

A Crise Financeira de 2008 e as Dinâmicas de Crescimento: Perspectivas Comparativas

The 2008 Financial Crisis and Growth Dynamics: Comparative Perspectives

Bernardo Avellar Netto Santos Paranhos⁸

Este artigo investiga a relação da crise financeira de 2008 com a trajetória de crescimento do PIB *per capita* para uma amostra de países, com ênfase na comparação entre economias desenvolvidas e em desenvolvimento. A partir de um modelo econométrico, analisa-se essa relação por meio da significância estatística e do sinal do coeficiente que representa uma mudança na tendência de crescimento no período pós-crise. Os resultados indicam que a crise teve uma relação estatisticamente significativa, e negativa, com as tendências de crescimento de economias desenvolvidas, enquanto para as economias em desenvolvimento não apresentou uma relação estatisticamente significativa. Os achados corroboram a ideia de que economias mais financeirizadas e integradas ao mercado internacional estão mais vulneráveis a choques externos, ao passo que países menos expostos aos mercados financeiros globais demonstraram maior resistência. O caso brasileiro merece um olhar mais cuidadoso: apesar de ser uma economia em desenvolvimento, o coeficiente para o Brasil foi significativo, o que difere do encontrado para outros países latino-americanos. O estudo abre espaço para o surgimento de pesquisas futuras acerca dessa relação e de suas consequências.

Palavras-chave: crise de 2008; crescimento econômico; economias desenvolvidas e em desenvolvimento.

This article investigates the relationship between the 2008 financial crisis and the growth trajectory of per capita GDP for a sample of countries, with an emphasis on the comparison between developed and developing economies. Using an econometric model, this relationship is analyzed through the statistical significance and the sign of the coefficient that captures changes in the growth trend in the post-crisis period. The results indicate that the crisis had a statistically significant and negative relationship with the growth trends of developed economies, whereas for developing economies no statistically significant relationship was found. The findings support the notion that more financialized economies, integrated into international markets, are more vulnerable to external shocks, while countries less exposed to global financial markets displayed greater resilience. The Brazilian case deserves closer examination: despite being a developing economy, the coefficient for Brazil proved significant, which contrasts with the results obtained for other Latin American countries. This study opens avenues for future research on this relationship and its consequences.

Keywords: 2008 crisis; economic growth; developed and developing economies.

JEL Classification: G01; O47; E32

⁸ Graduando em Ciências Econômicas (UnB); bernardoaparanhos@gmail.com.



1 Introdução

1.1. Crises e a Ciência Econômica

O estudo acerca das crises no âmbito da Ciência Econômica permeia o debate desde os pensadores clássicos até os dias atuais. David Ricardo (1974), em sua obra *Princípios de Economia Política e Tributação*, afirmava que não pode haver excesso de produção, pois a produção cria sua própria demanda, ou seja, a Lei de Say é válida. Ricardo não via o sistema capitalista como propenso a crises generalizadas. A ideia da tendência ao equilíbrio e da ausência de crises no sistema capitalista mostrou-se influente nas escolas neoclássicas ortodoxas até os dias modernos. Como coloca Mankiw (1990), novos clássicos e novos keynesianos concordam que os mercados se autorregulam a longo prazo, apenas discordando quanto aos movimentos de ajuste de curto prazo.

Por outro lado, escolas ditas mais heterodoxas, como as decorrentes do pensamento de Marx ou de Keynes, mostram o papel das crises e a instabilidade do sistema capitalista. Segundo Marx (2013), em *O Capital: crítica da economia política*, as crises econômicas são intrínsecas ao sistema, resultantes das contradições do modo de produção capitalista. Já Keynes (1983) atribuiu à insuficiência da demanda agregada as causas para as crises. Ao contrário do pensamento ortodoxo vigente, ele acreditava que o mercado não se ajustaria automaticamente, mas sim que o Estado deveria intervir para restaurar o nível de renda e de emprego.

A partir do final da década de 1970, e de forma mais intensa durante os anos 1980, o mundo passou por significativas transformações econômicas, políticas e sociais. Esse período foi marcado por instabilidades e choques econômicos, pela adoção de políticas de orientação neoliberal em diversos países e pela crescente internacionalização do capital, impulsionados pelos avanços tecnológicos. Nos anos 1990, tais mudanças consolidaram-se sob a denominação de *globalização*⁹, caracterizada pela homogeneização dos padrões de consumo – isto é, o processo pelo qual as diferentes culturas locais perdem suas particularidades de consumo para adotar um estilo de vida padronizado pelas grandes potências econômicas – pela ampliação das privatizações, pela desregulamentação dos mercados e pela financeirização¹⁰ das economias.

