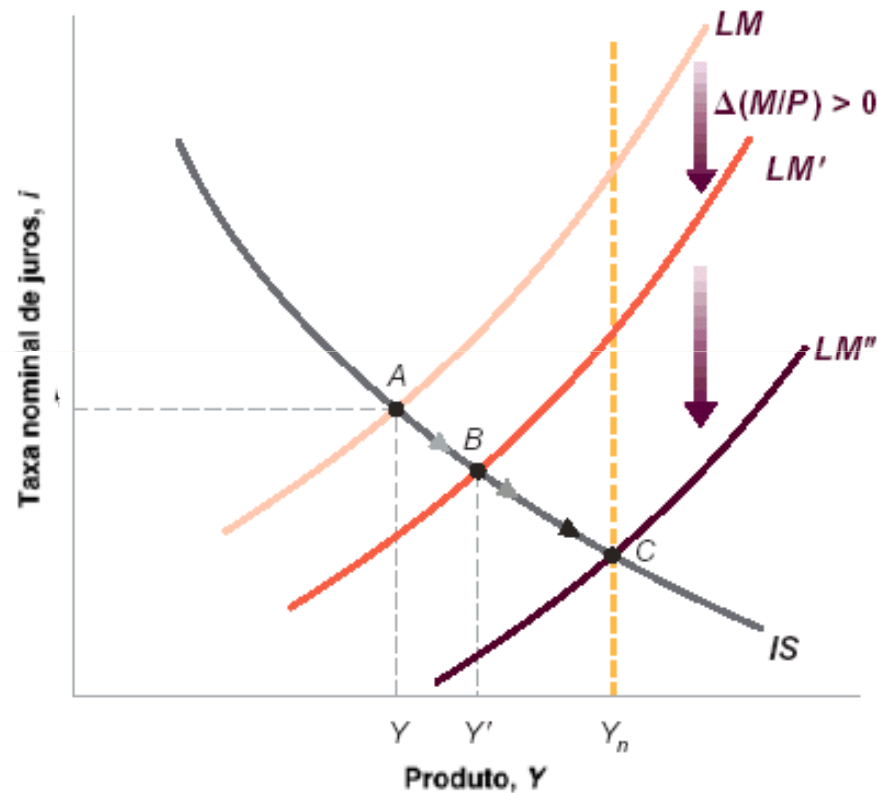
Uma **crise** é um longo período de crescimento baixo ou nulo, mais prolongado do que uma recessão típica, porém menos profundo do que uma depressão.

22.1 Desinflação, deflação e a armadilha da liquidez

Figura 22.1

Retorno do produto a seu nível natural

Um produto baixo leva a uma diminuição do nível de preços. A diminuição do nível de preços leva a um aumento do estoque real de moeda. A curva LM desloca-se para baixo e continua a se deslocar para baixo até que o produto tenha voltado ao nível natural de produto.



Desinflação, deflação e a armadilha da liquidez



A partir do argumento desenvolvido no Capítulo 7, e deste gráfico:

- O produto está agora abaixo do nível natural de produto devido a um choque adverso.
- O fato de o produto estar abaixo do nível natural de produto leva a uma diminuição do nível de preços ao longo do tempo.
- Enquanto o produto permanecer abaixo de seu nível natural, o nível de preços continuará a cair e a curva LM continuará a se deslocar para baixo.

Os capítulos 8 e 9 apresentaram uma versão mais realista do modelo.

- Suponha que o produto esteja abaixo do nível natural de produto – de modo equivalente, que a taxa de desemprego esteja acima da taxa natural de desemprego.
- Com a taxa de desemprego acima da taxa natural, a inflação cai ao longo do tempo.

Desinflação, deflação e a armadilha da liquidez



O mecanismo interno que tira as economias das recessões é:

- Um produto abaixo do nível natural de produto, que leva a uma inflação menor.
- Uma inflação menor que leva, por sua vez, a um crescimento de moeda real maior.
- Um crescimento de moeda real maior que leva a um aumento do produto ao longo do tempo.

Esse mecanismo não é, contudo, infalível.

Taxa nominal de juros, taxa real de juros e inflação esperada

Lembre-se, conforme visto no Capítulo 14, que:

