

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ESTUDOS ESTRATÉGICOS  
INTERNACIONAIS

**HELENA KAPCZINSKI TZOVENOS**

**CRISE EXTERNA E CONTÁGIO:  
A AMÉRICA LATINA DA CRISE DA DÍVIDA À CRISE DO SUBPRIME**

Porto Alegre

2016

**HELENA KAPCZINSKI TZOVENOS**

**CRISE EXTERNA E CONTÁGIO:**

**A AMÉRICA LATINA DA CRISE DA DÍVIDA À CRISE DO SUBPRIME**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Estudos Estratégicos Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Estudos Estratégicos Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre

2016

CIP - Catalogação na Publicação

Tzovenos, Helena Kapczinski

Crise externa e contágio : a América Latina da  
crise da dívida à crise do subprime / Helena  
Kapczinski Tzovenos. -- 2016.  
87 f.

Orientador: Marcelo Milan.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do  
Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,  
Programa de Pós-Graduação em Estudos Estratégicos  
Internacionais, Porto Alegre, BR-RS, 2016.

1. Crise. 2. América Latina. 3. Contágio. 4.  
Dívida. 5. Subprime. I. Milan, Marcelo, orient. II.  
Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os  
dados fornecidos pelo(a) autor(a).

**HELENA KAPCZINSKI TZOVENOS**

**CRISE EXTERNA E CONTÁGIO:**

**A AMÉRICA LATINA DA CRISE DA DÍVIDA À CRISE DO SUBPRIME**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Estudos Estratégicos Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Estudos Estratégicos Internacionais.

Aprovada em Porto Alegre, 30 de junho de 2016.

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. Octavio Augusto Camargo Conceição  
UFRGS

---

Prof. Dr. Luiz Augusto Estrella Faria  
UFRGS

---

Prof. Dr. Adalmir Antônio Marquetti  
PUCRS

## RESUMO

Este trabalho compara os impactos da crise da dívida na América Latina (AL) nos anos 1980 e da crise do *subprime* de 2007 na região. Historicamente, verifica-se que crises financeiras gestadas no centro do sistema capitalista são capazes de causar efeitos negativos nas economias latino-americanas. Os impactos na economia vão do lado financeiro, incluindo câmbio e fluxos de capitais, ao real, afetando produção, emprego, investimentos e indicadores sociais. Sua magnitude, porém, depende tanto da forma como a crise é gerada e transmitida internacionalmente, como da estrutura das economias periféricas em questão e de seu posicionamento estratégico internacional. Com relação à primeira, enfatiza-se a diversificação produtiva e exportadora e a incorporação de tecnologia e inovação em sua estrutura produtiva. A segunda também se mostrou uma maneira eficiente de aplacar os efeitos da crise, ao ampliar a integração regional dentro da própria AL e com outros blocos e países emergentes, notadamente a cooperação multilateral. O trabalho assume que as mudanças estruturais experimentadas pelas economias latino-americanas, bem como a cooperação multilateral e a maior integração regional permitiram a estas nações minimizar os efeitos da crise do *subprime*, ao contrário da crise da dívida nos 1980, que promoveu profundos desarranjos e distúrbios econômicos na região.

**Palavras-chave:** Crise. Contágio. América Latina. Dívida. *Subprime*.

## **ABSTRACT**

This paper compares the impact of the debt crisis in Latin America (LA) in the 1980s and the 2007 subprime crisis' in the region. Historically, it appears that financial crises gestated in the center of the capitalist system are capable of causing negative effects on Latin American economies. The impact on the economy occurs on the financial side, including exchange rates and capital flows, and in the real side, affecting production, employment, investment and social indicators. Its magnitude, however, depends as much on how the crisis is generated and transmitted internationally, as the structure of the peripheral economies in question and its international strategic positioning. Regarding the first, it emphasizes the productive and export diversification and the incorporation of technology and innovation in its production structure. The second was also an efficient way to assuage the effects of the crisis, to expand regional integration within the LA and with other blocs and emerging countries, notably multilateral cooperation. The work assumes that the structural changes experienced by Latin American economies multilateral cooperation and greater regional integration enabled these nations to minimize the effects of the subprime crisis, unlike the debt crisis in 1980, which promoted deep disorders and economic turmoil in the region.

**Keywords:** Crisis. Contagion. Latin America. Debt. Subprime.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1	– Transmissão do stress financeiro .....	21
Figura 2	– Desenvolvimento dos superávits de conta corrente dos países exportadores de petróleo .....	36
Figura 3	– Fluxo de capitais para os países em desenvolvimento entre 1970 e 2001, por tipo de fluxo .....	41
Figura 4	– Periodização da crise da dívida na América Latina.....	48
Figura 5	– Indicadores econômicos e sociais na América Latina entre 1980 e 1990. ....	51
Figura 6	– Diagrama da crise do subprime .....	64

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1	– Reservas e itens relacionados (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	52
Tabela 2	– Balanço de Conta Corrente (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	52
Tabela 3	– Renda primária líquida (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	53
Tabela 4	– Balança comercial (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	53
Tabela 5	– Conta financeira líquida (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	54
Tabela 6	– Investimento Direto Estrangeiro (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	54
Tabela 7	– Investimento em carteira (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	55
Tabela 8	– Dívida externa (média do período em percentagem da renda nacional bruta) ..	55
Tabela 9	– Reservas e itens relacionados (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	70
Tabela 10	– Balanço em conta corrente (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	71
Tabela 11	– Taxa Cambial (média do período – moeda nacional/US\$).....	71
Tabela 12	– Conta financeira líquida (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	72
Tabela 13	– Investimento Direto Estrangeiro (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	72
Tabela 14	– Investimento em carteira (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	73
Tabela 15	– Dívida Externa (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	74
Tabela 16	– Renda primária líquida (média do período em percentagem da renda nacional bruta) .....	74



Tabela 17	– Balança comercial de bens (média do período em porcentagem da renda nacional bruta) .....	75
Tabela 18	– Comparação entre a crise da dívida e a crise do subprime com base em indicadores selecionados.....	78

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>9</b>
<b>2</b>	<b>GLOBALIZAÇÃO E CRISES FINANCEIRAS: A INSTABILIDADE COMO NORMA.....</b>	<b>13</b>
2.1	GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA, CRISE E CONTÁGIO .....	15
2.2	CRISES FINANCEIRAS: BREVE HISTÓRICO E TIPIFICAÇÕES.....	22
<b>2.2.1</b>	<b>Anatomia e tipos de crises.....</b>	<b>25</b>
<b>2.2.2</b>	<b>O BC e o emprestador de última instância.....</b>	<b>30</b>
2.3	CONCLUSÕES PRELIMINARES .....	32
<b>3</b>	<b>A CRISE DA DÍVIDA LATINO-AMERICANA NA DÉCADA DE 1980.....</b>	<b>34</b>
3.1	O PRIMEIRO ESTÁGIO KINDLEBERGER-MINSKY: ABUNDÂNCIA DE CRÉDITO E FLUXOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS .....	35
3.2	DESEQUILÍBRIO INTERNO: O MODELO DE INDUSTRIALIZAÇÃO DIRIGIDO PELO ESTADO.....	42
3.3	A CRISE: DA ABUNDÂNCIA DE CRÉDITO EXTERNO PARA A ABRUPTA SITUAÇÃO DE ESCASSEZ .....	44
3.4	A DÉCADA PERDIDA: RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA E MUDANÇA DE MODELO ECONÔMICO .....	47
3.5	CONCLUSÕES PRELIMINARES .....	56
<b>4</b>	<b>A AMÉRICA LATINA NA CRISE DO <i>SUBPRIME</i>.....</b>	<b>58</b>
4.1	ANTECEDENTES DA CRISE .....	59
4.2	A CRISE DO <i>SUBPRIME</i> .....	61
4.3	A AMÉRICA LATINA E OS EFEITOS DA CRISE .....	66
4.4	MUDANÇAS NA INSERÇÃO EXTERNA DOS PAÍSES LATINO-AMERICANOS NA ECONOMIA MUNDIAL (MULTILATERALISMO E COOPERAÇÃO).....	75
4.5	COMPARAÇÃO ENTRE OS EFEITOS DAS CRISES ABORDADAS NA AMÉRICA LATINA RESUMIDAMENTE .....	77
4.6	CONCLUSÕES PRELIMINARES .....	79
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>81</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>84</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A América Latina possui um histórico de vulnerabilidade e dependência externa que geralmente se amplifica durante períodos de crises econômicas. Em razão de seu padrão de inserção na economia mundial, determinado pela divisão internacional do trabalho, em que se especializa na produção de produtos de baixo valor agregado, e por sua modernização industrial tardia, esteve durante a maior parte de sua história submetida às necessidades econômicas e geopolíticas das grandes potências e dependente de capital externo. A posição predominante de exportadora de matérias primas e, secundariamente, de produtos semimanufaturados, expõe a região às flutuações da demanda por insumos dos países centrais e do preço internacional destes produtos, que são influenciados pelas variações no ciclo econômico. Os déficits resultantes em conta corrente exigem influxos de capital para financiá-los.

Isso sugere que mudanças estruturais na economia e logo na forma de inserção externa poderiam beneficiar a região não apenas na ocasião de uma crise econômica, mas de maneira perene, além do ciclo econômico da economia mundial. Entender a dinâmica dos diferentes tipos de crises externas, e como as mesmas afetam as economias da região, é o primeiro passo para poder propor e avaliar soluções de política econômica possíveis para este problema, que fragiliza estruturalmente o balanço de pagamentos, tanto pelo comércio externo como pelas relações monetárias e financeiras com o resto do mundo, causando desemprego, subemprego e piora dos indicadores sociais.

É preciso notar que as crises econômicas são inerentes ao sistema fundado na acumulação capitalista e seguem um padrão estrutural, envolvendo, no caso das crises financeiras, elementos críticos que se repetem historicamente: mudança positiva nas expectativas dos agentes, aumento da oferta de crédito, especulação excessiva, choque, reversão de expectativas e crise. Diferem em questões específicas, como a natureza do choque que atinge a economia em questão, como se dá o aumento de crédito, o objeto usado para a especulação, o fato que causa a reversão de expectativas, etc. De toda forma, as crises afetam as nações de formas distintas ao longo do tempo, podendo ser originadas no lado financeiro e também afetar o lado real da economia. Em razão do padrão de inserção externa da América Latina, que desencadeia fluxos de entradas e saídas de bens e de capitais, um choque exógeno pode causar a reversão destes fluxos, criando uma situação de crise e posterior recessão.

Este trabalho tem como objetivo geral analisar e comparar, sob a ótica financeira, os impactos gerados por dois choques econômicos distintos, com origem nos EUA, centro da economia global, nas principais economias latino-americanas: Argentina, Brasil e México<sup>1</sup>. Para tanto, será comparado o desempenho macroeconômico destes países nas duas crises que estes choques desencadearam. O primeiro choque teve como consequência a crise da dívida de 1980, e como origem a mudança na política monetária dos EUA e que afetou a região através da dívida externa, deixando um legado de baixo crescimento, recessão e reversão de conquistas econômicas e sociais. O segundo choque trouxe a crise de 2007, gerada dentro do sistema financeiro norte-americano, mas desencadeada pela mudança em suas taxas de juros, e que se espalhou globalmente através de canais financeiros, mas, apesar de sua magnitude, com um impacto menor sobre a economia da região. Em virtude de delimitação da pesquisa, impactos na estrutura produtivas destes países não serão abordados, uma vez que não há como estabelecer uma hierarquia entre a dependência tecnológica e a dependência financeira entre os países.

A hipótese desenvolvida é que, na crise do *subprime*, as principais economias da região obtiveram maior margem de manobra para lidar com a situação devido a melhorias em suas condições macroeconômicas, em sua inserção externa e na aplicação de políticas anticíclicas durante o auge da crise. Mudanças estruturais e políticas estratégicas podem tornar os países periféricos mais resilientes às crises econômicas geradas no centro sistêmico e irradiadas para o resto do mundo. Assim, a profundidade do impacto de um choque sobre as economias latino-americanas depende da natureza da crise, ou seja, de seu fator gerador e propagador, mas também da maneira como as economias estão posicionadas estrategicamente na conjuntura mundial. As políticas e as estratégias comerciais e os níveis de globalização financeira são determinantes para protegê-las ou fragilizá-las dos principais canais de contágio das crises.

Compara-se a crise da dívida dos anos 1980, na qual as economias da região tiveram bastante dificuldade de atravessar, resultando na conhecida “década perdida” e a crise de 2007, gerada no interior do sistema financeiro norte-americano e disseminada às economias mundiais. Neste caso, as principais economias da região, objeto deste estudo, obtiveram maior margem de manobra para lidar com a situação, devido a mudanças na estrutura econômica e medidas de política externa adotadas *ex ante*, como intensificação da integração regional e do

---

<sup>1</sup> Argentina, Brasil e México foram selecionados em razão de sua representatividade na América Latina. A economia latino-americana é bastante diversificada, portanto, países com diferentes estruturas produtivas e tipos de inserção externa ilustram de maneira rica a situação da região nos dois períodos analisados.

multilateralismo, mas cuja importância anticíclica ficou clara durante o auge da crise. A metodologia utilizada é revisão bibliográfica e análise de dados sobre as economias selecionadas.

A América Latina parece estar mais resiliente aos distúrbios internacionais, depois de um longo período de experiência com a vulnerabilidade aos choques advindos das economias centrais e de dependência externa das mesmas. Apesar de na crise econômica de 2007 a região ter mostrado evolução neste quesito em relação à crise da dívida, ainda há espaço para discussão de novas medidas de precaução para que as economias latino-americanas estejam mais bem protegidas em relação aos choques advindos de outras economias. Entender a dinâmica dos diferentes tipos de crises externas que afetam as economias da região é o primeiro passo para poder propor e avaliar soluções possíveis para este problema. Essa é a justificativa para o presente trabalho.

O trabalho está dividido em três capítulos, além desta introdução e da conclusão. O primeiro deles trata sobre a globalização financeira e sua influência na geração e disseminação de crises, através da desregulamentação e da abertura de canais de contágio. É analisada a crise típica, de acordo com a teorização de Kindleberger-Minsky, variações de seus tipos, uma breve história e também é abordada a questão do prestador de última instância.

O segundo capítulo trata da crise da dívida dos anos 1980, deflagrada em uma América Latina com estruturas econômicas e financeiras fragilizadas e, em função de sua forma de inserção externa, exposta tanto às variações de demanda mundial quanto aos fluxos voláteis de capital externo, principalmente na forma de dívida contraída em dólares a juros flutuantes. Esta crise é analisada de acordo com a base teórica desenvolvida no primeiro capítulo e através da variação de indicadores reais e financeiros selecionados para medir os impactos da crise na economia latino-americana.

O último capítulo trata da crise do subprime, iniciada em 2007, gerada endogenamente pelo sistema financeiro dos EUA, e propagada por canais de contágio tradicionais, construídos através da desregulamentação dos mercados financeiros mundiais. Neste segundo momento a região apresentou capacidade de resposta às crises - acumulou reservas em moeda estrangeira, obteve superávits primários, ao mesmo tempo em que adotou políticas econômicas comerciais e também financeiras que ajudaram a aplacar os possíveis efeitos mais severos inerentes às crises econômicas. Esta crise é analisada como a crise da dívida, baseada

na teoria de Kindleberger-Minsky e de acordo com a análise de indicadores selecionados. Um quadro comparativo entre os dois eventos é apresentado, introduzindo as conclusões do trabalho.