Nesse contexto, o movimento dos ciclos financeiros e a ocorrência de crises financeiras ganharam destaque frente aos já observados ciclos e crises econômicos. Como observado em períodos de recessão de ciclos econômicos, causados por choques de demanda e oferta, há queda do emprego e do bem-estar. Ao falar de ciclos financeiros, por outro lado, seus movimentos de baixa não ocorrem no lado real da economia, mas se referem a flutuações em variáveis financeiras, como crédito, alavancagem, preços de ações e imóveis (Carlin; Soskice, 2015).

⁹ Entende-se globalização neste trabalho no sentido de Martins (2011), como um processo de integração econômica, social, cultural e política ao redor do planeta, impulsionado pelos avanços tecnológicos e de comunicação e caracterizado pelo livre fluxo de capitais, mercadorias e informações, o que gera maior interdependência entre os países e atenua as fronteiras dos Estados.

¹⁰ No âmbito deste trabalho, financeirização será utilizado no mesmo sentido dado por Martins (2011), isto é, como o regime de acumulação mundial em que o capital financeiro assume o predomínio sobre o setor produtivo.

Ben Bernanke, ex-presidente do *Federal Reserve* entre 2006 e 2014, em seu discurso intitulado *The Financial Accelerator and the Credit Channel* (2007)¹¹, definiu crises financeiras como perturbações extremas no funcionamento normal dos mercados financeiros, que frequentemente têm um impacto significativo sobre a economia real. Compreender como esses impactos se manifestam nas diferentes economias constitui uma tarefa fundamental para os estudos econômicos atuais.

Assim, o objetivo deste artigo é analisar de que forma a crise de 2008 se associou estatisticamente com a trajetória de crescimento dos países, comparando as diferenças observadas entre economias desenvolvidas e em desenvolvimento. Para tal, será testada a hipótese de que os efeitos da crise foram mais intensos nas economias desenvolvidas quando comparadas às economias em desenvolvimento. Para comprovar essa hipótese, será feito um teste econométrico. O modelo a ser utilizado será rodado para uma amostra de países, a fim de analisar a significância estatística do impacto da crise de 2008 em suas trajetórias de crescimento. Este trabalho, no entanto, não tem o propósito de estabelecer uma relação de causalidade entre a crise e as alterações nas tendências de crescimento dos países, limitando-se a evidenciar a associação estatística entre os fatos.

Primeiro, será realizada uma breve apresentação sobre a crise. Em seguida, será apresentada a metodologia, bem como o modelo econométrico e os dados a serem utilizados. Na sequência, será feita uma análise dos resultados obtidos na regressão. Por fim, a título de conclusão, a partir dos resultados obtidos, será possível testar a hipótese aqui levantada, aceitando-a ou recusando-a, bem como entrever novos problemas acerca do tema.

1.2. A Crise Financeira de 2008

A crise financeira de 2008, conhecida como a crise do *subprime*, foi um colapso econômico global causado, em grande parte, por uma bolha no mercado imobiliário dos Estados Unidos. Essa bolha formou-se a partir de uma combinação de fatores, incluindo políticas públicas que incentivaram a expansão do crédito, práticas financeiras arriscadas por parte dos bancos e um efeito de manada gerado por uma expectativa generalizada de que os preços dos imóveis continuariam a subir indefinidamente. Como destacam Quinn e Turner (2020), a bolha do *subprime* teve consequências econômicas particularmente severas, porque envolveu um ativo com ampla participação popular e profunda conexão com o sistema bancário.

Nos EUA, durante os anos 2000, o crédito foi amplamente facilitado por baixas taxas de juros e por uma forte desregulamentação do setor financeiro. Isso permitiu que instituições financeiras concedessem hipotecas de alto risco a agentes com pouca ou nenhuma capacidade de pagamento. Essas hipotecas foram agrupadas em títulos financeiros complexos, vendidos a investidores em todo o mundo. Esses instrumentos foram mal avaliados pelas agências de classificação de risco, que atribuíram notas elevadas a ativos extremamente frágeis. O sistema bancário ficou, assim, altamente exposto a ativos de baixa qualidade, mas que se apresentavam como seguros (Quinn; Turner, 2020).

