

# A natureza da actual recessão

**A** recessão que tem atingido a economia americana desde o final de 2007 tem sido frequentemente comparada à Grande Depressão dos anos 1930<sup>1</sup>.

Mas uma análise das principais estatísticas parece sugerir que se trata de uma comparação descabida. Na Grande Depressão de 1929-33, o PIB diminuiu quase 30% e o desemprego aumentou para 25% da população activa. Em contraste, desde o fim de 2007 o PIB caiu apenas 3,7% e prevê-se que a taxa de desemprego não venha a ultrapassar 11%. Assim sendo, por que não se compara antes a actual recessão com as recessões de escala mais semelhante do pós-guerra – por exemplo, com a recessão do início dos anos 1980, quando houve uma redução do PIB de 3% e a taxa de desemprego subiu até 10,2%?

A resposta é que os mecanismos *qualitativos* associados à actual recessão são semelhantes aos da Grande Depressão e distintos das recessões típicas do pós-guerra.

2. A recessão de 1981-2 foi, na realidade, uma criação deliberada do *Federal Reserve* (*Fed*), que aumentou a taxa de juro até 17% para contrair a despesa em consumo e investimento de forma a reduzir a taxa de inflação (que estava acima de 10%). Assim que a inflação desceu, o *Fed* reduziu a taxa de juro e a economia, que tinha capacidade produtiva disponível, retomou um crescimento rápido. As outras recessões do pós-guerra foram combatidas de forma semelhante: simplesmente através de descidas da taxa de juro. Mas na actual recessão (e à semelhança do que se passou na América nos anos 1930 e também no Japão nos anos 1990) o *Fed* desceu a taxa de juro até ao limite – 0% – e, apesar disso, foi incapaz de conter a queda da despesa em consumo e investimento privados.

3. A outra – e principal – razão por que se compara a actual recessão com a Grande Depressão é que ambas foram provocadas por crises financeiras. Na Grande Depressão, a queda do preço das acções e a falência de milhares de bancos conduziram ao bloqueamento do crédito e à quebra da confiança, que depois provocaram o colapso da actividade económica e do emprego. Na actual recessão, a queda do preço das casas e a falência de alguns bancos impor-

tantes ameaçaram desencadear um processo semelhante. O momento crucial ocorreu em Setembro de 2008, quando o governo americano deixou falir o banco Lehman Brothers, *sem que os respectivos credores tivessem sido protegidos*.

Este acontecimento criou subitamente o pânico entre os investidores financeiros de que o mesmo pudesse vir a acontecer a outros bancos. Como consequência, os bancos passaram de repente a ter enormes dificuldades *em manter o financiamento de que estavam dependentes* – e, por esse motivo, viram-se forçados a diminuir o crédito à economia.

Isto gerou o receio de um colapso do crédito e, por isso, conduziu a uma queda abrupta da confiança na evolução da economia – o que, agora por motivos de precaução, reforçou a contracção do crédito pelos bancos. Os dois factos precedentes – a diminuição do crédito à economia e a quebra dramática da confiança – provocaram uma redução acentuada da despesa privada. As famílias, restringidas no crédito e receando o desemprego, diminuíram o consumo – em especial de bens duradouros; e as empresas, também restringidas no crédito e prevendo uma diminuição das suas vendas, diminuíram as aquisições de bens de capital.

Como consequência, gerou-se um ciclo vicioso, tipicamente keynesiano e semelhante ao verificado nos anos 1930: A diminuição das despesas em consumo e em bens de investimento provocou uma diminuição das vendas e da produção das empresas, e um aumento do desemprego. Por sua vez, o aumento do desemprego contribuiu para a continuação da diminuição do consumo, enquanto a diminuição das vendas das empresas continuou a desencorajar o investimento. E assim sucessivamente.

No entanto, a dinâmica recessiva veio a revelar-se muito menos intensa, e prevê-se que venha a ser mais curta, do que nos anos 1930. Porque terá sido a evolução da economia agora mais suave?

## Porque não houve uma nova Grande Depressão?

Numa palavra, a resposta é: por causa da intervenção dos poderes públicos – isto é, do governo e do *Fed*. A intervenção dos

poderes públicos conteve a dinâmica recessiva da economia de três formas diferentes – através da estabilização do sistema financeiro; através do fornecimento à economia de um estímulo monetário sem precedentes; e através do comportamento anticíclico dos impostos e das despesas públicas.