## 2 GLOBALIZAÇÃO E CRISES FINANCEIRAS: A INSTABILIDADE COMO NORMA

A crise de 2007 e as suas consequências em termos mundiais trouxeram novamente ao centro das discussões acadêmicas a tônica da instabilidade do capitalismo financeiro globalizado e a necessidade de melhor compreender a dinâmica das crises econômicas. Sua magnitude pôs em pauta a validade das teorias ortodoxas vigentes e inclusive o rumo da profissão de economista (Krugman, 2009). Embora tenha sido inesperada para teóricos do *mainstream* econômico<sup>2</sup>, economistas tidos como heterodoxos haviam detectado sua possibilidade. Crises, argumentavam Marx, Schumpeter, Minsky e Keynes, fazem parte da natureza instável do capitalismo.

As crises analisadas nesta dissertação - a crise da dívida na América Latina em 1980 e a crise do subprime em 2008 – são respectivamente o primeiro e o último produto da onda de desregulamentação que permeou a economia mundial, a partir da economia norte-americana, no início da década de 1980<sup>3</sup>. A migração do *mainstream* econômico para os ideais neoliberais ocorreu paulatinamente após a estagflação daquela economia nos anos 1970, quando o legado keynesiano perdeu espaço para o monetarismo de Friedmann e Schwartz e, posteriormente, para a retomada da teoria dos mercados financeiros eficientes, reduzindo a regulamentação e a orientação governamental que fora implementada no pós-Grande Depressão. Somados estes fatos ao abandono do legado de Bretton Woods e aos choques do petróleo, houve um aumento na volatilidade do valor das moedas, dos preços das commodities, imóveis e ações, gerando instabilidade e sucessivas crises financeiras seguidas de recessão em países em desenvolvimento.

A intensificação da globalização financeira, que pode ocorrer também devido ao período de estabilidade política nas economias capitalistas e aos grandes avanços em tecnologia e comunicações, foi definitiva neste processo e possibilitou a maior integração econômica comercial e financeira, abrindo canais para a circulação de mercadorias e alocação de capital mundialmente, mas também para a irradiação de crises geradas por estas mudanças.

---

<sup>2</sup> No primeiro capítulo de seu livro “Economia das Crises”, Nouriel Roubini e Stephen Mihm fazem um apanhado de ocasiões nas quais economistas de renome descartaram a tensão no mercado imobiliário americano, às vésperas da eclosão da crise de 2007/2008.

<sup>3</sup> Após experimentar um período de inflação e desemprego, a população norte-americana apostou na eleição do presidente Reagan e na mudança dos paradigmas econômicos americanos, revogando os anos de keynesianismo e apostando em políticas atuantes pelo lado da oferta, tomando uma série de medidas que desregulamentaram aquela economia.

Durante o período chamado de “a grande moderação” (1985-2007) (BERNANKE, 2004), quando a economia americana estava recuperada da estagflação que vivera nos anos 1970 e crescia com a chamada “nova economia”, ondas de crise que eclodiam periodicamente na periferia – já no fim dos anos 1970 e início dos 1980, com os episódios das crises das dívidas e na década de 1990, produto da abertura de mercados e desregulamentação das economias periféricas – eram vistas como sintomas de economias menos desenvolvidas, que não aplicavam corretamente os preceitos do neoliberalismo e que protegiam excessivamente seus mercados financeiros. Os efeitos das crises sobre as economias em desenvolvimento, analisados nesta dissertação, incluem drásticas quedas na renda, emprego, exportações, investimentos e a necessidade de muitos anos para recuperar-se das recessões que as seguiram. A prosperidade e o equilíbrio na economia norte-americana, em contrapartida, foram atribuídos à evolução da ciência econômica, à exatidão de seus modelos matemáticos e ao amplo “consenso” de que as teorias vigentes influenciavam na melhor aplicação das políticas econômicas, principalmente a política monetária. Entretanto, a minimização excessiva do papel regulador do estado e de suas instituições abre caminho para fluxos voláteis de capital, inovações financeiras sem benefícios definidos, especulação e fraudes, gerando instabilidade no sistema econômico como um todo.

Crises, entretanto, não são produto exclusivo da dinâmica recente do capitalismo financeiro. Embora ultimamente estejam relacionadas com a desregulamentação, globalização e inovações financeiras, elas existiam antes mesmo do capitalismo e da globalização. Dados seus efeitos negativos sobre a renda, emprego, investimento e bem-estar da população, entender sua dinâmica e funcionamento é fundamental para criar políticas adequadas que as abreviem e sejam capazes de amortecer seus impactos nas economias.

Este capítulo está dividido em duas seções. A primeira aborda as causas e os efeitos da globalização financeira e da desregulamentação das economias para o desenvolvimento dos mercados financeiros mundiais, mas também seu papel determinante na abertura de canais de contágio para crises. Esta discussão conduz à segunda seção, que traz uma análise sobre as crises financeiras, retomando brevemente sua história e sua perenidade na economia mundial e apresentando a teoria de Kindleberger-Minsky a respeito da crise financeira típica. Algumas tipificações propostas por Reinhart e Rogoff são abordadas na subseção seguinte, e então é discutida a importante questão do prestador de última instância. As conclusões preliminares são apresentadas no final do capítulo.



## 2.1 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA, CRISE E CONTÁGIO

A globalização financeira consiste na integração do sistema financeiro de um país com os mercados e instituições financeiras mundiais através da liberalização de seu mercado e abertura da conta financeira (SCHMUCKLER, 2004). Apesar de ser um fenômeno antigo, houve uma intensificação a partir dos anos 1970, com o aumento dos fluxos financeiros entre as economias desenvolvidas e as economias em desenvolvimento. Mundell (2000) argumenta que o período de fato inaugurou uma nova era deste processo, que anteriormente havia ficado restrito em função das guerras mundiais e do sistema de Bretton Woods. Este aprofundamento gera controvérsias quanto aos seus custos e benefícios, pois ao mesmo tempo que pode disponibilizar e alocar mundialmente capitais para países/firmas que necessitam, potencialmente fomentando o desenvolvimento, também está relacionada de várias formas a crises financeiras, tornando os países sensíveis a choques ao aumentar sua vulnerabilidade externa.

Esta recente intensificação foi reflexo da doutrina liberal vigente à época, que defendia os benefícios que os fluxos financeiros internacionais trariam em termos de desenvolvimento dos mercados financeiros globais, de melhor alocação do capital e de partilha dos riscos internacionais. Em termos práticos, os recursos provenientes do primeiro choque do petróleo, em 1973, foram canalizados, através dos bancos, para empréstimos aos países em desenvolvimento. Ao mesmo tempo, o fim do sistema de paridade ouro-dólar e taxas de câmbio fixas estabelecido em Bretton Woods possibilitou que os países pudessem participar desta integração mantendo certa autonomia de política monetária<sup>4</sup>.

Hausler (2002) enumera fatores que, associados a esta nova situação mundial, fomentaram a acentuada globalização financeira nas últimas décadas. Definitivamente, os avanços nas tecnologias de informação e comunicação agiram como aceleradores das inovações financeiras e estimuladores do aumento dos movimentos transfronteiriços de capitais. Estes instrumentos foram primordiais para a coleta de informações, avaliação de riscos, gerenciamento de dados e tomada de decisão quanto aos investimentos em outras

---

<sup>4</sup> Com o sistema de taxas de câmbio flutuantes, os países potencialmente podem utilizar instrumentos de política monetária e cambial para ajustarem-se aos movimentos internacionais. Entretanto, em um ambiente integrado, políticas praticadas por outros países, especialmente economicamente dominantes, podem afetar a efetividade de políticas locais.

economias.

O aumento do comércio internacional e a dispersão da produção entre diversos países também exerceram grande influência na geração e intensificação de fluxos financeiros internacionais. A diminuição de barreiras protecionistas propiciou um grande salto no comércio e nos investimentos entre as economias nacionais, intensificando exportações, importações e investimentos além de suas fronteiras. Além disto, muitos países alteraram suas legislações em relação às instituições financeiras capazes de prestar serviços de intermediação no mercado financeiro internacional, fazendo com que instituições não-bancárias se multiplicassem, estimulando a concorrência e a oferta de serviços no setor. Bancos de investimento, administradoras de ativos, fundos de investimento, companhias de seguros, fundos hedge e até mesmo empresas de telecomunicações e software passaram a oferecer serviços semelhantes aos tradicionalmente prestados pelos bancos (HAUSLER, 2002).

Expôr os bancos à competição agressiva com outras instituições originou uma mudança radical nos mercados financeiros internacionais. Os custos da intermediação financeira se ajustaram para baixo, bem como seus padrões de seletividade de clientes e operações. Esta adaptação os fez relaxar margens de segurança, ao mesmo tempo em que países se abriam para a permeabilidade dos fluxos de capitais internacionais. A competição entre estas instituições financeiras pode ser benéfica no sentido de ofertar mais opções de financiamento e investimento a condições mais favoráveis. Hipoteticamente, se o setor financeiro de um país enfrenta dificuldades, o crédito poderia ser buscado em outros mercados. Os custos de empréstimo das instituições financeiras dos países com menor disponibilidade de capital também cairiam, havendo um pool maior de provedores competitivos. Entretanto, a competição acirrada, somada à baixa regulação e ao crédito abundante, pode tornar-se uma combinação instável e perigosa (HAUSLER, 2002).

O aprofundamento destes fluxos trouxe consigo riscos consideráveis às economias menos desenvolvidas, como a possibilidade de reversões de crédito abruptas, efeitos de transbordamento e contágio. De fato, uma sequência de crises econômicas resultantes da vulnerabilidade à qual a abertura da conta financeira expôs os países em desenvolvimento, ocorreu após estas mudanças no mercado financeiro internacional. Apesar dos benefícios de dispor de diversas fontes de crédito, seu excesso é um dos principais causadores de crises financeiras, fazendo com que os padrões de empréstimo se deterioreem em razão da oferta e da concorrência interinstitucional. Ao sinal de que uma economia, ou um determinado setor

produtivo, não pode honrar seus compromissos, ou mesmo um choque de natureza exógena, há uma abrupta contração de crédito e reversão destes fluxos para ativos considerados mais estáveis.

As crises da década de 1990, de acordo com Hausler, apontaram para a necessidade de um gerenciamento prudente de dívidas soberanas e privadas, bem como para a responsabilidade dos participantes do mercado e das instituições financeiras de não assumirem riscos excessivos. Uma abertura gradual e sequenciada, em economias bem administradas e resilientes, seria o ideal para garantir a estabilidade sistêmica com acentuada globalização financeira, segundo o autor. Schmuckler (2004) corrobora esta visão de que para uma integração financeira saudável é necessária a solidez de instituições e de condições macroeconômicas, regulação e supervisão. Falhas neste sentido tornam estas economias mais sensíveis às imperfeições do mercado internacional, como efeitos de manada, pânico, bolhas etc. Economias com elevado déficit fiscal e dívida pública, por exemplo, dispõem de menos recursos para utilizar em políticas anticíclicas do que economias equilibradas, que podem resistir a estes efeitos sem enfrentar crise e recessão.

Rodrik e Subramanian (2008), entretanto, contestam o raciocínio tradicional de que países em desenvolvimento necessitam de capital financeiro externo para crescer, devendo abrir seu mercado financeiro de maneira controlada para evitar efeitos indesejados do processo. De acordo com sua pesquisa, os países em desenvolvimento que mais crescem são os que menos dependem de capitais externos, ao passo que os que mais absorvem este tipo de financiamento são os que possuem os menores ganhos de produtividade, o que contradiz a presumida complementaridade entre absorção de capital externo e crescimento econômico. Estes achados expõem deficiências do modelo utilizado pela literatura para advogar em prol da globalização financeira. Para os autores, os países em desenvolvimento não possuem condições ideais de abertura de mercado, pois sofrem com distorções e restrições variadas. Uma destas limitações seria a demanda por investimentos. No caso de o crédito externo excedê-la, há desequilíbrio da taxa cambial, o que faz o retorno dos investimentos produtivos cair, reduzindo o interesse do setor privado em investir na economia em questão. Os fluxos de capital podem, na verdade, aumentar a volatilidade do consumo e reduzir investimentos na economia, causando um efeito inverso ao esperado e negativo para os propósitos de desenvolvimento.

Kose et al. (2006), em estudo sobre os efeitos da globalização financeira sobre os

mercados emergentes, avaliam que as evidências apresentadas na literatura existente a respeito dos efeitos de crescimento econômico relacionados à abertura das contas capitais dos países é inconclusivo e carecem de robustez. Transpondo a ideia de que fluxos de capitais de países ricos para os pobres podem gerar riqueza para ambos, os autores acreditam que benefícios mais amplos para estes países seriam a imposição de disciplina macroeconômica, o desenvolvimento do mercado financeiro, aumento da eficiência das firmas domésticas ao expô-las à concorrência estrangeira, e coordenação de forças políticas em prol de uma melhor governança. Para eles, o aumento dos fluxos de capitais para tais países parece não ser a raiz dos problemas dos mesmos, mas uma parte deles, expondo fragilidades fundamentais já existentes.

O principal desafio à abertura das economias em desenvolvimento envolve um ponto de equilíbrio no qual se possa aproveitar as oportunidades que a globalização financeira oferece, minimizando riscos associados. A diminuição de autonomia de política monetária e cambial dos governos é uma questão latente em um mundo financeiramente integrado, onde as políticas de outros países podem afetar as economias nacionais, como no caso de variações de preços e taxas de juros internacionais (SCHMUCKLER, 2004). Esses desafios requerem algum tipo de coordenação internacional para os fluxos de capitais, como uma arquitetura financeira internacional que dispusesse de mecanismos consultivos e de um fundo de liquidez para fazer frente à magnitude de suas eventuais crises.

Devido à intensa globalização financeira que caracteriza a economia mundial nas últimas décadas, as crises financeiras, em grande parte, tendem a não permanecer concentradas em seu local de origem, mas a irradiarem-se pelo sistema financeiro internacional. Embora as razões pelas quais a transmissão ocorra ainda não estejam totalmente claras para os pesquisadores, sabe-se que quanto mais integrada uma economia é ao sistema financeiro internacional, maior será sua exposição ao contágio de crises advindas de outras economias.

O contágio internacional consiste na propagação de distúrbios de mercado entre as economias, observável através dos movimentos de indicadores como taxas de câmbio, preços de ações e fluxos de capitais<sup>5</sup>. Pode ocorrer por diversos canais de transmissão, que normalmente envolvem vínculos comerciais, financeiros e o pelo comportamento “irracional”

---

<sup>5</sup> Estes indicadores, juntamente com outras variáveis selecionadas serão utilizados para analisar efeitos críticos nas crises da dívida de 1980 e na crise do *subprime* em 2007.