À medida que os preços dos imóveis começaram a cair por volta de 2006, muitos devedores inadimplentes foram incapazes de refinanciar ou vender suas casas. Isso provocou

¹¹ Discurso proferido em 2007 durante a Conferência sobre o Canal de Crédito da Política Monetária no Século XXI, realizada pelo *Federal Reserve Bank of Atlanta*.

uma onda de execuções das hipotecas e, conseqüentemente, uma queda abrupta no valor dos ativos ligados ao setor imobiliário. O resultado foi uma crise generalizada nos mercados financeiros. Bancos e outras instituições financeiras sofreram perdas massivas, o que levou à falência de empresas. O evento mais marcante, tido como o estopim para a crise, foi a falência do banco *Lehman Brothers*, em setembro de 2008.

A crise rapidamente se espalhou para outras economias, provocando uma recessão global. A contração do crédito, o colapso de grandes instituições financeiras e a forte retração nos investimentos e no consumo resultaram no aumento do desemprego e da dívida pública. Em 2009, a economia norte-americana registrou uma queda de 3,75% na taxa de crescimento do PIB *per capita*. A recuperação iniciou-se em 2010, mas com crescimento de apenas 1,92%, abaixo dos níveis observados antes da crise. Entre algumas economias europeias, a retração em 2009 foi mais acentuada: 8,02% no Reino Unido; 6,54% na Alemanha; e 3,68% na França¹².

2 Metodologia e dados

A metodologia utilizada baseia-se no artigo de Jones (1995), que apresenta uma análise crítica acerca dos modelos de crescimento endógeno utilizando testes de séries temporais. Jones argumenta que a evidência empírica para as taxas de crescimento dos EUA não mostra grandes mudanças persistentes, o que negaria a validade desses modelos. O autor demonstra que as taxas de crescimento do PIB *per capita dos EUA* de 1880 a 1987 se comportam como uma série relativamente estável e pouco afetada por eventos individuais – um processo de média constante e pouca persistência. Isso significa que, em vez de grandes aumentos permanentes, como previsto pelos modelos endógenos, a tendência de crescimento é relativamente estável. A análise mostra que uma tendência linear simples se ajusta de forma satisfatória ao logaritmo natural do PIB *per capita*.

O modelo econométrico a ser utilizado neste artigo é:

$$\ln(\text{PIBpc})_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{tendência}_t + \beta_2 \cdot \text{dummy2008}_t + \beta_3 \cdot (\text{tendência}_t \times \text{dummy2008}_t) + \varepsilon_{it}$$

$\ln(\text{PIBpc})_{it}$ corresponde ao logaritmo natural do PIB *per capita* para cada país, analisado entre 1960 e 2019¹³; β_0 é o intercepto; tendência_t é uma variável contínua que representa os anos e captura a tendência de crescimento econômico de cada país para o período em questão; dummy2008_t é uma variável *dummy* que recebe 0 para os anos antes de 2008 e 1 para 2008 em diante; $\text{tendência}_t \times \text{dummy2008}_t$ é um termo de interação entre a variável de tendência e a *dummy* que permite identificar mudanças na taxa de crescimento do PIB *per capita* após 2008; ε_{it} é o termo de erro.

O foco deste artigo será na interpretação do coeficiente do termo de interação: β_3 . Ele representa o efeito da interação entre a tendência temporal e o período pós-2008 sobre o crescimento do logaritmo natural do PIB *per capita*, ou seja, captura a mudança na inclinação da tendência de crescimento do PIB *per capita* a partir de 2008, indicando se sua taxa de crescimento sofreu uma alteração estatisticamente significativa após 2008.

¹² Fonte: *Penn World Table* (PWT) 10.01.

¹³ A escolha por este corte temporal se dá porque os dados disponíveis para a maioria dos países começam em 1960. A escolha de terminar em 2019 se dá a fim de evitar possíveis efeitos da pandemia de COVID-19 em 2020.

A base de dados a ser utilizada é a *Penn World Table* 10.01¹⁴, que contém, para o período em questão, informações de PIB *per capita* para uma ampla quantidade de países e torna possível sua comparação ao expressar as variáveis na paridade do poder de compra. O modelo será rodado com auxílio do software *RStudio*.