1. Nos anos 1930, os poderes públicos assistiram passivamente à falência de milhares de bancos que conduziu ao colapso do crédito e da economia. Pelo contrário, na sequência do pânico provocado pela falência do Lehman Brothers em Setembro de 2008, o governo americano interveio para resolver os problemas de financiamento que estavam a forçar os bancos a reduzir o crédito à economia. Essa intervenção ocorreu a três níveis. Para resolver o problema de liquidez mais imediato, o *Fed* passou a disponibilizar de forma ilimitada empréstimos de curto prazo aos bancos. Para resolver o problema do financiamento a médio prazo, o governo decidiu *garantir* os empréstimos até três anos e meio concedidos pelos investidores financeiros aos bancos. Finalmente, para resolver o problema de financiamento mais estrutural de muitos bancos (provocado pela redução do seu capital na sequência de créditos que se revelaram incobráveis) o governo implementou um plano de injeção de \$700 mil milhões de dólares no sector financeiro, através de aumentos de capital e da compra de créditos de cobrança duvidosa.

2. Ao mesmo tempo que se continha o pânico financeiro, o *Fed* descia rapidamente a taxa de juro a que empresta dinheiro aos bancos no muito curto prazo. Em circunstâncias normais, esta actuação conduz a uma diminuição das taxas de juro do crédito às empresas e famílias, aumentando as despesas em bens de investimento e de consumo. Mas as circunstâncias não eram normais. Apesar de o *Fed* ter descido a sua taxa de juro até próximo do limite – 0% – as taxas de juro do crédito à economia não acompanharam essa descida. Mais: a falência de algumas instituições financeiras privadas e a redução da oferta de crédito por parte de muitas outras tiveram como consequência uma diminuição da *oferta* de crédito à economia e, assim, uma redução da despesa e do produto. Para contornar estes problemas, o *Fed* deci-

diu efectuar intervenções que nunca tinha experimentado até então: começou a substituir-se ao sistema financeiro, fornecendo ele próprio crédito *directamente* à economia – às empresas, às famílias e ao Estado. Estas intervenções têm tido uma dimensão muito significativa – totalizarão um valor igual a 15% do PIB até final de 2009 – e, portanto, têm contribuído muito para sustentar a contracção do crédito, da despesa e da actividade económica.

3. O governo tem tido ainda um papel-chave na contenção da queda da procura agregada através da sua política orçamental.

Neste domínio, o papel mais importante do governo tem sido deixar actuar os chamados estabilizadores automáticos. À medida que o desemprego tem crescido, os subsídios de desemprego e outras despesas de protecção social pagos pelo governo têm aumentado. Isso não só tem minorado o sofrimento das pessoas que têm ficado sem emprego, como também tem atenuado a redução da procura agregada e do produto.

Por outro lado, os impostos cobrados pelo governo têm diminuído de forma automática durante a recessão. Isso tem atenuado a redução do rendimento disponível das famílias e das empresas e, portanto, tem também ajudado a conter a redução da despesa e da actividade económica. Menos importante mas também significativos, foram as despesas públicas e os cortes de impostos decididos *a título extraordinário* pela Administração Obama para os anos de 2009 e 2010. Trata-se de um estímulo orçamental à procura agregada com um valor de quase 3% do PIB em média em cada um desses anos, muito superior aos estímulos congéneres que têm sido levados a cabo na Europa (geralmente inferiores a 1% do PIB em cada ano)<sup>2</sup>.

## Depois da recessão, seguir-se-á uma retoma sustentada ou um período de estagnação?

1. Há sinais de que, em resultado das intervenções do governo e do *Fed* acabadas de explicar, a recessão económica poderá estar a chegar ao fim. A grande dúvida agora é saber se se seguirá um período de estagnação ou se, pelo contrário, há condições para uma retoma rápida e sustentada da economia.