– sem respaldo em condições macroeconômicas das economias - dos investidores (SCHMUCKLER, 2004).

Dornbusch, Park e Claessens (2000) categorizam conceitualmente a transmissão em dois grupos. O primeiro abrange os efeitos de transbordamento que resultam da interdependência normal entre as economias de mercado, envolvendo trocas comerciais e financeiras. Os autores também utilizam a classificação de Calvo e Reinhart (1996) de “contágio baseado em condições macroeconômicas”. Mudanças econômicas importantes nas grandes economias tendem a criar choques nas economias emergentes, como alterações importantes nas taxas de juros ou nas taxas cambiais. As crises estudadas nesta dissertação expõem exemplos de propagação a partir deste mecanismo. O movimento de alta nas taxas de juros americanas entre os anos 1970 e 1980 teve um efeito direto nos países periféricos, comprometendo sua situação econômica. O fato de possuírem dívida atrelada a taxas de juros variáveis tornou-a potencialmente impagável. Isto desencadeou a perda de confiança nas economias destes países, evasão de capitais e uma série de outros efeitos negativos explorados no próximo capítulo. Da mesma forma, a variação das taxas de juros nos anos 2000 teve participação no desencadeamento da crise do *subprime*. Indiretamente, a variação dos juros atingiu as famílias endividadas, prejudicando o pagamento de suas hipotecas. Desta vez, em um contexto de acentuada globalização financeira, esta série de eventos teve potencial de transmitir uma crise imobiliária nacional mundialmente, com efeitos sobre as economias latino-americanas.

Transmissões através dos canais de comércio podem ocorrer em países parceiros de uma economia na qual uma crise tenha causado depreciação cambial, pois investidores preveem que sua economia também será afetada pela queda de exportações/importações do parceiro atingido. Da mesma forma que ocorre o contágio comercial, em economias integradas, a crise em um local pode facilmente ser transmitida a outro através de variações no investimento estrangeiro direto e outros tipos de fluxos de capitais voláteis.

Nesta categoria também se enquadram depreciações competitivas, uma prática que consiste em economias depreciarem artificialmente suas moedas quando um competidor comercial tem sua moeda depreciada por uma crise, mas que indiretamente acaba fomentando importações. Nestas situações, é possível inclusive identificarem-se jogos de depreciação, que podem causar níveis de depreciação mais profundos do que os provocados por crises de ataques especulativos.

A outra categoria de contágio é causada por fenômenos irracionais relacionados ao comportamento dos investidores, como pânico, movimentos de manada, incrementos inesperados na aversão ao risco, perda de confiança etc. Problemas de liquidez, informação assimétrica e problemas de coordenação, além de mudanças nas regras do jogo, podem levar a este tipo de comportamento, que ainda não é claro para os economistas.

Levando em conta o incremento das conexões financeiras internacionais dos mercados emergentes com os países desenvolvidos entre si nas últimas décadas, o FMI (2009) desenvolveu um estudo no qual avalia como crises geradas nas economias avançadas se irradiam para economias emergentes (Figura 1). Há mecanismos de transmissão que são comuns a todas as economias emergentes e outros que dizem respeito às particularidades de cada uma delas. Mecanismos globais são os já referidos choques exógenos, que geram mudanças no comportamento dos agentes quanto à aversão ao risco, ou no comportamento dos mercados e que acabam afetando as economias periféricas de maneira generalizada. A importância deste tipo de fator tem seu papel incrementado à medida que as economias emergentes passam a aprofundar-se no processo de globalização financeira.

Fatores específicos aos países são basicamente as ligações financeiras que cada país possui com os centros financeiros (como canais financeiros e comerciais) e suas vulnerabilidades domésticas, tanto em termos de política econômica quanto estruturais. Problemas nos balanços de pagamentos, de solvência e liquidez bem como a abertura demasiada da conta financeira podem deixar uma economia mais vulnerável ao contágio.

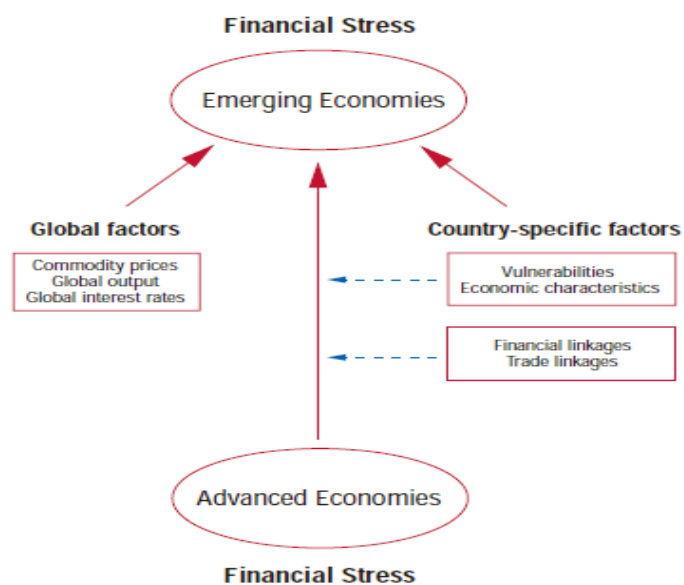
Quando um choque abala a economia mundial, a tendência é que os investidores busquem ativos mais seguros, em mercados maduros. Esta lógica pró-cíclica age historicamente e faz com que haja uma reversão nos fluxos financeiros dos países emergentes (paradas súbitas), pois há retiradas de capital que migram para os países desenvolvidos. Os bancos acompanham este movimento, retraíndo seu crédito e elevando taxas de juros até que seja retomada a estabilidade dos mercados. A retração de investimentos leva à queda da produção, que é retraída mais uma vez pela queda da demanda mundial por exportações, em função do momento de estresse econômico. Os fluxos retornam lentamente, podendo este movimento ter um custo alto para a economia real das regiões, tal como aconteceu durante a crise da dívida na América Latina (discutida no próximo capítulo) e na crise asiática de 1997. Uma crise cambial também pode se desenvolver nos mercados emergentes a partir da retirada abrupta de fundos, com uma desvalorização aguda da moeda, caso o país não possua reservas

internacionais em quantidades adequadas.

Embora em um choque de grande magnitude os efeitos do contágio sejam inevitavelmente sentidos, eles podem ser amenizados caso a economia emergente possua baixos déficits fiscais e de conta corrente, que mostram organização das contas e conferem credibilidade à economia, e uma quantidade significativa em reservas internacionais, que podem ser usadas quando os fluxos de capitais estrangeiros migram para ativos tradicionais, evitando efeitos mais profundos na economia real. Linhas oficiais de crédito internacional seriam uma outra maneira de oferecer suporte contra a desvalorização das moedas dos mercados emergentes, no caso de reservas insuficientes. Ao fazerem esforços para conter o stress em seus mercados, as economias desenvolvidas ajudam a estabilizar também os mercados emergentes.

A integração comercial e financeira, embora tenham seus custos e benefícios discutidos pelos economistas, e seus efeitos ainda sendo descobertos à medida que se expandem em economias com diferentes características, fazem parte de um comportamento de alcance mundial, bastante aprofundado e de improvável reversão. Dentro desta perspectiva, o desafio é disseminar mecanismos efetivos de proteção contra choques exógenos sem que haja necessidade de restringir mercados, possivelmente desenvolvendo mecanismos multilaterais de segurança.

Figura 1 – Transmissão do stress financeiro



Fonte: FMI (2009).

## 2.2 CRISES FINANCEIRAS: BREVE HISTÓRICO E TIPIFICAÇÕES

Após a discussão da globalização financeira, é preciso entender uma de suas consequências: uma maior propensão à eclosão de crises financeiras. Crises são tão antigas quanto a criação da moeda e dos mercados financeiros, existindo antes mesmo do capitalismo. Reinhart e Rogoff (2009) associam as primeiras às desvalorizações monetárias, quando moedas metálicas eram desgastadas, reduzindo seu valor real, para que um governo pudesse financiar déficits, normalmente gerados por gastos de guerra.

Versignassi (2011) narra o episódio romano de desvalorização forçada do ás, a moeda do império. Por volta de 300 a. C., os romanos ingressaram na primeira Guerra Púnica, contra Cartago, um império rico, que dominava o comércio mediterrâneo na época. Para conquistar um monopólio, Cartago invadiu o império Romano em disputa por um território na “ponta da bota”. Com uma grande mobilização bélica para a época, Roma precisaria de muito dinheiro para fazer frente ao inimigo. A solução foi desvalorizar o ás, diminuindo seu tamanho. Ao final da guerra, que durou 17 anos, a moeda tinha cerca de um quinto do tamanho inicial. A “multiplicação” da moeda foi fundamental para garantir a vitória no conflito. Entretanto, os romanos continuaram o processo de desvalorização, mesmo em tempos de paz, o que levou à perda de valor e credibilidade da moeda, mais tarde tendo de ser substituída pelo denário.

Os episódios de desvalorização da moeda também foram comuns em países como Espanha e Inglaterra em torno do século XII. A prática tornou-se ainda mais simples quando o dinheiro passou a ser feito de papel, ideia dos chineses em 1072, posta em prática pelas nações europeias no século XVIII. Mas as crises de desvalorização da moeda com posterior inflação precederam a formação dos mercados financeiros e do capitalismo. Com a ascensão da Holanda como potência capitalista, surgiu um novo tipo de crise: a bolha de ativos (ROUBINI; MIHM, 2010).

Este foi o caso da mania das tulipas, em 1630, na Holanda. Vinda da região onde hoje situa-se a Turquia, a flor passou a ser cultivada nos Países Baixos e logo tornou-se um símbolo de luxo e status social. O preço das flores, incluindo as variedades mais comuns aumentou de tal maneira que os agentes passaram a negociar no mercado futuro com os bulbos das flores, trocando de mãos e valorizando-se inúmeras vezes sem que a flor tivesse brotado. A especulação foi tamanha que as pessoas se endividavam, hipotecavam seus bens para lucrar rapidamente com a negociação dos títulos. Por ser a primeira bolha de ativos



registrada na história, pelo menos desta vez não se sabia que com o descobrimento de algumas fraudes na negociação, haveria a perda de confiança nos ativos, iniciando um processo abrupto de venda e desalavancagem, deixando muitos investidores à beira da falência. De fato, a Holanda levou muitos anos para se recuperar da profunda recessão que se abateu sobre o país, mas ainda tem as tulipas como símbolo nacional (VERSIGNASSI, 2011).

A mania das tulipas inaugurou uma série de outras crises infames na história do capitalismo, como a bolha da Companhia dos Mares do Sul e da Companhia Mississipi de John Law. Em seu auge, em 1719, a Companhia Mississipi de John Law controlava várias *trading companies*, a totalidade da dívida da França, a casa da moeda e o banco central do país e muitas das terras que se tornariam os Estados Unidos. A Companhia dos Mares do Sul, na mesma época, porém na Grã-Bretanha, possuía grande parte da dívida britânica e a especulação com suas ações causou o aumento dos preços de todas as ações negociadas. No dia em que o aumento do preço de suas ações atingiu a marca de 1.000%, o mercado desabou, prejudicando a economia e os investidores. A quebra da Companhia John Law, na França, ocorreu mais ou menos na mesma época e prejudicou décadas de desenvolvimento das instituições financeiras (KINDLEBERGER, 2013).

Estas três bolhas são as primeiras na lista de Kindleberger para as dez maiores bolhas de ativos de todos os tempos. Elas são seguidas pela bolha nos preços das ações na década de 1920, nos Estados Unidos, o que desencadeou uma das icônicas crises do capitalismo, em 1929; pelo surto de empréstimos para o México e outros países em desenvolvimento em 1970; pela bolha dos imóveis no Japão em 1985 e posteriormente na Finlândia, Noruega e Suécia; pela bolha de ações e imóveis na Ásia entre 1992 e 1997 e pelo surto de investimento no México na década de 1990; pela bolha das ações negociadas em balcão dos Estados Unidos na mesma década e finalmente pela bolha imobiliária dos EUA e pela dívida da Grécia.

Roubini e Mihm (2010), entretanto, lembram que estas três primeiras bolhas comprometeram a economia de países específicos, não tendo ocorrido um contágio importante. Este veio com o pânico de 1825, que conteve todos os elementos tradicionais de uma crise: crédito fácil do Banco da Inglaterra, uma bolha de ativos vinculada a um mercado emergente, no caso o Peru, e fraudes, como a negociação frenética de títulos de uma nação que nunca existiu, a República de Poyais. Quando o pânico se instaurou, houve quebra de seis bancos ingleses, dezenas de bancos estrangeiros e empresas não financeiras. Investidores tiraram todo seu dinheiro da América Latina, fazendo com que todos os países, com a exceção

do Brasil, declarassem moratória. Três décadas foram necessárias para que os fluxos de capital voltassem ao normal na região. Um fluxo de ouro do Banco da França impediu a falência do Banco da Inglaterra.

Muitos outros episódios como estes aconteceram ao longo da história, como os pânico de 1819, 1837, 1857, 1866 e 1893. No começo de século XX, a inauguração do período de crises veio com a crise de 1907, fruto de problemas com a bolsa e com o mercado imobiliário nos EUA. Foi nesta crise que aconteceu o famoso caso no qual J.P. Morgan trancou em sua biblioteca os banqueiros que controlavam o sistema bancário norte-americano, até que chegassem em um consenso sobre como estancar a crise, evidenciando a necessidade da criação de um banco central no país. Posteriormente, eclodiu a crise de 1929, que trouxe consigo anos de recessão e desemprego.

Esta última, conhecida como a “Grande Depressão” do século XX, ocorreu em meio aos desequilíbrios econômicos internacionais causados pela tentativa de retorno dos países ao padrão ouro internacional, ao fim da primeira guerra mundial. Estes desequilíbrios estavam associados à assimetria das taxas de câmbio internacionais, dos fluxos de pagamentos das reparações do pós-guerra, e à instabilidade dos fluxos de capitais internacionais. Neste contexto, o sistema financeiro internacional estava bastante desregulado e em mutação, com o Reino Unido e a libra esterlina perdendo sua hegemonia e com a ascensão do dólar e dos Estados Unidos, que passaram a ser o maior credor mundial. A crise, que se irradiou dos Estados Unidos para o restante do mundo, também teve respaldo na precária estrutura bancária e corporativa do país, que possibilitou que o mercado acionário se alavancasse profundamente com base na elevada especulação e nas inovações financeiras, gerando um boom acionário e uma posterior deflação de ativos e a reversão de expectativas dos agentes. O *crash* da bolsa de nova York, em outubro daquele ano, prejudicou as economias que recebiam ajuda americana para sua reconstrução, bem como importações e exportações de todos os países, gerando contração no comércio mundial. A falta de um prestador de última instância em nível internacional prolongou a recessão, bem como o fato de ainda serem desconhecidas as políticas de estímulo à demanda efetiva (FERRARI FILHO; SILVA, 2012).