3 Análise dos Resultados

A análise será feita para uma amostra de 22 países. São eles: Argentina, Austrália, Áustria, Bélgica, Brasil, Canadá, Chile, China, Colômbia, Alemanha, Equador, Espanha, França, Reino Unido, Grécia, Indonésia, Itália, Japão, México, Portugal, Paraguai e Estados Unidos. O objetivo dessa análise é examinar a significância e o sinal do coeficiente β_3 . Caso se mostre estatisticamente significativo, evidenciará uma relação entre a crise financeira de 2008 e a tendência de crescimento do logaritmo natural do PIB *per capita* do país. Por outro lado, se o coeficiente não for significativo, essa relação não se sustentará. O sinal de β_3 indica a direção dessa relação: um valor positivo sugere uma aceleração da trajetória de crescimento, enquanto um valor negativo indica uma queda da tendência de crescimento da economia após 2008.

A hipótese a ser testada é que a crise de 2008 está associada a alterações significativas na trajetória de crescimento do PIB *per capita* em economias desenvolvidas, ao passo que, para economias em desenvolvimento, tais alterações seriam estatisticamente desprezíveis. Espera-se, portanto, observar um coeficiente β_3 estatisticamente significativo e negativo para os países desenvolvidos, enquanto para os países em desenvolvimento esse coeficiente não deve apresentar significância estatística.

O resultado será dito estatisticamente significativo quando a evidência contra a hipótese nula – ou seja, $\beta_3 = 0$ – é forte o suficiente para rejeitá-la com base em um nível de significância estabelecido. Isto é, se o p-valor for menor ou igual a 0,05, o resultado é considerado estatisticamente significativo. Se o p-valor for maior que 0,05, o resultado não é estatisticamente significativo.

Foram rodadas 22 regressões relativas a cada país e armazenados o valor de cada β_3 e seus respectivos p-valores. Os resultados são mostrados na tabela 1 abaixo.

¹⁴ A *Penn World Table* (PWT) 10.01 é uma base de dados que fornece informações sobre níveis relativos de renda, produção, insumos e produtividade, abrangendo 183 países entre 1950 e 2019. Foi desenvolvida e é mantida por membros da Universidade da Califórnia, Davis e do Centro de Crescimento e Desenvolvimento de Groningen, da Universidade de Groningen.

Tabela 1 – Coeficientes de interação e significância

País	β_3	p-valor
Argentina	-0.0166	0.2639
Austrália	-0.0116	0.0005
Áustria	-0.0158	0.00001
Bélgica	-0.0229	0.0001
Brasil	-0.0271	0.0069
Canadá	-0.0154	0.0003
Chile	0.0030	0.8002
China	0.0044	0.6214
Colômbia	0.0033	0.7395
Alemanha	-0.0159	0.00001
Equador	0.0092	0.4699
Espanha	-0.0177	0.0338
França	-0.0146	0.0291
Reino Unido	-0.0086	0.0189
Grécia	-0.0479	0.000005
Indonésia	0.0122	0.2829
Itália	-0.0321	0.00007
Japão	-0.0403	0.0006
México	-0.0012	0.8883
Portugal	-0.0263	0.0004
Paraguai	0.0023	0.7346
Estados Unidos	-0.0073	0.0031

Fonte: Elaboração própria.

A análise da Tabela 1 evidencia diferentes relações da crise de 2008 com a trajetória de crescimento do PIB *per capita* para os diversos países. No caso de Austrália, Áustria, Bélgica, Brasil, Canadá, Alemanha, Espanha, França, Reino Unido, Grécia, Itália, Japão, Portugal e Estados Unidos, observa-se que o p-valor para o coeficiente de interação β_3 é inferior a 0,05, ou seja, para essas 14 nações, β_3 é estatisticamente significativo, o que evidencia uma relação entre a crise de 2008 e a trajetória do PIB *per capita*. Adicionalmente, todos esses países

apresentaram um coeficiente negativo, o que sugere que a nova trajetória apresenta uma inclinação inferior, ou seja, uma queda persistente na taxa de crescimento.

Por outro lado, Argentina, Chile, China, Colômbia, Equador, Indonésia, México e Paraguai apresentaram p-valores elevados. Para esses países, o coeficiente β_3 não se mostrou significativo no modelo, o que estabelece que a crise de 2008 não representou uma mudança estatisticamente relevante na trajetória de crescimento do PIB *per capita* dessas economias.