## Pedro Leão

Uma dúvida semelhante se colocou no fim da 2ª Guerra Mundial. Na altura havia o receio de que, à medida que as despesas com a guerra terminassem, a economia voltasse a cair na estagnação dos anos 1930. Porém, o colapso não veio a ocorrer: o consumo e o investimento privados substituíram as despesas com a guerra, e suportaram o período de crescimento rápido do pós-guerra.

2. Mas há várias diferenças entre hoje e esse período. As famílias chegaram ao fim da guerra com muitas poupanças acumuladas em títulos da dívida pública prontas a ser gastas em consumo. A situação das famílias é hoje a contrária. Por um lado, acabaram de ver quase 20% da sua riqueza destruída pela queda do preço das casas e dos activos financeiros. Por outro lado, o endividamento das famílias aumentou muito nos últimos anos, tendo atingido o máximo histórico de 133% do rendimento no final de 2007 (contra apenas 94% em 2000).

Neste quadro, é provável que muitas famílias passem os próximos anos a pagar as suas dívidas e a reconstituir a sua riqueza e, desse modo, venham a impedir uma retoma significativa do consumo. Uma lição da estagnação do Japão na década a seguir a 1992 foi precisamente que o rebentamento de uma bolha no preço dos activos apoiada no endividamento tende a deprimir a despesa privada durante muito tempo.

A retoma da despesa das famílias na América poderá ser ainda dificultada por outros dois aspectos. O primeiro tem a ver com o perigo de o previsível período prolongado de elevado desemprego acabar por conduzir a uma diminuição dos salários nominais. Isto agravará o problema do sobreendividamento: as prestações das dívidas das famílias são fixas e não acompanharão a descida dos salários; como resultado, haverá uma diminuição do rendimento disponível para consumo das famílias endividadas, facto que terá um efeito negativo sobre o consumo agregado. O Japão – onde os salários nominais do sector privado caíram mais de 1% ao ano entre 1997 e 2003 – mostrou como a deflação de salários pode contribuir para a estagnação de uma economia.

Em segundo lugar, a retoma da despesa das famílias na América será inibida no caso de

a obtenção de crédito nos próximos anos se tornar mais difícil do que no período anterior à crise. Trata-se de um cenário provável. Por um lado, o sector financeiro deixará de disponibilizar às famílias vários produtos de crédito que a crise veio a revelar imprudentes, como por exemplo o crédito *sub-prime* e o crédito ao consumo baseado no refinanciamento hipotecário.

Por outro lado, a capacidade das instituições financeiras para expandirem o crédito está diminuída: por causa da deterioração dos seus capitais próprios na sequência dos maus créditos acumulados ao longo da crise financeira e económica; e por causa dos requisitos mais apertados que doravante enfrentarão na obtenção de capitais alheios. Em suma: a destruição recente de boa parte da riqueza das famílias, o sobreendividamento de muitas delas (eventualmente agravado por descidas de salários) e um ritmo mais controlado da expansão do crédito pelo sector financeiro fazem prever um crescimento da despesa das famílias inferior ao crescimento do produto nos próximos anos.

Trata-se de uma situação oposta à que caracterizou a economia americana nas últimas décadas<sup>3</sup>. E significa que, que em vez de impulsionar o crescimento do produto, a despesa das famílias poderá vir a constituir nos próximos anos um obstáculo a uma retoma sustentada da actividade económica.

3. Uma via mais provável de sustentação de uma retoma do crescimento será um aumento da produção para exportação e um desvio de despesa de importações para bens produzidos na América – numa palavra, uma diminuição do défice externo.

Uma depreciação do dólar, ao tornar os bens produzidos na América mais baratos em relação aos bens produzidos no resto do mundo, poderá ajudar. Por exemplo, um défice corrente de 4% do PIB em 1986 foi eliminado em poucos anos graças à depreciação do dólar então verificada. E a depreciação do dólar entre 2002 e 2008 resultou num comportamento razoável das exportações da América nos últimos anos. A depreciação do dólar parou no último ano à medida que, por causa da incerteza, os investidores internacionais procuraram dólares para se refugiarem em títulos de dívida

pública americana. É verdade que, com a redução da incerteza, a depreciação do dólar poderá regressar. Mas há razões para duvidar que ela seja suficiente para garantir uma retoma rápida e sustentada da economia. Em primeiro lugar, um aumento das exportações e uma diminuição das importações dificilmente conseguirão compensar a anemia nos sectores do consumo e da habitação, uma vez que estes têm um peso na economia muito maior.