Um período sem grandes crises ocorreu no pós-guerra, com um movimento global de restrição à mobilidade de capitais após Bretton Woods, em 1944. Além da criação do Fundo Monetário Internacional e do Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento, que hoje faz parte do Banco Mundial, foi acordado na conferência que o dólar seria conversível

em ouro e as outras moedas internacionais conversíveis em dólar, mantendo-se um sistema de câmbio fixo. Com uma ampla regulamentação, que separava os bancos comerciais de instituições financeiras, muitos anos se passaram com estabilidade financeira, até 1971. Japão e Grã-Bretanha haviam acumulado muitas reservas em dólar, identificando que os EUA não teriam mais lastro em ouro para cobri-las, conforme acordado. Assoberbado com os déficits fiscal e em conta corrente proporcionado pela Guerra do Vietnã, os EUA decidiram abandonar o padrão ouro, fazendo com que os países adotassem taxas de câmbio flutuantes. Sem taxas de câmbio equilibradas em um primeiro momento, a mudança ocasionou aumento da inflação, da volatilidade das moedas, dos preços das commodities, imóveis e ações, gerando quatro ondas de crises financeiras seguidas de recessão ao redor do mundo (KINDLEBERGER, 2013).

De acordo com Kindleberger (2013), a primeira, na década de 1980, e objeto de discussão mais detalhada no próximo capítulo, envolveu os países em desenvolvimento que haviam contraído empréstimos em dólares com taxas de juros flexíveis na década anterior, e que, ao serem submetidas à alta da taxa de juro americana, tornaram-se impagáveis. Esta crise atingiu o México, Brasil, Argentina e mais dez países em desenvolvimento, teve impacto importante na região, que levou cerca de uma década para recuperar suas economias. A segunda onda ocorreu em 1990, atingindo a economia japonesa e os países nórdicos. A terceira, em 1994, atingiu a economia Mexicana. A quarta se deu em 1997, com a crise asiática, que se espalhou até a Rússia, chegando também à Argentina e ao Brasil. A última onda foi iniciada com a crise de 2007, desta vez, no centro financeiro mundial, os Estados Unidos, e se espalhando por todo o mundo.

Mesmo com os avanços da ciência econômica, os mecanismos que desencadeiam crises evoluíram e se diversificaram, mas apesar disto, elas seguem ocorrendo periodicamente até os dias de hoje.

### **2.2.1 Anatomia e Tipos de Crises**

Kindleberger (2013) utiliza o modelo de fragilidade financeira de Minsky para explicar a anatomia básica de uma crise financeira. Este modelo é aplicável para crises financeiras em economias de mercado. Independentemente de tipificações usadas para estudos

específicos, todas possuem a mesma estrutura, envolvendo os mesmos elementos críticos: choque exógeno, aumento da oferta de crédito, especulação excessiva, reversão de expectativas e crise. Diferem em questões circunstanciais, como a natureza do choque que atinge a economia em questão, como se dá o aumento no crédito, o objeto usado para a especulação, o fato que causa a reversão de expectativas, etc.

Minsky associa a erupção de crises financeiras à variação pró-cíclica no estoque de crédito em uma economia. Objetivamente, quando a economia cresce, os agentes, de maneira generalizada, ficam otimistas e revisam para cima suas expectativas de crescimento econômico, bem como de lucratividade de seus investimentos, o que diminui a aversão ao risco e os influencia a tomar crédito para reinvestir. Os bancos, por sua vez, dadas as perspectivas otimistas, relaxam em certo grau a concessão de crédito, tornando seus padrões mais flexíveis. A lucratividade elevada em um importante setor da economia pode desencadear o choque exógeno responsável pelo *boom* – a fase ascendente do ciclo econômico, efeito que poderia vir de uma colheita excepcional, do fim de uma guerra, da liberalização ou inovação financeira em um mercado, do descobrimento de uma nova tecnologia.

Investidores avaliam que a rentabilidade de seus ativos é maior do que os juros pagos pelos empréstimos necessários para adquiri-los, aumentando sua margem de alavancagem. Na medida que estas previsões se confirmam e mais indivíduos obtêm lucro, o retorno positivo gera mais investimento, que gera um crescimento adicional, que gera potenciais novos investimentos acompanhados pelo aumento dos preços dos ativos. Neste ponto, pode se desenvolver uma euforia, dando início a um comportamento especulativo, onde agentes compram ativos ou bens relacionados ao setor lucrativo, interessados em ganhos de capital no curto prazo. À medida que o endividamento e a alavancagem aumentam, diminuindo a liquidez sistêmica, há uma escalada de fragilidade. Com a excessiva negociação de ativos, o preço projetado para o futuro passa a ser maior do que de fato valeria, criando uma expectativa demasiada de lucratividade. Em um espírito de acompanhar a lucratividade especulativa, os agentes desenvolvem um comportamento de manada e os aumentos de preços tendem a ser justificados com argumentos ao estilo de “desta vez é diferente”, “os mercados evoluíram”, etc. causando proliferação de indivíduos tomadores de risco classificáveis como especulativos e Ponzi em relação ao número de investidores com postura hedge<sup>6</sup>. O

---

<sup>6</sup> Kindleberger (2013) utiliza a taxonomia financeira de Minsky ao referir-se a perfis especulativos baseando-se na relação entre a receita operacional de empresas e seus pagamentos de serviço de dívida. *Hedge* seria o perfil

surgimento de uma mania e a formação de uma bolha podem ser associados a este período, correlacionando-se com a euforia dos agentes e com a certeza de que em algum momento haverá a reversão do preço dos ativos. Uma bolha pode ser identificada quando o aumento do preço dos ativos é mais relevante do que um ruído, e não pode ser explicado pelas condições macroeconômicas deste ativo.

Quando alguns agentes concluem que o preço dos ativos é insustentável, identifica-se alguma fraude envolvendo as negociações, ou há qualquer evento que possa reverter as expectativas de lucratividade futura, inicia-se um processo de venda. A inversão da curva e a deflagração do início da crise é conhecida como o “momento Minsky”. Agentes notam que a preços mais baixos, a venda dos ativos não cobre mais os juros dos empréstimos outrora tomados e incorrem em um processo abrupto de desalavancagem. Pode haver pânico, corridas bancárias e falências neste estágio. Portanto, quando a economia passa a desacelerar, o comportamento dos agentes muda na direção oposta, incluindo o dos bancos, havendo uma contração de crédito e a retomada dos padrões mais rígidos para concessão. Com agentes devedores e calotes, a economia em crise caminha para uma recessão. Haverá uma recuperação no futuro, possivelmente com gasto público (Keynes), implementação de regulamentação mais rígida, estabilidade, até que os agentes esqueçam das lições aprendidas no passado e o ciclo aconteça novamente.

A disponibilidade de crédito em uma economia é um fator crucial para seu crescimento e desenvolvimento. Entretanto, pode ser desafiador para os responsáveis pela política monetária equilibrarem oportunidades e riscos. A variabilidade no fornecimento de crédito para a economia pode desencadear um boom econômico, que pode ser seguido por uma mania ou uma bolha, quando em excesso, bem como colocar a economia em recessão, quando há demasiada contração.

Reinhart e Rogoff (2009), analisam a situação de um ponto de vista diferente, acentuando que o aumento da oferta de crédito antecede a excessiva contração de dívidas, seja por indivíduos, firmas ou governos e que estas podem representar um risco importante para o sistema. Quando experimentada em grande escala, a acumulação de dívidas torna a economia suscetível a crises de confiança, especialmente quando as obrigações são de curto prazo e precisam ser refinanciadas.

---

no qual a receita operacional prevista é mais do que suficiente para pagar juros e redução previstas de dívidas, *especulativo* se for apenas suficiente para cobrir juros, mas não todo o seu valor e *Ponzi* se for insuficiente, necessitando aumentar a dívida para cobrir a despesas (p.34-36).

Claessens e Kose (2013) trabalham com a distinção *qualitativa* e *quantitativa* proposta por Reinhart e Rogoff (2009) para classificar diferentes tipos de crise. Os autores destacam dentro da classificação quantitativa as crises de *desvalorização cambial e paradas súbitas de financiamento*, mas também se enquadram nesta categoria as crises de *inflação*, por serem passivas de medições numéricas. As crises identificadas qualitativamente são as crises *bancárias e crises de dívida externa ou interna*, que são analisadas através de variáveis subjetivas. E as crises tendem a se sobrepor, dificultando sua identificação. Uma crise bancária pode estar associada a uma crise de parada súbita de financiamento ou de desvalorização cambial, por exemplo.

Uma crise cambial ocorre quando há um ataque especulativo contra uma determinada moeda, causando sua depreciação. Isso força as autoridades monetárias do país a protegê-la utilizando grandes quantidades de suas reservas internacionais, aumentando suas taxas de juros ou impondo barreiras à saída de capital. As crises típicas da década de 1990, com ataques especulativos contra os mercados emergentes, são exemplos deste tipo de crise. Claessens e Kose (2013) discutem a dinâmica deste tipo de crise através da evolução dos modelos que as explicam. A primeira geração, denominada “KFG” (KRUGMAN, 1979; FLOOD; GARBER, 1984) aponta que ataques especulativos resultam de um comportamento racional dos investidores que antecipam que um governo incorre em déficits elevados através do financiamento do banco central. Quando preveem que não será mais possível manter o câmbio ancorado, há evasão de capitais, ocasionando a perda de valor da moeda. A segunda geração de modelos (OBSTFELD; ROGOFF, 1986) explica estas crises através das “profecias autorrealizáveis” nas quais investidores atacam uma moeda por acharem que outros irão fazê-lo, antecipando-se à possível desvalorização e causando o princípio do movimento. As dúvidas de que um governo abandonará sua âncora cambial podem levar a problemas de múltiplo equilíbrio e crises de desvalorização monetária. A última geração de modelos para este tipo de crise foi influenciada pela crise asiática de 1997, explorando o fato de que mesmo com poucos desequilíbrios macroeconômicos, a vulnerabilidade do setor financeiro e comercial é importante.

Crises de balanço de pagamentos ou paradas súbitas de financiamento externo acontecem quando um fluxo esperado de capital se reverte ou cessa súbita e inesperadamente, provavelmente por um choque externo, como, por exemplo, uma abrupta alta nas taxas de juros internacionais. Os modelos para este tipo de crise se assemelham aos modelos de crises cambiais, mas atribuindo maior peso aos fatores internacionais de risco, e podem explicar as

reversões nos saldos em conta corrente, bem como a depreciação subsequente da moeda, típica em crises de mercados emergentes. Este tipo de crise pode ser associado a choques globais. O caso da América Latina na década de 1980, explorado mais a fundo no próximo capítulo, e da Ásia nos anos 1990, são exemplos de que um aumento súbito nas taxas de juros internacionais ou no preço das commodities são capazes de reverter os influxos de capital e desencadear crises locais. Normalmente os países atingidos por este tipo de choque estão expostos financeiramente de maneira global, possuem alto volume de dívida externa e um setor de bens comercializáveis internacionalmente (*tradeables*) relativamente pequeno.

Crises de dívida soberana (externa e doméstica) são analisadas qualitativamente pelos autores. São crises nas quais um governo deixa de pagar sua dívida externa por não ter meios de refinanciá-la, ou por achar que não deve fazê-lo e, internamente, quando não honra suas obrigações financeiras, simplesmente dando calotes ou desvalorizando sua moeda para gerar meios de pagamento. Os modelos desenvolvidos para o entendimento deste tipo de crise são parecidos com os que explicam o próprio financiamento soberano, e se apoiam basicamente nas sanções impostas aos países devedores, levando em conta o custo de oportunidade de não poder utilizar empréstimos internacionais novamente, por exemplo. Os modelos, entretanto, não são capazes de explicar por que os países tomam e por que os credores emprestam tanto, levando-se em consideração o risco envolvido neste tipo de operação. Apesar da crença de que países não dão calote, Reinhart e Rogoff (2009) analisam que esta foi uma prática muito comum ao longo da história econômica, sendo difícil encontrar um país que não o tenha feito.

Mesmo depois dos problemas enfrentados pela América Latina em 1980, os modelos existentes não levam em consideração a interação de variáveis políticas com as econômicas – já que os calotes nem sempre são associados com períodos de baixas nos negócios - o que sugere que ainda são insuficientes na explicação destes fenômenos. As crises de dívida são associadas aos episódios de inflação por desvalorização da moeda, seja pela emissão excessiva, ou como ocorria antigamente, pela retirada ou desgaste do conteúdo metálico das moedas. Países em desenvolvimento muitas vezes assumem dívidas de curto prazo por não terem outra opção de financiamento, e rolá-las torna-se a solução encontrada quando sua economia não gera o superávit em transações correntes necessário para cobri-las. Os principais motivos que levam os países a crises de dívida são instabilidades em seu sistema institucional e integração financeira desfavorável, dado que uma exposição demasiada a fluxos de capitais em um sistema instável pode deixá-los mais vulneráveis a choques externos.

Outro tipo de crise avaliado qualitativamente são as crises bancárias, que ocorrem quando um banco não é capaz de honrar suas obrigações aos depositantes, seja por uma corrida bancária ou por falência, colocando o governo na posição de possível garantidor de depósitos e prestador de última instância. Claessens e Kose (2013) avaliam que bancos são instituições inerentemente frágeis, pois sua função de criar liquidez e emprestar no longo prazo os torna altamente alavancados. Falhas de coordenação podem ocorrer, fazendo com que investidores, temendo a insolvência de um banco, retirem liquidez ou capital, por medo de que outros investidores o façam antes – em uma profecia autorrealizável. À medida que depositantes sacam seus recursos, o banco vai, de fato, ficando mais vulnerável, dando motivos reais para mais pessoas retirarem seus recursos. Muito similar com a retirada de recursos de países nas crises cambiais. Desta forma, boatos ou pequenos choques – reais ou financeiros – podem se traduzir em uma perturbação nos mercados e criar uma crise bancária.

Corridas bancárias são um problema existente há séculos, tornando atualmente bastante consolidadas algumas medidas que as previnem, como garantias para uma certa quantia em depósitos, medidas prudenciais por parte das empresas e bancos, entidades reguladoras que supervisionam o comportamento das instituições financeiras, etc. Entretanto, ao mesmo tempo em que se aplica a regulação surgem novas formas de contorná-la, com o desenvolvimento de inovações financeiras.<sup>7</sup> Além disto, políticas mal implementadas podem causar o aumento do risco moral. Com a possibilidade de haver um prestador de última instância, instituições financeiras podem assumir riscos maiores do que deveriam, criando um risco sistêmico na economia, respaldados na ideia de que o governo não deixaria a estrutura ruir.

### **2.2.2 O BC e o prestador de última instância**

Kindleberger (2013) explicita que o objetivo de um banco central, ao atuar como prestador de última instância (EUI), é justamente evitar as corridas bancárias e a instauração de um pânico, fornecendo a liquidez necessária para acalmar o sistema. Ele deve evitar que a falta de liquidez evolua para um problema de solvência, evitando falências que

---

<sup>7</sup> Edward Kane lança mão da dialética regulatória para explicar a relação regulador (Bancos Centrais) e regulado (setor privado que introduz inovações). Uma ação dos agentes reguladores faz com que haja uma reação do mercado no sentido de anular o movimento anterior, como em um jogo estratégico (CORAZZA, 2000).



não ocorreriam na ausência de dificuldades. Entretanto, o ponto sensível de haver um garantidor em um momento de crise é a existência de um dilema ou risco moral. Se os bancos e instituições financeiras tiverem certeza de que em um momento crítico serão socorridos, isso os levará a tomar riscos mais elevados do que se não houvesse resgate. Portanto, não há uma regra que defina a atuação do EUI, que varia circunstancialmente. A intervenção em um momento de crise é considerada, desta forma, mais uma arte do que uma ciência, sendo que muitas vezes as instituições garantidoras decidem por não resgatar a entidade com problemas, como ocorreu recentemente no caso do banco de investimentos Lehman Brothers, que foi à falência em 2008. Questões importantes são colocadas quando não há um protocolo definido: a quem, como, com quanto e quando se deve socorrer?