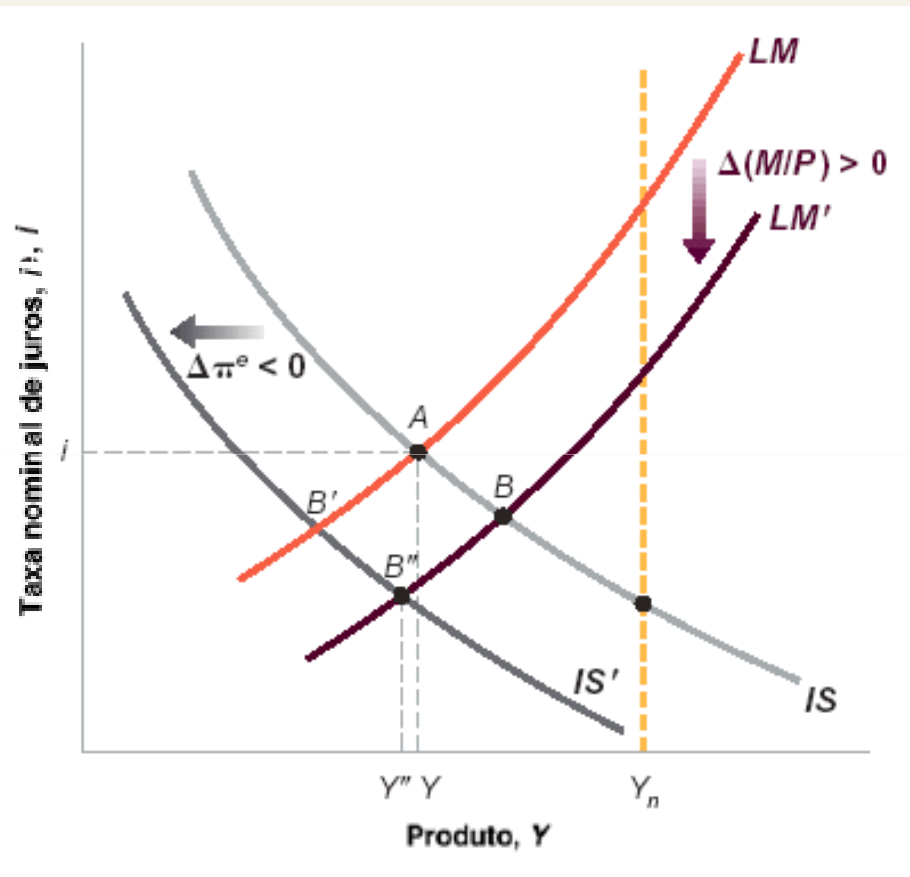
- O que importa para as decisões de gastos e, desse modo, o que entra na relação *IS*, é a *taxa real de juros* — a taxa de juros em termos de bens.
- O que importa para a demanda por moeda e, desse modo, o que entra na relação *LM*, é a *taxa nominal de juros* — a taxa de juros em termos de dólares.

Taxa nominal de juros, taxa real de juros e inflação esperada

Figura 22.2

Efeitos de uma inflação menor sobre o produto

Quando a inflação diminui em resposta a um produto baixo, há dois efeitos. (1) o estoque real de moeda aumenta, levando a curva *LM* a se deslocar para baixo. (2) a inflação esperada diminui, levando a curva *IS* a se deslocar para a esquerda. O resultado pode ser uma diminuição adicional do produto.



Taxa nominal de juros, taxa real de juros e inflação esperada



Como o produto está abaixo do nível natural de produto, a inflação cai. A diminuição da inflação tem agora dois efeitos:

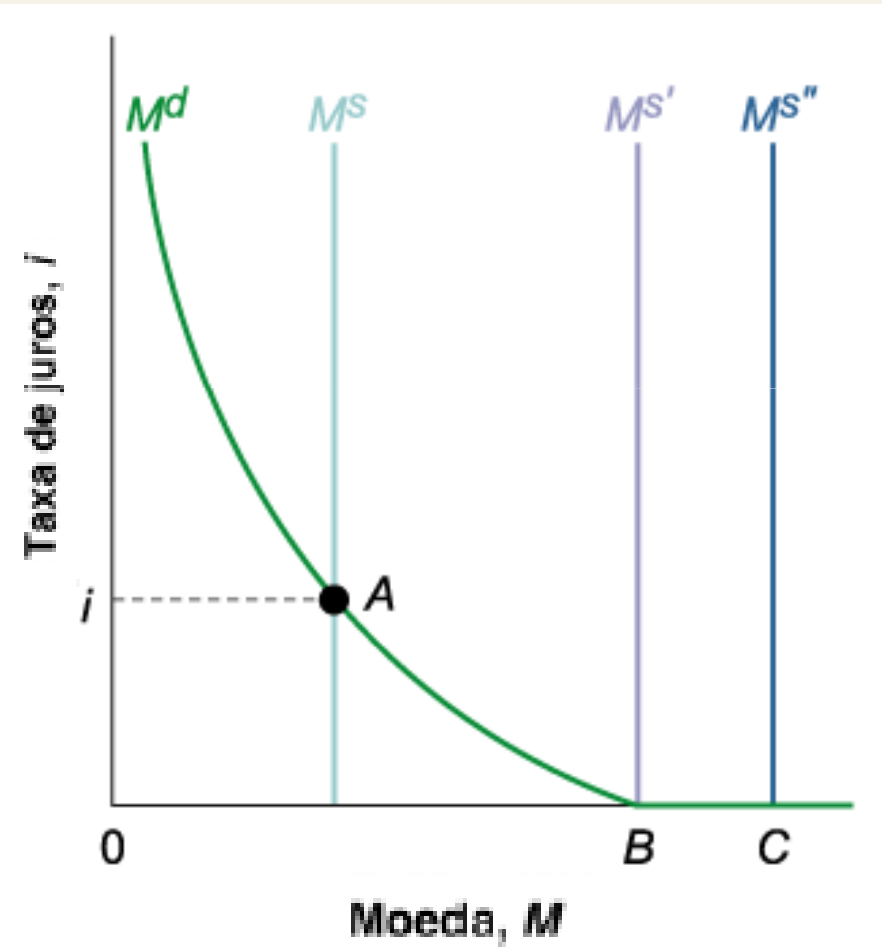
- O primeiro efeito é aumentar o estoque real de moeda e deslocar a curva *LM* para baixo. Esse deslocamento tende a aumentar o produto.
- O segundo efeito é que, para uma dada taxa nominal de juros, a diminuição da inflação esperada *umenta* a taxa real de juros.