Por outro lado, não é claro quanto rapidamente a América será capaz de transferir factores produtivos para o sector exportador e para o sector concorrente com as importações. É verdade que a economia americana é conhecida pela sua capacidade de transferir capital e trabalho de sectores em declínio para sectores em crescimento. Mas a escala da transferência actualmente necessária é enorme: nos últimos anos, o investimento concentrou-se no sector financeiro e no sector imobiliário em detrimento do sector industrial.

Finalmente, o resto do mundo poderá não estar preparado para lidar com um menor défice externo americano. Em particular, boa parte da economia chinesa está virada para a exportação para a América e terá dificuldade em mudar-se para outros sectores. Assim, é provável que o governo chinês continue a impedir que o dólar se deprecie em relação à sua moeda e, desse modo, continue a dificultar o ajustamento da economia americana.

4. O que foi dito até aqui significa que ainda faltarão alguns anos antes de a economia americana poder crescer sem o apoio de um estímulo continuado do governo à procura agregada. Um cenário semelhante se verificou no Japão onde, a seguir ao rebentamento de uma bolha nos preços dos activos no início dos anos 1990, apenas se conseguiu manter a economia à superfície à custa de défices orçamentais em média superiores a 5% do PIB durante mais de uma década. Porém, o estímulo fiscal necessário na América nos próximos anos está longe de estar garantido. Com efeito, prevê-se que, mesmo que o actual estímulo fiscal termine no fim de 2010, a dívida pública venha a duplicar para 82% do PIB em 2019. Por esta razão, é possível que o governo em 2011

venha a sofrer uma enorme pressão política para não prosseguir com o estímulo fiscal – pressão apoiada na ideia de que níveis de endividamento público muito altos obrigam o governo a criar inflação de modo a reduzir o valor *real* da sua dívida.

Vários economistas (e.g. Paul Krugman) consideram que o governo cometerá um grande erro se ceder a pressões dessa natureza, por várias razões.

Em primeiro lugar, há o risco de haver uma recaída da economia se o estímulo fiscal for subitamente retirado. Depois de 3 anos de retoma, em 1937 Roosevelt procurou reequilibrar o orçamento, reduzindo para metade o programa de obras públicas e aumentando os impostos. A contracção económica voltou em plena força.

Por outro lado, não é verdade que níveis excessivos de endividamento público conduzam necessariamente a inflação. A América terminou a 2ª Guerra Mundial com uma dívida pública igual a 120% do PIB e, durante as duas últimas décadas, as dívidas públicas da Bélgica, do Canadá, da Irlanda e do Japão excederam 100% do PIB. Em nenhum dos casos, os governos recorreram a inflação para conseguir cumprir as suas dívidas. O governo americano beneficia actualmente de taxas de juro de longo prazo baixas e, por isso, poderá também ser capaz de suportar níveis de endividamento altos sem recorrer a inflação. Por último, mesmo que o governo se veja obrigado a criar inflação durante alguns anos para reduzir a sua dívida, no caso de a inflação ser moderada (e.g. 6%) não haverá grande problema. Pelo contrário. Será uma forma eficaz de diminuir a taxa de juro real do crédito e de reduzir o sobreendividamento de muitas famílias – e, assim, de criar condições para um crescimento sustentado do consumo privado. ■

<sup>1</sup> No momento em que se escreve – Agosto de 2009 – a recessão iniciada em 2007 ainda está em curso, apesar de haver sinais de que em breve poderá chegar ao fim.

<sup>2</sup> Como facilmente se percebe, este pacote fiscal explica apenas uma pequena parte (menos de um quarto) do grande aumento previsto no défice orçamental americano – de 1% do PIB em 2008 para 13% em 2009. A maior parte do aumento deste défice será provocado pelas despesas de salvamento do sistema financeiro e pela actuação dos estabilizadores automáticos atrás referidos.

<sup>3</sup> Com efeito, as despesas em consumo e na aquisição de habitação pelas famílias nas últimas três décadas cresceram a um ritmo superior ao do produto, tendo passado de 67% do PIB em 1980 para 75% em 2007.