Walter Bagehot foi um dos primeiros a defender a posição do emprestador de última instância, discordando da posição de que fornecer liquidez a instituições insolventes perpetuaria a falta de responsabilidade e as práticas econômicas arriscadas. Na verdade, a ideia é que as firmas idôneas, bem como os depositantes em geral, não sejam penalizados pela contaminação sistêmica de uma instituição irresponsável. Em seu livro *Lombard Street* (1873), Bagehot advoga que o banco central deve suprir a demanda por liquidez o quanto for necessário, por meio de instituições solventes que ofereçam garantias sólidas e a taxas de juros penalizadoras, restringindo a quantidade de tomadores. Acertar o momento exato para intervir também é algo complexo. Deve-se ser capaz de abreviar o momento do boom antes que ele se reverta e cause pânico. Quando uma quebra ocorre, deve-se esperar que as empresas insolventes vão à falência, sendo penalizadas por suas más decisões de negócios, mas também intervir a tempo de não prejudicar instituições solventes. Atuar muito cedo com muito dinheiro pode ser tão ruim quanto chegar tarde demais, inflacionando-a ainda mais ou prolongando desnecessariamente a agonia da crise. Em operações de mercado aberto, Bagehot sugeriu “não matar o mercado de fome”. Nestas situações, fornecer mais crédito significa dar mais segurança ao mercado, com a possibilidade de eliminar o excesso posteriormente.

Para os propósitos desta pesquisa, um aspecto importante das crises é o seu contágio internacional. Quando isso ocorre, a função principal do emprestador internacional é fornecer liquidez para que não haja alterações nos valores das moedas descasadas de sua fundamentação econômica, amenizando sua flutuação. Isso pode ser aplicado aos episódios de *overshooting* e *undershooting* das moedas, quando a direção dos fluxos de capital determina uma súbita variação do valor de uma moeda. Neste caso, a provisão de um emprestador internacional tem o papel de relativização e de incremento do bem-estar econômico no país. A

criação do FMI, na década de 1940, proporcionou uma saída formal para o fornecimento de liquidez internacionais nas crises monetárias e na extensão de crédito para os governos. Ao entrar para o fundo, os países se comprometiam em limitar sua variação cambial e a buscar a aprovação dos membros do fundo em caso de necessidade de rever o valor de sua paridade. Acredita-se que as “guerras” monetárias que ocorreram no período entre guerras, com desvalorizações competitivas para melhorar a posição internacional dos países e diminuir seu déficit comercial, possam ter influenciado na eclosão da Segunda Guerra Mundial, pois prejudicavam o grupo de países como um todo.

A ausência de um prestador de última instância pode prolongar demasiada e desnecessariamente uma crise econômica, deixando a economia em estado prolongado de recessão, como foi o caso dos anos 1930.

### 2.3 CONCLUSÕES PRELIMINARES

A intensificação da globalização financeira, que ocorre desde a década de 1970, quando a economia mundial abdicou dos acordos monetários de Bretton Woods, tem sido vista pelo *mainstream* econômico como um fenômeno benéfico para a economia mundial, propiciando, através da liberalização dos mercados financeiros e das contas financeiras dos países emergentes, o desenvolvimento de seus mercados financeiros e o amadurecimento de suas instituições e condições macroeconômicas. Estes benefícios, entretanto, passaram a ser ponderados no momento em que o fenômeno passou a deflagrar crises financeiras ao redor do mundo, irradiadas através de canais de contágio reais e financeiros e pelo comportamento nem sempre fundamentado dos investidores.

Crises econômicas, apesar de terem sua frequência acentuada com a intensificação da globalização financeira, são um fenômeno antigo, que precede o surgimento do próprio capitalismo e da globalização. Desde a Roma antiga, as economias as experimentam, criando a necessidade do desenvolvimento de mecanismos de estabilização para revertê-las. Milhares de anos após seus primeiros registros, as últimas décadas têm sido sem precedentes em termos de turbulência econômica e financeira, acentuando problemas sociais, desigualdade, pobreza, desemprego e recessão ao redor do mundo, especialmente em países periféricos.

Apesar de terem expressões diferentes, qualitativas e quantitativas, as crises

financeiras parecem seguir um mesmo padrão de evolução, descrito por Kindleberger a partir do modelo de fragilidade financeira proposto por Minsky. Uma súbita e abundante disponibilidade de crédito em uma economia com baixo crescimento cria condições para especulação e excessiva alavancagem, através do relaxamento dos padrões de seletividade de produtos e clientes financeiros. Em um determinado momento, por razões que podem diferir circunstancialmente, há a reversão de expectativas e o momento de crise, quando ativos se desvalorizam rapidamente. Como a disponibilidade de crédito é fundamental para o desenvolvimento econômico, nem sempre é claro para os agentes e autoridades quando uma bolha ou uma mania esteja se formando, tornando relevante o estudo destas questões para prevenir seus efeitos perturbadores nas economias.

Quanto mais integrada ao sistema internacional é uma economia, isto é, mais financeiramente globalizada, mais exposta ela estará a crises, na forma de choques externos e a volatilidade do capital financeiro por meio dos canais de contágio. Protegida por reservas e com sua contabilidade saudável, uma situação possivelmente crítica poderá ser repelida com políticas adequadas, lançando mão de seus recursos disponíveis. Caso contrário, em uma situação de alavancagem, dívida excessiva e poucas reservas internacionais, esta vulnerabilidade se transformará em crise e recessão, sendo necessária a ajuda internacional.

A crise da dívida na América Latina na década de 1980 foi o primeiro reflexo da desregulamentação dos mercados emergentes que caracteriza a globalização, seguida por inúmeras crises financeiras nos anos 1990. A situação econômica da AL na época teve papel determinante no decorrer deste processo crítico e na maneira como a região teve condições de reagir ao choque externo que sofreu. Sua elevada dívida externa atrelada a juros flutuantes comprometeu as condições macroeconômicas da região, que emergiu em uma severa crise seguida de recessão que ficou conhecida como “A década perdida”. Com características correspondentes à análise feita sobre as crises econômicas neste primeiro capítulo, a crise da dívida latino-americana, suas causas externas e internas, bem como seus efeitos na região são tema do próximo capítulo.

### 3 A CRISE DA DÍVIDA LATINO-AMERICANA NA DÉCADA DE 1980

A América Latina foi, historicamente, marcada pelo enfrentamento de crises econômicas (CEPAL, 2014). As mais importantes delas estão associadas a períodos com grande entrada de capitais externos na região, conforme teorizou Kindleberger (2013), em razão dos ciclos financeiros internacionais. No caso da crise da dívida latino-americana, nos anos 1980, a disponibilidade de fluxos financeiros para a região esteve relacionada com a expansão internacional dos bancos privados americanos e europeus, com o desenvolvimento dos euromercados e com os choques do petróleo em 1973 e 1979. A disponibilidade de crédito, inédita nestes moldes para a região, que costumava obter financiamento de organismos oficiais e em menor escala, ou de empresas multinacionais, em razão da falta de poupança interna, combinou-se com o modelo de desenvolvimento que praticavam, a substituição de importações, criando uma conjuntura favorável para o endividamento.

O movimento de expansão de crédito internacional, iniciado na década de 1960, portanto, possibilitou o financiamento dos estágios avançados do modelo de desenvolvimento dos países latino-americanos através da contração de dívida a taxas de juros variáveis, regularmente refinanciada. Inicialmente, com condições bastante favoráveis de crédito, as operações eram vistas como a retomada de um hiato das restrições externas que antes enfrentara, e como um desenvolvimento natural dos mercados financeiros na região (FFRENCH-DAVIS; DEVLIN, 1993). A imprevista deterioração do cenário internacional, a partir da diminuição da atividade nas economias capitalistas após os choques do petróleo e os sucessivos aumentos das taxas de juros internacionais iniciaram uma retração das linhas de crédito disponíveis. Revendo sua exposição à região, os bancos internacionais tiveram motivos para reconsiderar sua flexibilidade de pagamento, aumentando taxas, reduzindo prazos e dificultando a habitual rolagem de dívida. No limite desta situação, a crise inicia-se com a moratória declarada pelo México, em 1982, seguida por outros países latino-americanos.

A crise mostra como a vulnerabilidade externa, seguida por um choque exógeno, foi capaz de interromper o processo de desenvolvimento latino-americano, através da diminuição do emprego, da renda, do investimento e dos indicadores sociais. Para todas as economias, mas especialmente para as periféricas, os movimentos do cenário internacional são bastante importantes para o processo de desenvolvimento. Desta forma, a transmissão internacional

dos ciclos econômicos gera impactos determinantes para seu desempenho (GONÇALVES, 1997). Quanto mais vulnerável aos eventos do cenário internacional é uma economia, maiores e mais incisivos serão os efeitos que um choque exógeno pode vir a provocar. A falta de resiliência aos ciclos econômicos internacionais é incrementada de acordo com o grau de abertura econômica e de internacionalização da produção deste país e conforme o poder do governo para criar medidas anticíclicas de resistência ou de prevenção (GONÇALVES, 1997).

Este capítulo tem como objetivo mostrar que a vulnerabilidade externa que a América Latina experimentava na década de 1980 foi responsável pelo mau enfrentamento da deterioração do cenário econômico internacional, pela conseqüente crise econômica e pelos anos de recessão. Para isto, os fatores que propiciaram a grande disponibilidade creditícia para a região, como o comportamento dos bancos privados internacionais, o desenvolvimento dos euromercados e a conjuntura econômica internacional adversa originada pelos choques do petróleo são explorados e relacionados ao momento interno vivido pelos países latino-americanos. A crise, seus efeitos na região e os planos de refinanciamento da dívida também são contemplados, dentro da perspectiva de um cenário financeiro globalizado. As lições aprendidas durante este período serviram para incentivar os países latinos a protegerem suas economias de choque externos, através do saneamento das dívidas contraídas, da busca de um respaldo econômico e de instituições mais sólidas.

### 3.1 O PRIMEIRO ESTÁGIO KINDLEBERGER-MINSKY: ABUNDÂNCIA DE CRÉDITO E FLUXOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS

As mudanças no sistema financeiro internacional a partir da década de 1960 tiveram papel fundamental para a construção dos elementos que constituíram o padrão de endividamento externo e que gestaram a crise da dívida na década de 80 nos países da América Latina. Entre eles, a abundância de crédito disponibilizada pelos bancos privados internacionais e a incrementada volatilidade destes fluxos, tiveram papel determinante ao se combinarem com as especificidades macroeconômicas da região. Outros fatores importantes neste contexto são a intensificação da globalização financeira e a tendência de desregulamentação dos mercados financeiros nacionais no período, além da mudança na orientação da política monetária nos EUA.

O desenvolvimento dos mercados financeiros latino-americanos era uma tendência de longo prazo a ser consolidada, dado que havia sido interrompida pelos conflitos bélicos

mundiais da primeira metade do século (CEPAL, 2014). A maior facilidade de comunicação, através dos avanços tecnológicos, bem como as próprias inovações e produtos financeiros, contribuiu para uma virtual redução de fronteiras para os fluxos monetários, intensificando o processo de globalização financeira, conforme mencionado no Capítulo 1. A tendência de desregulamentação das economias e dos mercados financeiros nacionais, advinda do neoliberalismo, e a falta de regras claras para sistema financeiro internacional, após o abandono dos termos do acordo de Bretton Woods, em 1971, contribuíram para a maior permeabilidade destes fluxos. A falta de um sistema monetário internacional pós-BW e de regras para alocação dos recursos abundantes do petróleo, advindos dos choques de 1973 e 1979, são motivos mencionados por Gonçalves (1997) como fatores coadjuvantes para a gestação da crise da dívida na década seguinte. Estes fatores somaram-se ao ciclo expansivo interno dos países latinos que se desenvolviam com o apoio do Estado, fazendo com que se tornassem importantes devedores dos bancos internacionais na década de 1970.

Compreender a mudança no comportamento dos bancos comerciais internacionais, portanto, é fundamental no entendimento da crise analisada, uma vez que os financiamentos contraídos pelos países periféricos vinham deles e não mais majoritariamente de agências oficiais, como no passado (Figura 2).

Figura 2 – Desenvolvimento dos superávits de conta corrente dos países exportadores de petróleo

<b>Fuel Exporters' Deployment of Current Account Surpluses</b> <i>(Billions of U.S. dollars; by type of financial investment)</i>						
	1974	1975	1976	1977	1978	1979
<b>Bank deposits and money market investments</b>						
Dollar deposits in the United States	1.9	1.1	1.8	0.4	0.8	4.9
Sterling deposits in the United Kingdom	1.7	0.2	-1.4	0.3	0.2	1.4
Deposits in foreign currency markets	22.8	9.1	12.1	10.6	3.0	31.2
Treasury bills in the United Kingdom and the United States	4.8	0.6	-1.0	-1.1	-0.8	3.4
<b>Total</b>	<b>31.2</b>	<b>11.0</b>	<b>11.5</b>	<b>10.2</b>	<b>3.2</b>	<b>40.9</b>
<b>Long-term investments</b>						
Special bilateral arrangements	11.9	12.4	12.2	12.7	8.7	11.8
Loans to international agencies	3.5	4.0	2.0	0.3	0.1	-0.4
Government securities in the United Kingdom and the United States	1.1	2.2	4.1	4.5	-1.8	-0.9
Other <sup>1</sup>	9.7	6.1	8.5	5.8	3.3	2.4
<b>Total</b>	<b>25.1</b>	<b>24.7</b>	<b>26.8</b>	<b>23.3</b>	<b>10.3</b>	<b>12.9</b>
<b>Total new investments</b>	<b>56.3</b>	<b>35.7</b>	<b>38.3</b>	<b>33.5</b>	<b>13.5</b>	<b>53.8</b>

Source: Bank for International Settlements.  
<sup>1</sup>Including equity and property investments in the United Kingdom and the United States, and foreign currency lending.

Fonte: FMI (2006).

O setor bancário privado passou por mudanças estruturais importantes desde os anos

1920 e adquiriu características agressivas de competição e empréstimo em escala internacional a partir dos anos 60, buscando primeiramente os mercados dos países desenvolvidos e, posteriormente, dos países em desenvolvimento (FFRENCH DAVIS; DEVLIN, 1993). Este movimento foi influenciado pela expansão das empresas multinacionais para outros continentes, que tornou sua internacionalização uma necessidade competitiva, evitando a perda dos clientes para bancos de outras nacionalidades e pela necessidade de desvincular-se da regulamentação do mercado bancário norte-americano. De fato, em 1960 havia apenas sete filiais ou ramificações de bancos norte-americanos fora do país e em 1970 eram setenta e nove (DEVLIN, 1993).