Armadilha da liquidez

Figura 22.3

Demanda por moeda, oferta de moeda e a armadilha da liquidez

Quando a taxa nominal de juros é igual a zero, e uma vez que as pessoas tenham dinheiro suficiente para suas transações, elas se tornam indiferentes entre reter moeda ou títulos. A demanda por moeda se torna horizontal. Isso implica que, quando a taxa nominal de juros é igual a zero, aumentos adicionais da oferta de moeda não têm qualquer efeito sobre a taxa nominal de juros.



Armadilha da liquidez

A demanda por moeda está mostrada na Figura 22.3

- À medida que a taxa nominal de juros diminui, as pessoas desejam reter mais moeda.
- À medida que a taxa nominal de juros se torna igual a zero, as pessoas desejam reter um montante de moeda pelo menos igual à distância OB: esse é o montante de que elas precisam para suas transações.

Armadilha da liquidez

Agora vejamos os efeitos de um aumento da oferta de moeda:

- Partindo do equilíbrio de M^s e i no ponto A, um aumento da oferta de moeda leva a uma diminuição da taxa nominal de juros.
- Considere agora o caso em que a oferta de moeda se encontra no ponto B ou C. Em ambos os casos, a taxa nominal de juros inicial é igual a zero, e um aumento da oferta de moeda não tem nenhum efeito sobre a taxa nominal de juros nesse ponto.

Armadilha da liquidez

A armadilha da liquidez descreve uma situação em que política monetária expansionista torna-se impotente. O aumento da moeda cai em uma armadilha da liquidez: as pessoas estão dispostas a reter mais moeda (mais liquidez) à mesma taxa nominal de juros.

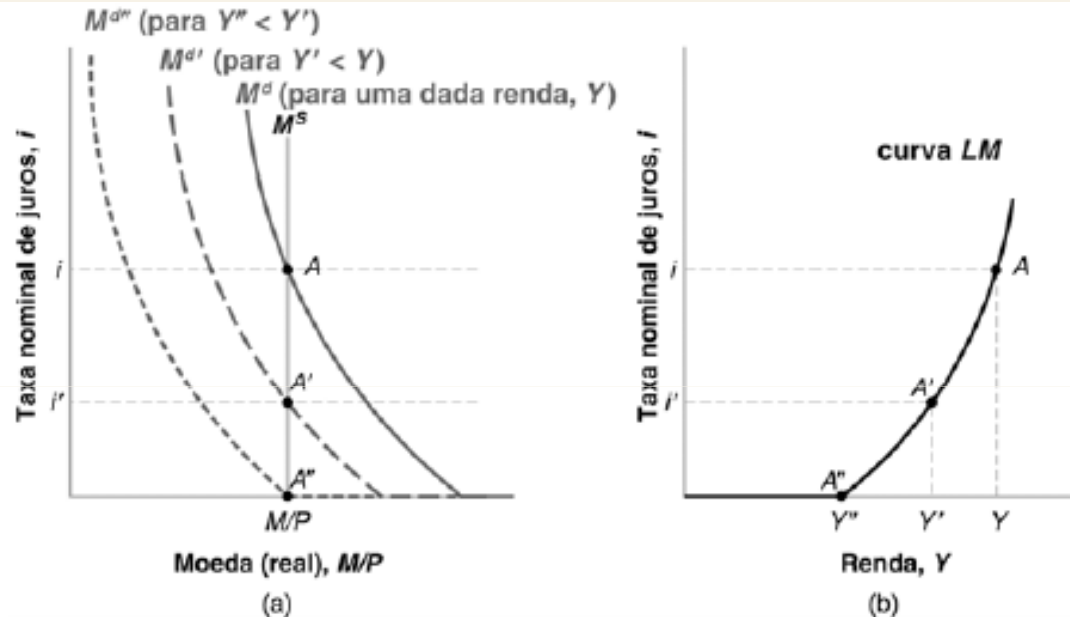
O Banco Central pode aumentar a 'liquidez', mas a moeda adicional é retida pelos investidores financeiros a uma taxa de juros inalterada, ou seja, zero.

Armadilha da liquidez

Figura 22.4

Derivação da curva LM na presença de uma armadilha da liquidez

Para níveis baixos de produto, a curva *LM* é um segmento horizontal, com uma taxa nominal de juros igual a zero. Para níveis de produto maiores, a curva *LM* é positivamente inclinada. Um aumento da renda leva a um aumento da taxa nominal de juros.