Esses resultados corroboram a hipótese levantada e sugerem que a crise de 2008 possui uma relação estatisticamente significativa e negativa na tendência de crescimento das economias desenvolvidas. Tal resultado pode implicar uma série de explicações possíveis, como um maior nível de financeirização e integração dessas economias, o que aumenta sua exposição a crises, ou um processo de políticas de desregulamentação e de facilidade de acesso ao crédito nesses países. Em contraste, a maioria das economias em desenvolvimento analisadas não apresentou evidências estatísticas que sustentam a relação da crise com suas trajetórias de crescimento. As razões para esse resultado também são diversas, como uma menor integração ao sistema financeiro internacional, o *boom* no preço das *commodities* e o rápido crescimento chinês. As explicações acerca das relações da crise financeira de 2008 com as diferentes economias abrem caminhos para futuras pesquisas.

Um ponto de destaque é o caso do Brasil. Diferentemente de outras economias latino-americanas que não apresentaram coeficientes significativos – como Argentina, Chile, Colômbia, Equador, México e Paraguai –, o Brasil exibiu um coeficiente estatisticamente significativo e negativo. Esse achado é contrário ao que seria esperado para uma economia em desenvolvimento e sugere algum efeito específico da economia brasileira, o que aponta para a necessidade de estudos futuros acerca do comportamento da economia brasileira no século XXI.

4 Conclusão

Este artigo propôs-se a investigar a relação entre a crise financeira de 2008 e a trajetória de crescimento do logaritmo natural do PIB *per capita* em uma amostra de países, com foco na diferença entre economias desenvolvidas e em desenvolvimento. A hipótese a ser testada nesta pesquisa é a de que os efeitos da crise foram mais intensos nas economias desenvolvidas do que nas economias em desenvolvimento.

Para tanto, empregou-se um modelo econométrico baseado na abordagem proposta por Jones (1995), utilizando a tendência de crescimento do logaritmo do PIB *per capita* e analisando a significância do coeficiente de interação entre a variável de tendência de crescimento e uma variável *dummy* para o período pós-2008. Os resultados obtidos das 22 regressões para cada país foram armazenados e agrupados em uma tabela.

Os resultados obtidos confirmam a hipótese de que a crise de 2008 apresenta uma relação estatisticamente significativa, e negativa, com a taxa de crescimento do PIB *per capita* em economias desenvolvidas. Em contraste, quase todas as economias em desenvolvimento analisadas não apresentaram relação significativa, sugerindo que, para esses países, a crise de 2008 não está estatisticamente associada à trajetória de crescimento do PIB *per capita*. O caso brasileiro destaca-se por apresentar um resultado diferente do esperado para economias em desenvolvimento.



Este trabalho é apenas um passo inicial na compreensão da crise de 2008. Ele não estabelece relações de causalidade entre a crise e as alterações nas tendências de crescimento dos países. As razões pelas quais algumas economias foram fortemente afetadas e outras não oferecem um campo fértil para pesquisas futuras. Além disso, a inclusão de um conjunto mais amplo de variáveis de controle no modelo econométrico pode oferecer melhores explicações acerca da causalidade entre as variáveis. A análise do caso brasileiro, em particular, requer um foco especial, a fim de desvendar as razões existentes para esse resultado inesperado.

A crise financeira de 2008, portanto, não pode ser vista apenas como um evento histórico isolado e superado, mas sim como um laboratório complexo para a compreensão da globalização e de suas consequências mais profundas, cujas lições continuam a moldar o debate e a pesquisa na Ciência Econômica.

Referências

BERNANKE, Ben S. The financial accelerator and the credit channel. 2007. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070615a.htm>. Acesso em: 28 jul. 2025.

CARLIN, Wendy; SOSKICE, David. Macroeconomics: institutions, instability, and the financial system. Oxford: Oxford University Press, 2015.

JONES, Charles I. Time series tests of endogenous growth models. The Quarterly Journal of Economics, v. 110, n. 2, p. 495–525, 1995.

KEYNES, John Maynard. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (Coleção Os Economistas).

MANKIW, N. Gregory. Um curso rápido de revisão de macroeconomia. Journal of Economic Literature, v. 28, p. 1645–1669, 1990. Tradução de T. S. Afanasieff e M. G. Rodriguez. Revisão de V. Bastos.

MARTINS, Carlos Eduardo. Globalização, dependência e neoliberalismo na América Latina. São Paulo: Boitempo, 2011.

MARX, Karl. O capital: crítica da economia política. Livro I. Tradução de Rubens Enderle. São Paulo: Boitempo, 2013.

QUINN, William; TURNER, John D. Boom and bust: a global history of financial bubbles. Cambridge: Cambridge University Press, 2020.

RICARDO, David. Princípios de economia política e tributação. São Paulo: Abril Cultural, 1974. (Coleção Os Pensadores).