Relacionando-se com este último fator, outro importante incentivo para que os bancos se expandissem internacionalmente foi o mercado de eurodólares, ou de euromoedas, um mercado interbancário privado que escapava das regulamentações dos bancos centrais, especialmente do Federal Reserve, como da exigência de reservas prudenciais e de seguros para os depósitos. Isto conferia mais rentabilidade para o capital, apesar do maior risco. O mercado de euromoedas se desenvolveu nos anos 60, mas seu início data dos anos 1920, quando os depósitos feitos em dólares em Berlim e Viena, a título de empréstimos, eram convertidos em moeda local. Depois da Segunda Guerra, o dólar passou a ser uma moeda de abrangência e aceitação internacional, pela designação pelo FMI como uma moeda de intervenção, através do Plano Marshall, e em função de os EUA terem se tornado o maior mercado consumidor mundial, incorrendo em déficits comerciais que aumentavam as reservas em dólares nos países europeus (DEVLIN, 1993).

Inicialmente, Londres foi o epicentro do euromercado, mas com o posterior incentivo do governo norte-americano para seus bancos abrirem ramificações na região do Caribe – Nassau, Panama e Ilhas Caiman – os negócios aumentaram em volume, atraindo muitos bancos menores. Em seguida, bancos europeus, japoneses e canadenses, visando não perder sua parcela de mercado, dada a postura agressiva dos norte-americanos, também expandiram suas agências, acirrando a competitividade deste mercado (DEVLIN, 1993).

Sem as regras prudenciais da regulação dos bancos centrais, ocorria uma multiplicação “milagrosa” destes dólares, e o crescimento exponencial do euromercado desde a década de 60 levou especialistas a acreditarem que o mesmo era caracterizado por um multiplicador de criação de crédito baseado em longas e complexas cadeias de operações. De fato, entre 1964 e 1968 os déficits norte-americanos, que inicialmente capitalizavam as operações, aumentaram

em US\$ 9 bilhões, ao passo que o euromercado cresceu em US\$ 35 bilhões (CHESNAIS, 1996). Estas características únicas facilitaram a expansão dos fluxos de capitais internacionais de curto prazo e especulativos, agravando a volatilidade do sistema financeiro internacional (GONÇALVES, 1997). Os fundos gerados no euromercado constituíram uma das fontes de empréstimos conjuntos feitos pelos bancos internacionais aos países em desenvolvimento.

Além da hipótese do multiplicador de criação de crédito, houve um incremento na liquidez destes mercados em função dos grandes fluxos monetários advindos dos países produtores de petróleo. Após o primeiro choque do petróleo, em 1973, parte importante dos fundos da OPEP foi canalizada para os bancos norte-americanos e para os euromercados, alimentando uma expansão já em ritmo acelerado (DEVLIN, 1993). A figura 1 mostra os superávits de conta corrente dos países exportadores de petróleo por tipo de investimento. De maneira geral, nota-se uma importante evolução em seu total a partir do primeiro aumento de preços em 1973. Entretanto, há uma modificação de seu perfil de investimentos, que migrou de um perfil de longo prazo, para concentrar-se em depósitos bancários e, principalmente, mercados internacionais de moedas. Desta forma, com mais liquidez, os bancos buscaram expandir e diversificar seu portfólio de investimentos, encontrando demanda por crédito nos países em desenvolvimento importadores de petróleo, e relaxando medidas prudenciais e garantias (FFRENCH-DAVIS; DEVLIN, 1993).

De acordo com o FMI (2006), a América Latina tornou-se a maior devedora dos bancos norte-americanos na década de 1970, tendo absorvido dois terços do montante emprestado. Parte do total foi enviado a países industrializados com déficits em conta corrente, como França, Itália e Reino Unido. Este processo de criação de depósitos de fundos advindos do petróleo nos bancos norte-americanos e repasse em termos de empréstimo para os países demandantes de crédito, especialmente os em desenvolvimento, foi denominado “reciclagem” dos petrodólares.

A triplicação dos preços do petróleo foi evidentemente seguida do aumento do preço de seus derivados, impactando os balanços de pagamento dos países importadores destes bens, o que inclui a maioria dos países da AL. As condições favoráveis de financiamento externo, dada a elevada oferta de crédito e a competição interbancária, e a alta do preço das commodities que exportavam coincidiram com estes eventos, criando incentivos para contrair crédito. Este fato é ilustrado com as expressivas altas nos déficits em conta corrente da região nos anos seguintes aos choques do petróleo, mostrando que a região aproveitava as condições



externas favoráveis para endividar-se, apesar de a alta do preço das commodities contribuir para reduzir o impacto da alta do petróleo e das importações. Dados do FMI (2006) mostram que o déficit em conta corrente dos países desenvolvidos era de cerca de US\$ 23 bilhões entre 1968-1973, crescendo para US\$ 44 bilhões no período 1974-1979, após o segundo choque. Nos países em desenvolvimento, o déficit duplicou no segundo período, ficando em US\$ 139 bilhões.

Cruz (1999), em consonância com os dados do FMI, periodiza as entradas de capitais na América Latina. Durante a década de 1960, o endividamento dos países era baixo e estável, caracterizando o primeiro período de aceleração da dívida externa ocorrido no ciclo expansivo de 1969-1973. Isto ocorreu em razão das relações financeiras da região com o resto do mundo, dado o caráter puramente financeiro da dívida (isto é, não voltado ao investimento produtivo), que teve como contrapartida principal a formação de reservas internacionais. O influxo de capital para as economias em desenvolvimento foi, em última análise, determinado pelo desenvolvimento do mercado de euromonedas, que se expandia fora do território dos países desenvolvidos, com *spreads* menores e prazos mais amplos. Houve a coincidência de um momento de grande liquidez internacional com o ciclo expansivo interno dos países latinos que se desenvolviam sob a orientação do Estado.

No período seguinte, entre 1974 e 1976, houve uma inversão no comércio internacional, pela qual as economias desenvolvidas apresentaram um comportamento adverso, com taxas negativas de crescimento, influenciadas pelo súbito aumento dos preços do petróleo em 1973. O comportamento dos países latino-americanos tornou-se assimétrico ao dos países industrializados, que se protegeram, ao passo que a América Latina aprofundou sua situação de tomadora de crédito. Utilizando como exemplo a economia brasileira, o período mostra elevados déficits no balanço comercial, ilustrados pela deterioração dos termos de intercâmbio e do comércio internacional, somados à percepção interna de que as más condições internacionais seriam transitórias e à aceleração do endividamento externo em busca do pleno equipamento e desenvolvimento da indústria nacional. Neste período foi implantado no país o II PND, com a ideia de eliminar as restrições internas da economia, a fim de estancar a dependência dos países desenvolvidos e a vulnerabilidade externa resultante disto. A conta financeira exhibe os custos dos juros do período anterior, que refletem o acúmulo do estoque de dívida e a deterioração das condições de crédito neste período com elevação das taxas básicas e *spreads*, e que se tornam autoalimentadores dos desequilíbrios globais do setor externo (CRUZ, 1999).

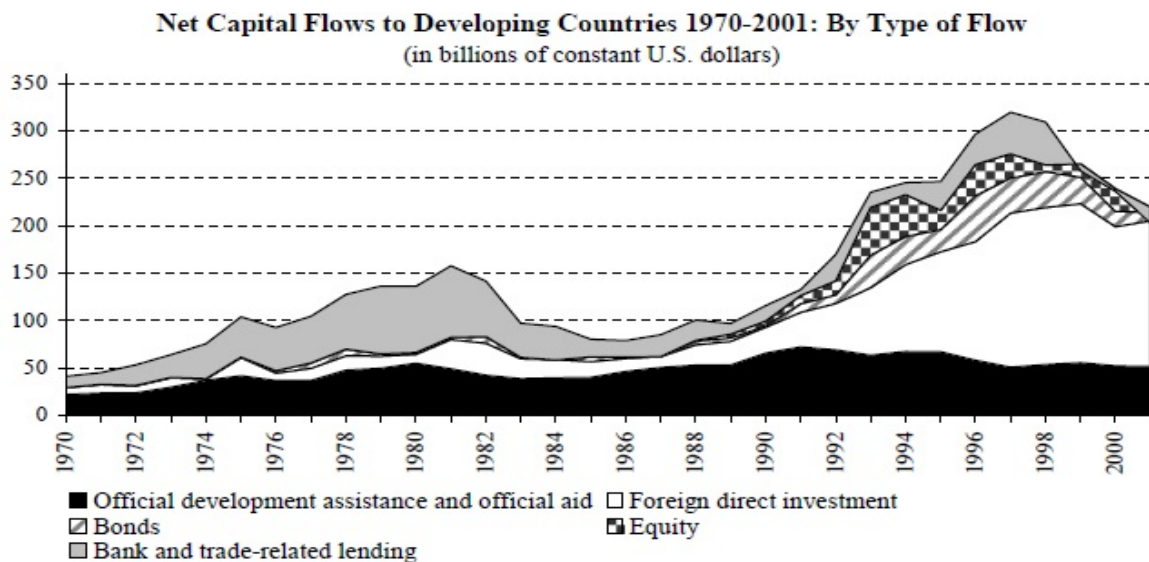
Entre 1976 e 1979 houve uma recuperação das economias industrializadas, recompondo os padrões de comércio internacional. Um segundo movimento de “transbordamento” dos euromercados, alimentados com fundos da exportação de petróleo, aumentou a dívida dos países em desenvolvimento, conforme exposto anteriormente. De acordo com Cruz (1999), no Brasil o acréscimo da dívida foi majoritariamente para a construção de reservas internacionais e para custear a dívida contraída em períodos anteriores, não se convertendo em mercadorias ou serviços produtivos. De 1979 até a eclosão da crise, houve incremento dos déficits da balança comercial, influenciados pelo segundo choque do petróleo e o retorno a uma conjuntura recessiva e pela escalada inflacionária das principais economias capitalistas. O custo da dívida latino-americana teve impacto importante sobre os desequilíbrios globais, dado seu estoque acumulado e a elevação das taxas de juros internacionais. Neste momento, verificou-se a restrição do financiamento externo, com menor disponibilidade de crédito, a taxas maiores e períodos mais curtos.

É preciso destacar que, embora logo após o primeiro choque do petróleo o FMI tenha posto uma linha de crédito à disposição dos países deficitários, o financiamento internacional em seguida foi praticamente dominado pelos bancos privados. De acordo com estimativas do BIS (FMI, 2006), até 1975 o financiamento oficial era praticamente igual ao montante emprestado pelos bancos privados, cerca de 18 bilhões de dólares. Entretanto, em 1980, bancos de oito países europeus e do Canadá, Japão e dos EUA reportaram ter cerca de US\$ 1 trilhão em ativos em moeda estrangeira no exterior, mais do que quadruplicando sua exposição no período (FMI, 2006). O financiamento privado era vantajoso para os países latino-americanos em relação ao das fontes multilaterais, como o Banco Mundial, BID ou FMI, pois não impunha condições de ordem macroeconômica ou setorial, além de serem desembolsos feitos de maneira rápida. Também eram vantajosas em relação ao investimento direto estrangeiro, pois mantinham no país as decisões quanto ao destino e a forma como o capital seria administrado. Além do mais, sendo o comportamento bancário pró-cíclico, havia abundância de crédito e as taxas de juros eram baixas, fazendo crer que o endividamento era de fato vantajoso.

Com a inflação mundial, que cresceu cerca de 10 pontos percentuais da década de 1960 para as décadas de 1970-1980, as taxas reais de juros eram muito baixas ou até negativas (FRENCH-DAVIS; DEVLIN, 1993). A forte competição entre os bancos também estimulou este movimento de queda de *spreads* e incrementou a rolagem das dívidas, que se tornara praticamente automática. Embora houvesse quem alertasse para as vulnerabilidades que este

padrão de financiamento impunha, atrelado a juros flutuantes, sua facilidade e serventia momentânea foram suficientes para a contratação excessiva de crédito. De fato, os países tomaram em certas ocasiões mais crédito do que necessitavam para financiar seu padrão de desenvolvimento, acumulando onerosas reservas internacionais (BATISTA JR, 1988). Schmuckler (2004) analisa a mudança de perfil dos fluxos enviados à região, notando que deixam de ser majoritariamente recursos oficiais para transformarem-se em capitais privados (Figura 3):

Figura 3 – Fluxo de capitais para os países em desenvolvimento entre 1970 e 2001, por tipo de fluxo



Fonte: Schmuckler (2006).

Apesar da intensa atividade e do desenvolvimento sem precedentes dos mercados financeiros globalizados no período, não se enxergava a situação de abundância de crédito e proliferação bancária internacional como conjuntural e de difícil continuidade, mas sim, através de um enfoque monetário, no qual os acontecimentos fariam parte da racionalidade de um mercado financeiro internacional altamente eficiente (FFRENCH-DAVIS; DEVLIN, 1993). Baseados na convicção de que os governos não quebram, os bancos internacionais se expunham sem medo de uma virada no cenário internacional.

### 3.2 DESEQUILÍBRIO INTERNO: O MODELO DE INDUSTRIALIZAÇÃO DIRIGIDO PELO ESTADO

Mais do que fazer parte do momento internacional, a América Latina tinha motivos históricos para aproveitar o afluxo de crédito disponibilizado pelos bancos internacionais para desenvolver-se. Décadas de restrições de importação de bens e de financiamento externo, relacionados a choques externos como a Primeira Guerra Mundial, a crise dos anos 1930, e posteriormente a Segunda Guerra Mundial, fizeram com que a região se desenvolvesse baseada em um modelo de crescimento dirigido pelo Estado e fundamentado na substituição de importações. A abundância de crédito internacional, vivida intensamente nos anos 1970, possibilitou a alguns países avançarem até os estágios mais avançados deste processo, que visava reduzir a dependência comercial da região em relação às economias centrais no que tange aos bens de capital e insumos estratégicos.

O modelo de Substituição de Importações, que pode ser identificado de fato na região após a Primeira Guerra, superando os surtos de industrialização causados pelos choques anteriores, visava proteger a região da vulnerabilidade comercial que experimentava, libertando-a da tradicional divisão internacional do trabalho<sup>8</sup> ainda vigente no século XX, através da diversificação da indústria doméstica. Iniciando pelas indústrias de bens de consumo e incrementando sua complexidade ao longo do processo, este modelo foi capaz de fazer a região crescer 5,5% ao ano entre 1950 e 1980, uma taxa elevada em relação às outras regiões do mundo e ao período posterior. Nestas três décadas, a região quintuplicou seu crescimento, se destacando neste processo países como o Brasil e o México, que cresciam acima da média (FFRENCH-DAVIS; DEVLIN, 1993). A taxa de investimento na região era de cerca de 20% do PIB, expandindo os setores mais intensivos em tecnologia, aumentando a capacidade produtiva e integrando-se ao comércio mundial. Nos anos 1960, a indústria era o setor dominante da economia de países como Argentina, Brasil, México e Chile (BAER, 1972).