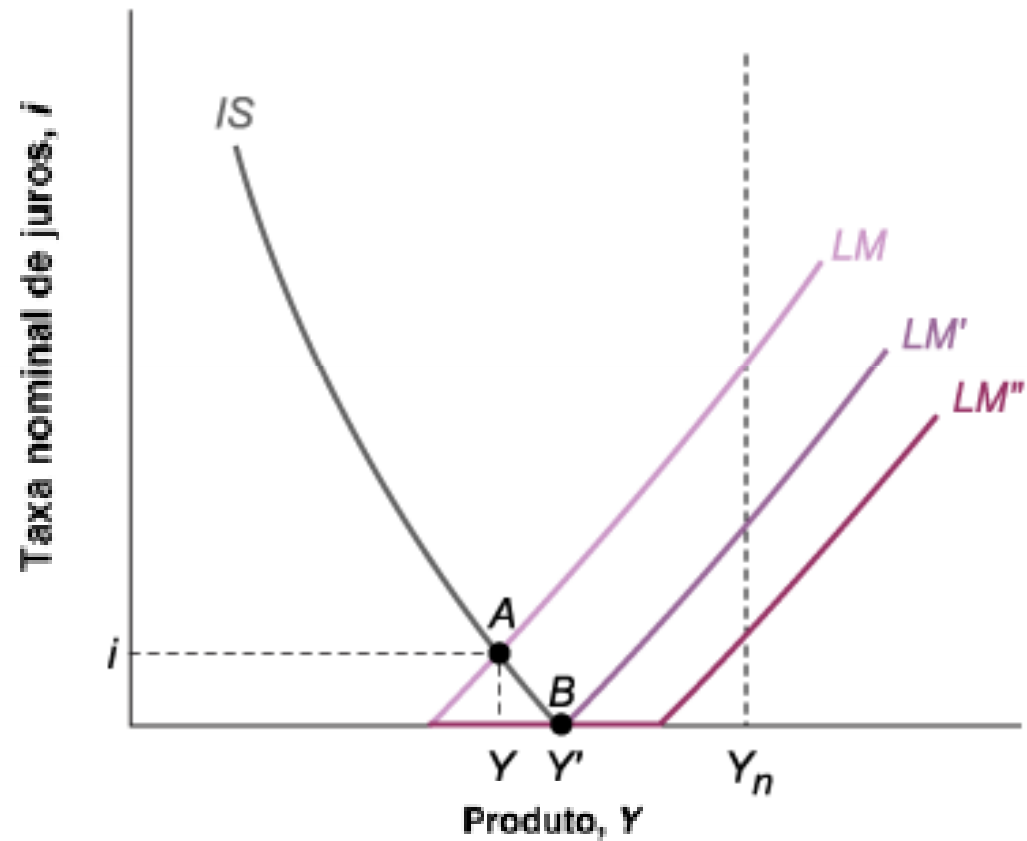


Armadilha da liquidez

Figura 22.5

O modelo IS-LM e a armadilha da liquidez

Na presença de uma armadilha da liquidez, existe um limite para quanto a política monetária pode aumentar o produto. A política monetária pode não conseguir aumentar o produto de volta a seu nível natural.



Juntando as coisas: armadilha da liquidez e deflação

- O valor da taxa real de juros correspondente a uma taxa nominal de juros igual a zero depende da taxa de inflação esperada. Por exemplo, se a inflação esperada for 10%, então:

$$r = i - \pi^e = 0\% - 10\% = -10\%$$

- A uma taxa real de juros negativa de 10%, os gastos de consumo e investimento provavelmente serão muito altos. A armadilha da liquidez provavelmente não será um problema sério quando a inflação for alta.

Juntando as coisas: armadilha da liquidez e deflação

Se um país estiver em recessão e a taxa de inflação for negativa – digamos, de 5% –, então mesmo que a taxa nominal de juros fosse igual a zero a taxa real de juros ainda seria positiva.

$$r = i - \pi^e = 0\% - (-5\%) = 5\%$$

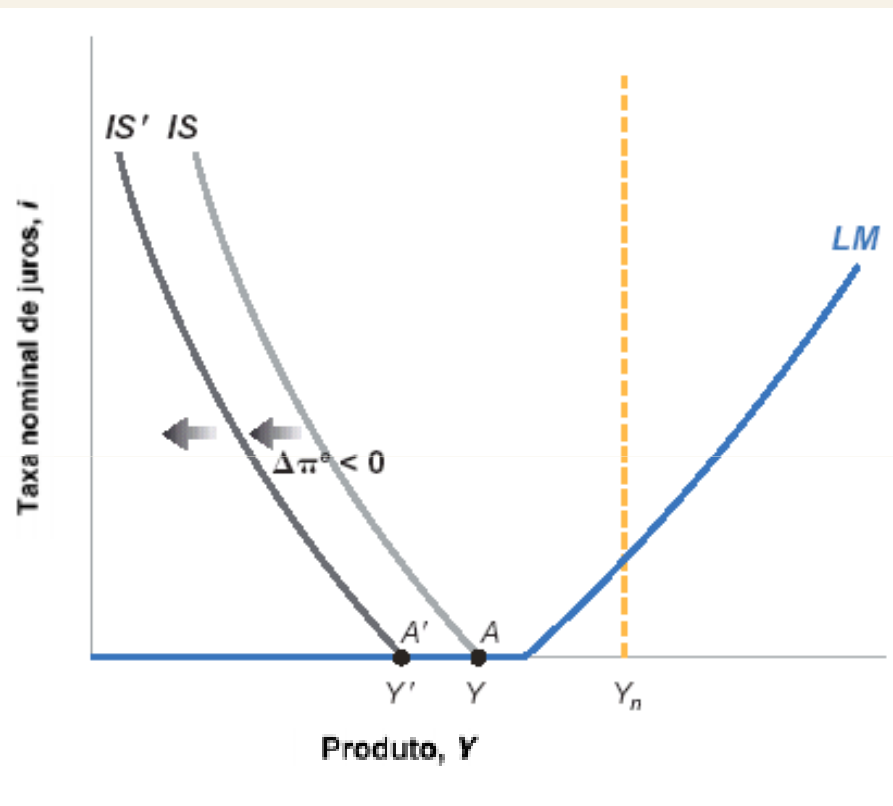
Nesse caso, não há nada que a política monetária possa fazer para aumentar o produto acima do nível natural de produto.

Juntando as coisas: armadilha da liquidez e deflação

Figura 22.6

A armadilha da liquidez e a deflação

Suponha que a economia esteja em uma armadilha da liquidez e que haja deflação. O produto abaixo do nível natural de produto leva a mais deflação ao longo do tempo, que leva a um aumento adicional da taxa real de juros, e leva a um deslocamento adicional da curva IS para a esquerda. Esse deslocamento leva a uma diminuição adicional do produto, que leva a mais deflação, e assim por diante.



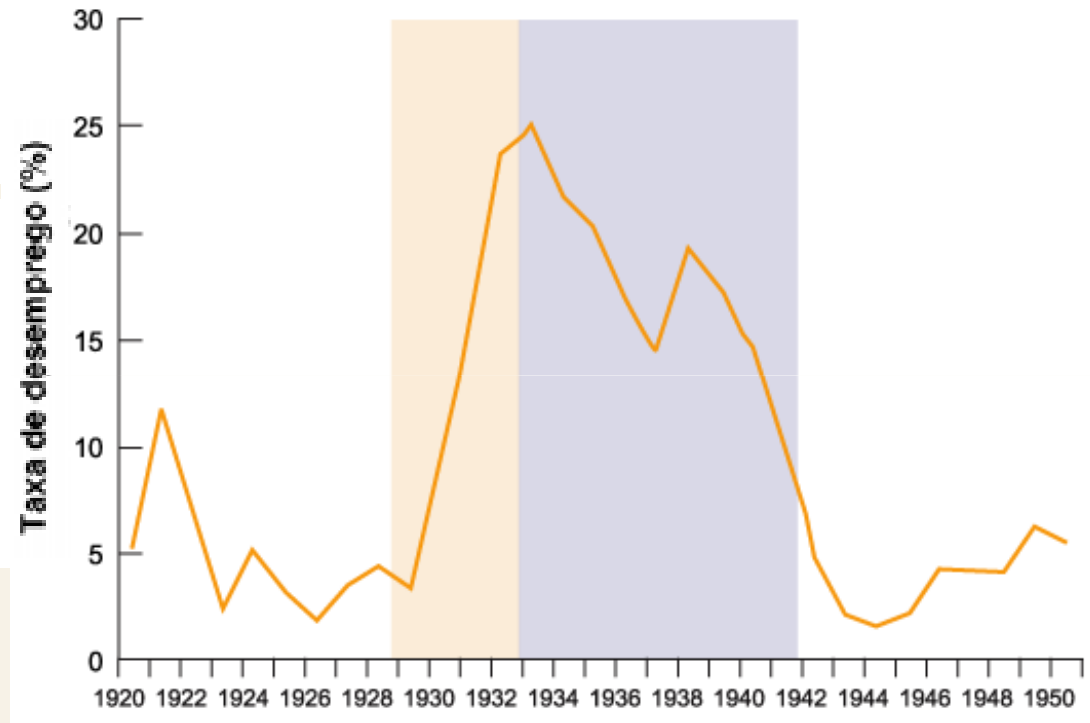
22.2

A Grande Depressão

Figura 22.7

Taxa de desemprego dos Estados Unidos, 1920-1950

A Grande Depressão foi caracterizada por um aumento acentuado do desemprego, seguido por um lento declínio.



A Grande Depressão

Tabela 22.1 Desemprego, crescimento do produto, preços e moeda nos Estados Unidos, 1929–1942

Ano	Taxa de desemprego (%)	Taxa de crescimento do produto (%)	Nível de preços	Estoque nominal de moeda
1929	3,2	- 9,8	100,0	26,6
1930	8,7	- 7,6	97,4	25,7
1931	15,9	- 14,7	88,8	24,1
1932	23,6	-1,8	79,7	21,1
1933	24,9	9,1	75,6	19,9
1934	21,7	9,9	78,1	21,9
1935	20,1	13,9	80,1	25,9
1936	16,9	5,3	80,9	29,5
1937	14,3	-5,0	83,8	30,9
1938	19,0	8,6	82,2	30,5
1939	17,2	8,5	81,0	34,1
1940	14,6	16,1	81,8	39,6
1941	9,9	12,9	85,9	46,5
1942	4,7	13,2	95,1	55,3

A Grande Depressão

Se nos concentrarmos somente no desemprego e no produto, dois fatos surgem da tabela:

- Quanto e com que profundidade o produto caiu no início da Depressão.
- Quanto tempo levou para cair o desemprego.

A queda inicial dos gastos

A recessão já havia, na verdade, começado antes do colapso da bolsa de valores em outubro de 1929. No entanto, o colapso foi importante. O colapso da bolsa de valores não só reduziu a riqueza dos consumidores como também aumentou sua incerteza sobre o futuro.

A queda inicial dos gastos

Figura 22.8

Índice composto S&P, 1920-1950

De setembro de 1929 a junho de 1932, o índice da bolsa de valores caiu de 313 para 47 e depois se recuperou lentamente.



A contração da moeda nominal

O impacto do colapso da bolsa de valores foi potencializado por um grave erro de política econômica — a saber, uma grande diminuição do estoque nominal de moeda.