O governo protegia a indústria nacional infante com políticas como barreiras tarifárias e comerciais, cotas preferenciais de importação para as indústrias beneficiadas, bem como

---

<sup>8</sup> De acordo com os estudos de Raúl Prebisch (O Desenvolvimento Econômico da América Latina e seus Principais Problemas, ONU, 1950), a deterioração dos termos de troca dos produtos primários, produzidos pelos países periféricos, em relação aos produtos industrializados produzidos pelas economias centrais, constituiu um argumento determinante na opção das primeiras pelo Processo de Substituição de Importações (PSI) e pelo abandono da antiga divisão internacional do trabalho.

taxas cambiais mais favoráveis nestes casos, empréstimos subsidiados, construção de infraestrutura complementar às indústrias e controlando diretamente negócios considerados estratégicos, como, por exemplo, aço e energia, nas quais capitais estrangeiros ou privados nacionais não podiam atuar.

Este modelo, entretanto, apesar de orientado pelos governos, necessitava de suporte estrangeiro para introduzir *know how* de certas atividades, para a importação de tecnologia, manutenção e, definitivamente, de poupança externa, que era absorvida majoritariamente pelos governos, mas também por empresas privadas. Apesar de também financiado com poupança interna e investimento direto estrangeiro, a taxa de poupança interna registrou seu ponto mínimo entre 1958 e 1967, período que a CEPAL classificou como de “estrangulamento externo”, o que justificou a necessidade de contrair empréstimos bancários internacionais para financiar a fase final de industrialização dos países (CEPAL, 2014).

Naturalmente, o fomento de uma indústria de “incubadora”, privilegiada pelo governo e não exposta à competição externa gerou distorções durante o processo. Baer (1972) ressalta a tendência dos governos latino-americanos em enfatizar a integração vertical das indústrias de maneira autárquica. Sem escolher nichos nos quais os retornos realmente seriam competitivos, mas “estratégicos”, os recursos foram investidos de maneira ineficiente. Suprida a demanda inicial que originou o processo, a falta de mercado interno desenvolvido o suficiente para absorver a oferta industrial impossibilitou uma quantidade de produção que possibilitasse economias de escala, fazendo setores industriais trabalhar abaixo de seu ponto ótimo.

Custos mais altos, menor qualidade, falta de padronização das matérias primas e de mão de obra qualificada foram problemas que conferiram certo grau de ineficiência ao PSI. A falta de planejamento urbano para a construção destas indústrias levou à concentração de muitas delas nas mesmas regiões, contribuindo para a historicamente existente concentração de renda, especialmente na Argentina, México e Brasil. Gargalos estruturais foram criados pela falta de construção de infraestrutura adequada, habitação, transporte e capacitação de mão de obra (BAER, 1972).

De uma maneira distinta do que ocorria anteriormente, a substituição de importações, durante sua implementação, acabou tornando a região dependente financeiramente e vulnerável aos acontecimentos de ordem internacional. Antes, uma queda na receita de exportações agia como estímulo ao modelo de substituição de importações, fomentando o

desenvolvimento da indústria nacional. Com a indústria já mais diversificada e necessária à demanda interna, uma restrição de receita de exportações, sem contrapartida de um fluxo de capital externo, agiria como um componente depressor na indústria nascente, implicando um corte de importações importantes para a atividade industrial, como insumos e bens de capital ainda não disponíveis internamente (BAER, 1972, p. 106). De fato, a necessidade de importar capital para a completa implementação do modelo veio seguida pelo excesso de empréstimos e pela falta de zelo a respeito de suas condições, maquiadas pela situação de abundância de crédito internacional. O processo, desta forma, foi capaz de propiciar certa independência comercial, porém ao custo da dependência financeira e de um novo tipo de vulnerabilidade externa (TAVARES, 1972).

Apesar de suas limitações e incongruências intrínsecas (FONSECA, 2003), a substituição de importações criou um amplo e diversificado parque industrial na América Latina, dinamizando e diversificando as economias locais. Seu esgotamento foi causado pela combinação dos desequilíbrios macroeconômicos que infligiu à região, com os eventos que causaram a eclosão da crise da dívida nos anos 1980. Isto tornou a região novamente vulnerável aos eventos externos e fez com que a região adentrasse em uma década de austeridade e crescimento restrito, sendo sua derrocada responsável pela introdução dos preceitos neoliberais na condução das economias locais.

### 3.3 A CRISE: DA ABUNDÂNCIA DE CRÉDITO EXTERNO PARA A ABRUPTA SITUAÇÃO DE ESCASSEZ

De acordo com o exposto, a crise da dívida na América Latina teve sua construção nas décadas prévias, fundamentada pelos desequilíbrios macroeconômicos dos países da região, bem como nos choques externos que a atingiram. O excesso de crédito disponibilizado pelos bancos privados internacionais, influenciado pelo aumento da concorrência interbancária e pelos efeitos, tanto diretos quanto colaterais, dos choques do petróleo, somados à volatilidade dos fluxos financeiros internacionais, se combinaram ao momento interno de desenvolvimento dos países, gerando os elementos que embasaram a crise econômica que se abateu sobre a região. Este movimento pode ser relacionado com a teorização de Kindleberger-Minsky, quando uma disponibilidade abundante de crédito participa da criação de um momento crítico.

Em consonância com o modelo de industrialização por substituição de importações, houve incremento da formação bruta de capital fixo e aumento do consumo na década de setenta, fazendo com que os gastos excedessem o produto da região, o que gerou déficits em conta corrente e inflação. Apesar da deterioração dos termos de troca dos países importadores em relação aos exportadores de petróleo, as transações comerciais eram possíveis devido ao montante de financiamento disponível na forma de crédito bancário internacional, especialmente após 1975. O ingresso de divisas supria a necessidade latino-americana de investimentos, pagava os juros referentes a empréstimos anteriores e ainda constituía reservas monetárias. A região triplicou seu endividamento entre aquele ano e 1980, sendo este majoritariamente dívida pública e 40% privada.

A nova dívida, além de seu custo em juros, trouxe consigo um incremento na vulnerabilidade financeira da região. Desta forma, a dívida como proporção do produto regional aumentava de 22,6% em 1975 para 35,3% em 1981, e notava-se uma deterioração em seu perfil, que passou a ter mais de dois terços da porção de longo prazo sujeitas a taxas de juros variáveis e duplicando a dívida de curto prazo neste mesmo período, de acordo com a CEPAL (2014). Nota-se que, inicialmente, o fato de contrair dívida a juros flutuantes não representava motivo de preocupação, posto que no curso dos anos 1970, devido à concorrência interbancária e à alta inflação mundial, as taxas de juros reais eram baixas e algumas vezes negativas, fazendo crer que endividar-se seria um bom negócio (FFRENCH-DAVIS; DEVLIN, 1993).

Neste período, a região se adaptou ao ingresso sistemático de divisas que cobriam seus déficits no balanço de pagamentos - uma situação que, de acordo com o enfoque monetarista, parecia permanente e refletia a evolução dos mercados financeiros internacionais, bem como a integração da região latino-americana no circuito do capital financeiro mundial, mas que se mostrou transitória e rapidamente reversível (FFRENCH-DAVIS; DEVLIN, 1993).

A progressiva escalada das taxas de juros internacionais culminou com a combinação de política monetária e creditícia contracionista do Federal Reserve em 1979, que pretendia, entre outros objetivos, administrar a alta inflacionária nos EUA. O aumento súbito de juros em escala mundial, somado aos efeitos do segundo choque do petróleo, fez com que os países desenvolvidos entrassem em recessão, prejudicando indiretamente as exportações dos países em desenvolvimento.

À deterioração do cenário externo somaram-se dúvidas a respeito da sustentabilidade

do ciclo creditício, bem como de que a região pudesse honrar seus compromissos. De fato, desde 1977 os bancos norte-americanos, percebendo sua demasiada exposição aos empréstimos realizados para a região, passaram a reduzir suas operações. Este fato, porém, não foi percebido de maneira geral, pois a demanda fora suprida por bancos de outras localidades como Japão, Europa e Oriente Médio. A partir de 1981, o receio destes bancos aumentou também, quando passaram a reconhecer sua exposição demasiada aumentam taxas de juros e diminuíram os prazos de rolagem das dívidas. Apesar das cada vez maiores taxas de juros, a diminuição das linhas de crédito tornava ainda maior a necessidade de adquiri-lo, colocando o sistema sob pressão (DEVLIN, 1993).

Quando houve corte de crédito por parte dos bancos, no segundo semestre de 1982, inviabilizando a rolagem dos débitos, o balanço de pagamentos dos países devedores se tornou insustentável, e o padrão que vinha sendo exercido colapsou. A reversão dos fluxos financeiros para a região, antes abundantes e a baixas taxas de juros, agora estancados e com um saldo devedor atrelado a juros crescentes, ilustra a intensidade e a rapidez dos impactos da volatilidade do capital financeiro internacional. Os países precisaram buscar uma renegociação em um mercado que subitamente abandonou os padrões permissivos das décadas anteriores. Nesta situação, que representava um choque externo na economia da região, o México proporcionou o evento icônico da crise da dívida na América Latina, declarando moratória em 1982.

Portanto, de um cenário no qual os países gastavam mais do que produziam e captavam facilmente crédito internacional, passou-se a ter uma situação na qual além de não produzir o suficiente para cobrir despesas, somavam-se os vultosos pagamentos do serviço da dívida e a escassez de crédito internacional. Para cobrir esta lacuna, os países valeram-se de suas reservas internacionais, que se reduziram em cerca de 40% entre 1980 e 1982, do saldo das exportações, apesar de que seu valor havia caído, e da redução drástica de importações. A queda na atividade econômica representou também uma redução na arrecadação fiscal dos governos, que cortaram custos considerados não essenciais (CEPAL, 2014).

Ao contrário do que ocorreu em crises anteriores, como, por exemplo, em 1929, não houve uma socialização de perdas entre os responsáveis, credores e devedores, mas havia uma ampla coordenação entre os credores, fato que visou garantir o pagamento integral da dívida. Logo após a moratória mexicana, organizou-se um comitê de emprestadores de última instância, com a função de estabilizar o sistema financeiro internacional durante a crise.



Incluindo o então Grupo dos Sete (G-7), ou seja, as maiores economias mundiais, e encabeçado pelos EUA, o comitê abrangia também os maiores bancos credores e os organismos financeiros internacionais, como o FMI. Sua intenção era garantir a integridade do sistema financeiro internacional e do sistema bancário norte-americano, superexposto ao endividamento latino-americano. O comitê coordenou a negociação entre as centenas de bancos credores com cada país devedor, reestruturando a situação, de maneira que reduzisse rapidamente sua vulnerabilidade ao problema. Para que os últimos pudessem cumprir suas obrigações, esperava-se que efetuassem um ajuste drástico em suas economias, implementando um regime de austeridade, em prol da organização do sistema financeiro internacional. Acreditava-se que o problema era de liquidez de curto prazo, que seria rapidamente resolvido ao implementarem-se estas medidas de austeridade (FFRENCH-DAVIS; DEVLIN, 1993).

### 3.4 A DÉCADA PERDIDA: RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA E MUDANÇA DE MODELO ECONÔMICO

O esquema empregado para renegociar a dívida dos países em desenvolvimento foi estruturado para que estes pagassem o máximo possível sem que quebrassem, reduzindo de maneira rápida a exposição dos bancos internacionais. Embora se anunciasse com isso a manutenção da imagem de solvência dos devedores e sua mais rápida reintegração ao mercado financeiro internacional, o objetivo central da imposição de condicionalidades e do ajuste implementado era capacitar os devedores a produzir saldos comerciais compatíveis com a redução desejada da exposição dos bancos (BATISTA JR., 1988). Este processo retomou a função financiadora do FMI, descartada anteriormente pelos países tomadores em função da oferta abundante de crédito dos bancos privados internacionais.

Figura 4 – Periodização da crise da dívida na América Latina

**América Latina: periodización de la crisis de la deuda**

Rondas de negociación	Fases de la crisis
1ª ronda: 1982-1983	
2ª ronda: 1983-1984	Políticas de austeridad (programas de derechos de giro del FMI)
3ª ronda: 1984-1985	
4ª ronda: 1986-1988	Crecimiento, reformas y financiamiento (Plan Baker)
5ª ronda: 1989-1990	Crecimiento, reformas y alivio de la deuda (Plan Brady)

Fonte: CEPAL, 2014.

A figura 4 relaciona as fases da crise da dívida com as rodadas de negociação com credores. Entre 1982 e 1985, nas três primeiras rodadas de renegociação, foram implementadas medidas de austeridade através de programas do FMI. A quarta e quinta rodadas visaram a recuperação dos países de modo que fosse possível garantir seu crescimento e reformas, sendo a quarta (1986-1988) com refinanciamento através do Plano Baker e a quinta, incluindo o alívio da dívida através do plano Brady (1989-1990).

Os acordos implementados na primeira fase de renegociação, que foi até fins de 1985, limitavam-se a reescalonar a dívida, sem retomar o padrão de financiamento anterior. Na primeira rodada foram renegociados US\$ 50 bilhões para 13 países latino-americanos, com prazos curtos de um ou dois anos, margens de 2 a 2,5% sobre a LIBOR, comissões sobre o montante negociado de 1 a 1,5% e prazos de 6 a 8 anos de amortização. Calcula-se que o custo deste dinheiro novo tenha sido até 250% mais caro do que antes da crise. As condições foram tão duras que logo após esta primeira rodada, muitos países necessitaram iniciar a segunda rodada de renegociação, em condições similares à primeira. A terceira rodada se iniciou em 1984, mas desta vez teve condições menos agressivas, sendo o custo do dinheiro inferior ao praticado antes da crise, sendo renegociados US\$ 113 bilhões para 11 países (BATISTA JR., 1988).

Apesar da mobilização dos credores, que estavam organizados e estruturados para garantir o pagamento da dívida, atuando em forma de cartel, houve esforços de sua parte para impedir a coordenação dos países devedores. Temia-se a formação de um comitê de devedores que acabasse com o poder de imposição das medidas e condições dos credores. A melhora das condições de pagamento pode estar associada ao mal-estar gerado entre os governos dos países devedores com a falta de flexibilidade nas primeiras rodadas de

renegociação, que levou em 1984 à reunião de um grupo de 11 países latino-americanos, responsáveis por 80% da dívida, em Quito, e a uma segunda em Cartagena, originando uma série de reivindicações denominadas “Consenso de Cartagena”. Embora não se tenha cogitado a possibilidade de uma moratória conjunta, que quebraria os bancos credores e afetaria o sistema financeiro internacional, este princípio de articulação foi suficiente para que os países obtivessem melhores condições ao negociar individualmente com o FMI (FFRENCH-DAVIS; DEVLIN, 1993).