Tabela 22.2 Moeda nominal e moeda real, 1929–1933

Ano	Estoque nominal de moeda ($M1$)	Base monetária (H)	Multiplicador monetário ($M1/H$)	Estoque real de moeda ($M1/P$)
1929	26,6	7,1	3,7	26,4
1930	25,7	6,9	3,7	26,0
1931	24,1	7,3	3,3	26,5
1932	21,1	7,8	2,7	25,8
1933	19,4	8,2	2,4	25,6

A contração da moeda nominal

A relação entre estoque nominal de moeda, $M1$, e base monetária, H , é dada por:

$$M1 = H \times \text{multiplicador monetário}$$

Durante a Grande Depressão, a diminuição da oferta de moeda veio de uma diminuição do multiplicador monetário ($M1/H$), à medida que as pessoas passaram dos depósitos à vista para moeda manual.

A diminuição da oferta de moeda foi aproximadamente proporcional à diminuição do nível de preços. Em consequência, a curva LM permaneceu praticamente inalterada.

Os efeitos adversos da deflação

O resultado do produto baixo foi uma forte deflação e um forte aumento da taxa real de juros.

Tabela 22.3 Taxa nominal de juros, inflação e taxa real de juros, 1929–1933

Ano	Taxa nominal de juros de um ano (%), i	Taxa de inflação (%), π	Taxa real de juros de um ano (%), r
1929	5,3	- 0,0	5,3
1930	4,4	- 2,5	6,9
1931	3,1	- 9,2	12,3
1932	4,0	- 10,8	14,8
1933	2,6	- 5,2	7,8

A recuperação

A política monetária desempenhou um papel importante na recuperação. De 1933 a 1941, o estoque nominal de moeda cresceu 140%, e o estoque real de moeda cresceu 100%. Esses aumentos resultaram de aumentos da base monetária, e não do multiplicador monetário.

A recuperação

Entre os outros fatores que desempenharam um papel importante, temos:

O **Novo Contrato (*New Deal*)** — o conjunto de programas implementados pelo governo Roosevelt.

A criação da Seguradora Federal de Depósitos (*Federal Deposit Insurance Corporation* — FDIC).

- Outros programas administrados pela **Administração da Recuperação Nacional (National Recovery Administration — NRA)**, entre os quais a **Lei da Recuperação Industrial Nacional (National Industrial Recovery Act — NIRA)**, de 1933.

A recuperação

Entre os outros fatores que desempenharam um papel importante, temos:

- O fato de que, embora o desemprego ainda estivesse alto, o crescimento do produto também estava alto.
- A percepção de uma ‘mudança de regime’ associada à eleição de Roosevelt.

O espetacular crescimento do Japão a partir do final da Segunda Guerra Mundial terminou abruptamente no início da década de 1990.

De 1992 a 2002, a economia passou por um período prolongado de baixo crescimento — a chamada crise japonesa.

O baixo crescimento do produto levou a um aumento contínuo do desemprego e a uma diminuição constante da taxa de inflação ao longo do tempo.

A crise japonesa

Tabela 22.4 Crescimento do produto, desemprego e inflação: Japão desde 1990

Ano	Taxa de crescimento do produto (%)	Taxa de desemprego (%)	Taxa de inflação (%)
1990	5,2	2,1	2,4
1991	3,4	2,1	3,0
1992	1,0	2,2	1,7
1993	0,2	2,5	0,6
1994	1,1	2,9	0,1
1995	1,9	3,1	-0,4
1996	3,4	3,4	-0,8
1997	1,9	3,4	0,4
1998	-1,1	3,4	-0,1
1999	0,1	4,1	-1,4
2000	2,8	4,7	-1,6
2001	0,4	5,0	-1,6
2002	-0,3	5,4	-1,2
2003	2,7	5,3	-2,5
2004*	3,0	5,0	-1,8

A crise japonesa

A tabela sugere as seguintes conclusões:

- O crescimento do produto tem sido extremamente baixo.
- O baixo crescimento do produto levou a um aumento contínuo do desemprego.
- Um crescimento baixo e um desemprego alto levaram a uma queda contínua da taxa de inflação no Japão ao longo do tempo.

Ascensão e queda do Nikkei

Pode haver dois motivos para que o preço de uma ação aumente:

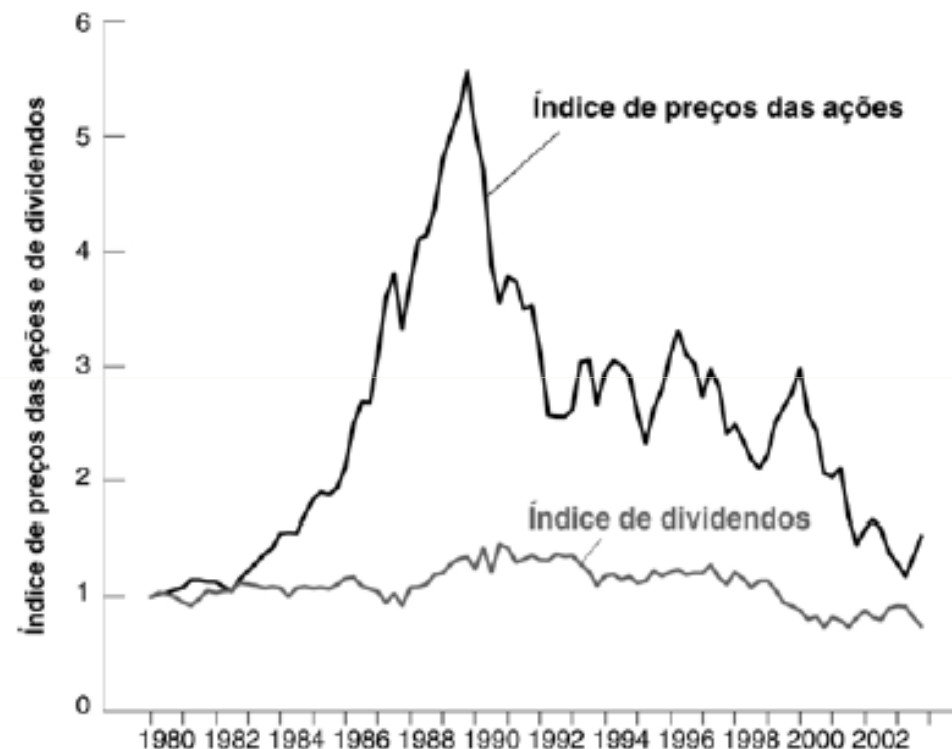
- Uma mudança no valor fundamental do preço da ação, que depende do valor presente esperado de dividendos futuros.
- Uma bolha especulativa: os investidores compram a um preço maior simplesmente porque esperam que o preço seja ainda maior no futuro.

Ascensão e queda do Nikkei

Figura 22.9

Preço das ações e dividendos: Japão, desde (1980-1)

O aumento dos preços das ações na década de 1980 e a queda subsequente não estão associados a um movimento paralelo dos dividendos.



Ascensão e queda do Nikkei

O fato de que os dividendos permaneceram constantes enquanto o índice de preços das ações aumentou é um forte indício da existência de uma bolha especulativa no Nikkei.

A queda rápida dos preços das ações teve um impacto importante sobre os gastos — o consumo foi menos afetado, mas o investimento despencou.

Tabela 22.5 Crescimento do PIB, do consumo e do investimento no Japão, 1988–1993

Ano	PIB (%)	Consumo (%)	Investimento (%)
1988	6,5	5,1	15,5
1989	5,3	4,7	15,0
1990	5,2	4,6	10,1
1991	3,4	2,9	4,3
1992	1,0	2,6	-7,1
1993	0,2	1,4	-10,3

O fracasso das políticas monetária e fiscal



- A política monetária foi usada, porém tarde demais, e, quando foi usada, enfrentou os problemas gêmeos da armadilha da liquidez e da deflação.

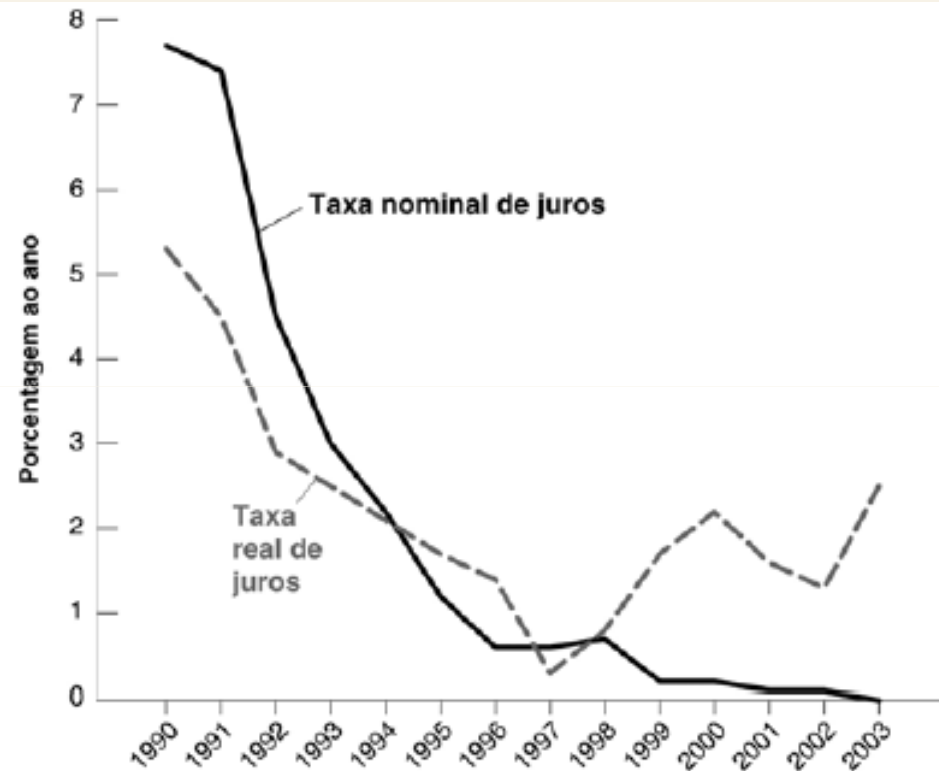
O Banco do Japão (BoJ) cortou a taxa nominal de juros, mas fez isso muito lentamente, e o efeito acumulado do baixo crescimento foi tal que a inflação passou a ser deflação. Conseqüentemente, a taxa real de juros ficou maior do que a taxa nominal de juros.

O fracasso das políticas monetária e fiscal

Figura 22.10

Taxa nominal de juros e taxa real de juros no Japão desde 1990

O Japão está em uma armadilha da liquidez desde meados da década de 1990. A taxa nominal de juros está próxima de zero, e a taxa de inflação tem sido negativa. Mesmo a uma taxa nominal de juros igual a zero, a taxa real de juros permanece positiva.



O fracasso das políticas monetária e fiscal



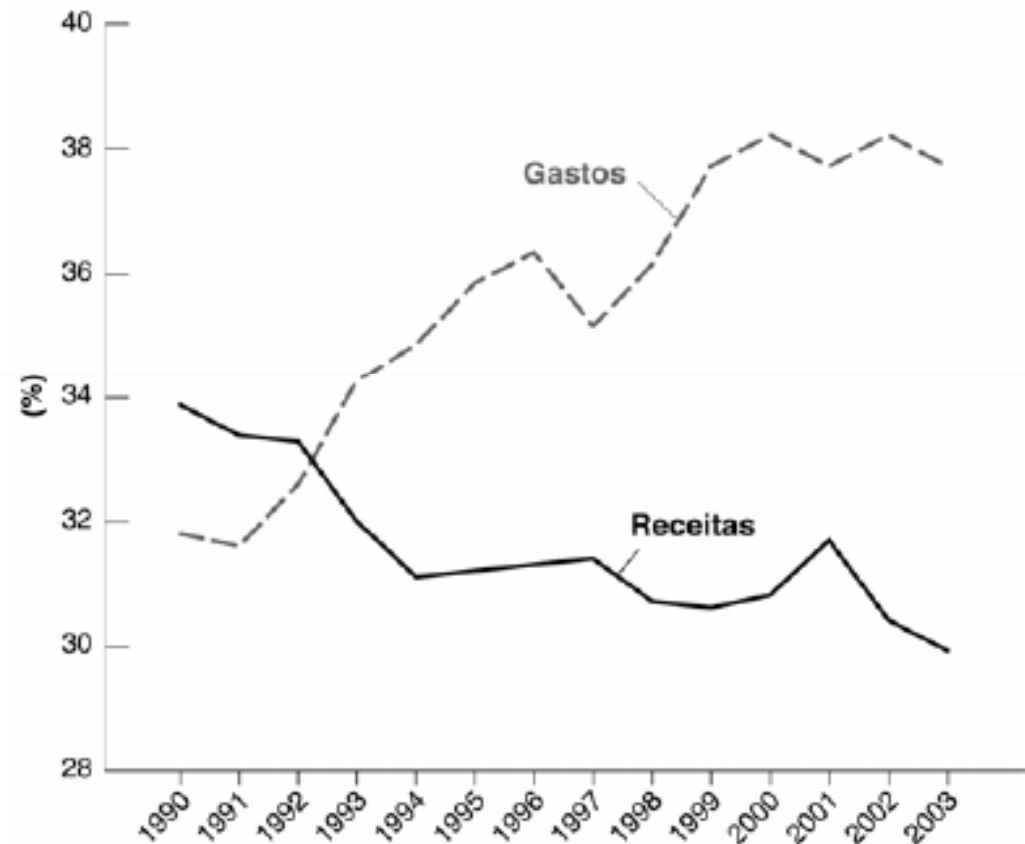
- A política fiscal também foi usada. Os impostos diminuíram no início da crise e houve um aumento contínuo nos gastos do governo ao longo da década.
A política fiscal ajudou, mas não foi suficiente para aumentar os gastos e o produto.

O fracasso das políticas monetária e fiscal

Figura 22.11

Gastos e receitas do governo (em porcentagem do PIB) no Japão desde 1990

Os gastos do governo aumentaram e as receitas do governo diminuíram continuamente na década de 1990, levando a um déficit cada vez maior.



A recuperação

O crescimento do produto tem sido maior desde 2003, e a maioria dos economistas prevê, com cautela, que a recuperação continuará. Isso levanta nosso último conjunto de perguntas: Quais são os fatores por trás da recuperação atual?

Parece haver dois fatores principais.

Uma mudança no regime de política monetária



Sugere-se que, mesmo que a taxa nominal de juros já seja igual a zero e, assim, não possa ser reduzida ainda mais, o Banco Central ainda possa baixar a taxa real de juros ao afetar as expectativas de inflação.

A faxina do sistema bancário

Tornou-se claro na década de 1990 que o sistema bancário do Japão estava com problemas. A partir de 2002, o governo aumentou a pressão sobre os bancos para reduzir os *empréstimos irrecuperáveis*, e os bancos, por sua vez, aumentaram a pressão sobre as empresas insolventes para que se reestruturassem ou fechassem.

Do mesmo modo que na Grande Depressão dos Estados Unidos, a diminuição acentuada do crescimento do produto no Japão no início da década de 1990 deixou muitas empresas incapazes de quitar seus empréstimos bancários.

Figura 1***O balancete patrimonial do banco***

Ativos	Passivo
Empréstimo: US\$ 100	Depósitos: US\$ 50 Patrimônio líquido: US\$ 50

Palavras-chave

- depressão
- crise
- armadilha da liquidez
- Novo Contrato (*New Deal*)
- Administração da Recuperação Nacional (*National Recovery Administration - NRA*)
- Lei da Recuperação Nacional (*National Industrial Recovery Act - NIRA*)