Reconhecendo o ajuste recessivo que ocorria nas economias devedoras, o secretário do tesouro norte-americano, James Baker, iniciou uma nova fase de renegociações, que pretendia promover um ajuste estrutural com desenvolvimento, ao invés de seguir praticando as medidas de austeridade. Isto significava que os devedores deveriam abrir mais suas economias para o comércio, realizar privatizações e procurar obter investimento estrangeiro direto. Com estas novas medidas e negociações, o plano conseguiu ampliar o montante enviado para os países que renegociavam sua dívida e ampliar a participação do Banco Mundial no problema, que até então era reduzida. As condições de renegociação eram as mesmas, reprogramação de vencimentos em condições comerciais e com a entrada de dinheiro novo, embora seguindo a tendência de abrandamento, com prazos mais amplos e juros menores, sem comissões. O Plano iniciou a quarta rodada de refinanciamento em 1986, ajudando o México, que absorveu grande parte do montante disponibilizado, e ainda Argentina, Chile, Brasil, Uruguai e Venezuela. Entre fins de 1987 e 1989, em uma postura que admitia que a dívida da América Latina havia se tornado impagável pelo seu valor nominal, os credores criaram mecanismos de mercado que a reduziam, como os *exit bonds* e operações de recompra com desconto (FFRENCH-DAVIS; DEVLIN, 1993).

A última fase de renegociação iniciou-se em março de 1989 com o Plano Brady, em referência ao novo secretário do tesouro norte-americano. Este, reconhecendo uma crise de solvência e a necessidade de apoiar o crescimento da região, inclusive para gerar superávits necessários para as transferências de capital, aprofundou as estratégias implementadas no final do plano anterior, transformando a dívida em títulos negociáveis (securitização). Houve o engajamento do setor público internacional neste processo, com destaque para o governo japonês, provendo recursos para que os países devedores pudessem comprar suas obrigações com desconto, motivo ao qual se atribuiu o fracasso do plano anterior. Além disso, propôs mudanças nos marcos regulatórios e tributários, permitindo que cada país, individualmente, negociasse seu plano de reestruturação com o FMI, mesmo que ainda não tivesse um acordo

com os bancos. Dez países latino-americanos fecharam acordos do tipo Brady, com reduções da dívida que variaram entre 35 e 45%, reduzindo também a relação dívida/PIB. Para Griffith-Jones (2013), entretanto, é difícil avaliar isoladamente a eficácia do Plano, pois outros fatores que ocorreram de maneira simultânea contribuíram para a superação do problema, como a redução das taxas internacionais de juros e o retorno dos fluxos financeiros para a América Latina na década de 1990.

A renegociação da dívida durou mais de uma década, e afetou as economias dos países envolvidos, bem como o sistema financeiro internacional. Sua condução foi feita de maneira a não lesar o sistema, proteger os bancos privados de sua superexposição à dívida latino-americana e gerar um custo mínimo para os contribuintes dos países credores. A coordenação norte-americana do grupo de instituições e países que atuaram como emprestadores internacionais de última instância deixou marcos institucionais no sistema, evitando um colapso generalizado. Entretanto, a falta de preocupação com um ajuste socialmente eficiente, ignorando a parcela de responsabilidade tanto dos bancos internacionais quanto dos países credores e das instituições multilaterais na geração do problema, gerou altos custos para os países endividados. Estes tiveram de abdicar de seus modelos de desenvolvimento, dependentes da absorção de financiamento externo, condicionalmente à ajuda internacional, e aplicar o recessivo ajuste ortodoxo em suas economias (CEPAL, 2014).

A austeridade atuou de forma a comprimir a atividade econômica, aprofundando os efeitos da crise em curso. Desta forma, foi necessário reduzir drasticamente importações e investimentos em suas economias, o que culminou com a redução da produção e emprego. A tabela abaixo ilustra a queda da taxa de investimento na região entre 1980 e 1990, o expressivo aumento da pobreza entre a população e o desemprego. Acredita-se que o emprego de qualidade tenha se reduzido após a primeira metade da década de 1980, pois muitas pessoas passaram a trabalhar no mercado informal. A redução da atividade afetou diretamente o recolhimento de impostos, diminuindo a receita do setor público. Não apenas o vigoroso crescimento das décadas anteriores minguou, mas a formação de capital fixo também, trazendo novamente capacidade ociosa industrial, não havendo expansão de vendas. Houve cortes em todo tipo de programa não essencial ao funcionamento do sistema econômico, reduzindo a qualidade de vida da população, especialmente a parcela mais pobre. A recessão nos países desenvolvidos prejudicou a geração de maiores saldos comerciais das exportações, tanto pela menor demanda quanto pela desvalorização dos termos de troca que ocasionou (CEPAL, 2014).

As reformas implementadas nas economias latino-americanas serviram de ponto de partida para a introdução de um modelo neoliberal que vigorou na década de 1990, através das medidas que posteriormente foram denominadas “Consenso de Washington”. Apesar dos evidentes efeitos dos choques externos nas economias periféricas, o *mainstream* econômico acreditava que as políticas econômicas heterodoxas, como as utilizadas para fomentar a substituição de importações, por exemplo, seriam o motivo pelo qual as economias latino-americanas haviam fugido do equilíbrio. A figura 5 mostra a evolução de indicadores econômicos e sociais que ilustram o fato de a crise ter influenciado diretamente na redução do investimento nos países afetados, o que influenciou diretamente no aumento do desemprego e no aumento da parcela de pobreza da população.

Figura 5 – Indicadores econômicos e sociais na América Latina entre 1980 e 1990.

**América Latina: indicadores económicos y sociales, 1980-1990**

Año	Variación del PIB per cápita (1980=100)	Inversión (en porcentajes del PIB)	Desempleo (en porcentajes de la población activa)	Pobreza (en porcentajes de la población)
1980	100,0	24,4	6,1	40,5
1981	103,9	24,2	6,6	
1982	102,3	21,7	6,8	
1983	99,3	18,1	7,8	
1984	94,7	17,9	8,1	
1985	96,0	19,0	7,4	
1986	96,4	18,5	6,4	43,3
1987	97,9	20,6	5,9	
1988	98,9	22,0	5,9	
1989	97,8	22,0	5,6	
1990	96,9	19,4	5,9	48,3

**Fuente:** Para el PIB per cápita: Bases de Datos y Publicaciones Estadísticas (CEPALSTAT); para la inversión: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial [en línea] <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>; para el desempleo: datos inéditos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL); para la pobreza: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Panorama Social de América Latina, Santiago de Chile, varios años.

Fonte: CEPAL (2014).

As tabelas abaixo<sup>9</sup> mostram a situação das economias argentina, brasileira e mexicana em períodos de tempo que abrangem antes, durante e após a crise da dívida. Os dados de

<sup>9</sup> O exercício estatístico simplesmente apresenta as médias obtidas para períodos específicos, sem efetuar um teste de diferença de médias, para identificar se a diferença é estatisticamente significativa ou não.

reservas internacionais e o balanço de conta corrente, bem como os dados de PIB revelados na figura 5, proveem um quadro geral destas economias.

Tabela 1 – Reservas e itens relacionados (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

CRISE DA DÍVIDA			
	ANTES	DURANTE	DEPOIS
	(1977 - 1981)	(1982 - 1987)	(1988 - 1992)
Argentina	0,85%	-3,77%	-2,34%
Brasil	0,10%	-4,06%	-1,16%
México	0,48%	-0,57%	-0,38%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pela autora.

Reservas e itens relacionados representam a variação líquida das detenções de reservas internacionais resultantes de transações sobre a corrente, o capital e as contas financeiras de um país. Neste item é muito claro o efeito da crise da dívida, reduzindo as já baixas reservas dos países relativas à renda nacional bruta. Números negativos podem ser considerados como equivalente a zero para as reservas.

Tabela 2 – Balanço de Conta Corrente (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

CRISE DA DÍVIDA			
	ANTES	DURANTE	DEPOIS
	(1977 - 1981)	(1982 - 1987)	(1988 - 1992)
Argentina	-1,47%	-2,85%	-0,28%
Brasil	-4,11%	-2,04%	0,31%
México	-4,12%	0,95%	-4,08%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pela autora.

Os dados de balanço de conta corrente representam a soma das exportações líquidas de bens e serviços, rendimento primário líquido e renda secundária líquida. Neste caso, cada país tem uma resposta diferente aos efeitos da crise. A Argentina tem uma piora durante e se recupera após; o Brasil melhora ao longo da série e o México apresenta melhora durante e

após volta aos níveis anteriores.

Os dados de renda primária líquida e balança comercial permitem uma análise dos efeitos reais da crise da dívida nas economias selecionadas.

Tabela 3 – Renda primária líquida (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

	CRISE DA DÍVIDA		
	ANTES	DURANTE	DEPOIS
	(1977 - 1981)	(1982 - 1987)	(1988 - 1992)
Argentina	-2,01%	-5,82%	-3,92%
Brasil	-2,64%	-4,80%	-2,65%
México	-2,56%	-5,41%	-3,55%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pelo autor.

A renda primária líquida refere-se a recebimentos e pagamentos de remuneração de empregados pagos aos trabalhadores não residentes e rendimentos de investimentos (recebimentos e pagamentos relativos a investimento direto, investimento de carteira, outros investimentos e recibos de ativos de reserva). Para todos os países analisados, a variável piora durante a crise e continua negativa após, mesmo recuperando-se um pouco.

Tabela 4 – Balança comercial (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

	CRISE DA DÍVIDA		
	ANTES	DURANTE	DEPOIS
	(1977 - 1981)	(1982 - 1987)	(1988 - 1992)
Argentina	1,95%	3,76%	4,11%
Brasil	-0,49%	3,72%	3,55%
México	0,57%	5,07%	-2,68%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pelo autor.

A balança comercial (bens) é a diferença entre as exportações e importações de bens, desconsiderando o comércio de serviços. Neste item os países têm comportamentos distintos, uma vez que também possuem pautas exportadoras diferentes. A Argentina apresenta melhora

durante e continua em alta após a crise; o Brasil apresenta melhora e depois estabiliza, enquanto o México apresenta melhora e logo após uma súbita queda.

Os dados de conta financeira líquida, investimento direto estrangeiro, investimento em carteira e a dívida externa revelam os efeitos críticos no lado financeiro das economias.

Tabela 5 – Conta financeira líquida (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)  
CRISE DA DÍVIDA

	ANTES (1977 - 1981)	DURANTE (1982 - 1987)	DEPOIS (1988 - 1992)
Argentina	-1,47%	-3,10%	-0,32%
Brasil	-4,10%	-2,15%	0,19%
México	-4,22%	-0,27%	-4,11%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pelo autor.

A conta financeira líquida mostra aquisição e alienação de ativos e passivos financeiros líquidos. A metodologia de cálculo para este indicador resulta em números negativos para entrada de capitais e positivos para saídas, portanto quanto menor o número, mais entrada de capital. A Argentina apresenta maior entrada de capitais durante a crise, com reversão deste número após. Brasil tem seus números reduzidos neste item para o período analisado e o México apresenta queda durante a crise, mas recupera após.

Tabela 6 – Investimento Direto Estrangeiro (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)  
CRISE DA DÍVIDA

	ANTES (1977 - 1981)	DURANTE (1982 - 1987)	DEPOIS (1988 - 1992)
Argentina	-0,64%	-0,44%	-1,44%
Brasil	-0,88%	-0,57%	-0,29%
México	-0,83%	-1,29%	-1,51%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pelo autor.

O investimento direto estrangeiro mostra as entradas líquidas de investimento para adquirir uma participação de gestão duradoura (10 por cento ou mais do capital votante) em uma empresa que opere numa economia diferente da do investidor. É a soma do capital



próprio, reinvestimento dos lucros, capital de longo prazo e capital de curto prazo. Configura-se como um tipo de investimento duradouro e desejável para as economias emergentes. Em razão do método de cálculo, estes números devem ser analisados em módulo. A Argentina apresenta queda no IDE logo após a crise, mas superando os números iniciais no período após. O Brasil mostra queda na série toda e o México ascensão.

Tabela 7 – Investimento em carteira (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

CRISE DA DÍVIDA			
	ANTES (1977 - 1981)	DURANTE (1982 - 1987)	DEPOIS (1988 - 1992)
Argentina	-0,41%	-0,62%	-0,73%
Brasil	-0,14%	0,12%	-0,76%
México	-0,63%	0,46%	-2,05%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pelo autor.

Os investimentos em carteira abrangem as transações em ações e títulos de dívida. Enquanto o volume de investimento direto estrangeiro mostra os investimentos mais longevos e desejáveis nas economias, os dados de investimento em carteira mostram o investimento volátil, que rapidamente se reverte de acordo com o ciclo econômico

Tabela 8 – Dívida externa (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

CRISE DA DÍVIDA			
	ANTES (1977 - 1981)	DURANTE (1982 - 1987)	DEPOIS (1988 - 1992)
Argentina	-	-	-
Brasil	16,69%	28,51%	17,47%
México	18,87%	43,50%	23,85%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pelo autor.

Os dados de dívida externa de Brasil e México mostram uma importante piora durante o período da crise, melhorando no período depois em comparação ao período de crise. Entretanto, os níveis não podem ser considerados baixos e ainda seguem acima do endividamento anterior à crise.

### 3.5 CONCLUSÕES PRELIMINARES

De acordo com o exposto, a década de 1980 foi de crise e recessão na América Latina em função de sua exposição e dependência excessiva dos fluxos financeiros internacionais. Ao adotar a substituição de importações como modelo de desenvolvimento, a região pode desvincular-se gradualmente de sua vulnerabilidade comercial em relação às economias desenvolvidas. Entretanto, em função do estrangulamento externo que representava a baixa poupança interna dos países, foi necessária a absorção de poupanças externas para financiar este processo, o que gerou ao longo dos anos 1970 uma crescente dependência dos bancos internacionais e, conseqüentemente, vulnerabilidade financeira para a região.

As condições que o mercado financeiro internacional experimentava na década de 1970, como a internacionalização e intensa competição dos bancos comerciais americanos e europeus e o afluxo de crédito disponível graças aos choques do petróleo em 1973 e 1979, propiciaram o financiamento das etapas finais da substituição de importações nos países que persistiram com o modelo depois dos anos 1960. Diferentemente do que ocorreu anteriormente quando a região necessitou de crédito externo, este período caracterizou-se pela contração de crédito majoritariamente privado, e não mais de organismos oficiais. A princípio, esta modalidade era vantajosa por não exigir contrapartidas políticas e macroeconômicas, além de ser de fácil contratação e rolagem, dadas as circunstâncias internacionais. Este processo foi visto pelas autoridades econômicas como o preenchimento de um hiato de crédito na região, não enxergando tal endividamento como alarmante, mas como parte de um processo natural de evolução dos mercados financeiros latino-americanos.

Ao perceberem sua demasiada exposição na região, já tendo em vista possíveis problemas de solvência dos países excessivamente endividados, os bancos passaram a dificultar as condições de refinanciamento e de extensão de prazos. Esta súbita mudança coincidiu temporalmente com o aumento das taxas de juros americanas, como uma manobra de política macroeconômica doméstica, mas que criou um choque externo para os países devedores que estavam comprometidos com um perfil de dívida a juros variáveis. A soma destes eventos, antes imprevisíveis, tornou a situação de muitos países latino-americanos insustentável, fazendo o modelo de financiamento externo colapsar. Em 1982, o México declarou moratória, inaugurando o período conhecido como a crise da dívida na região.

Visando manter a integridade do sistema financeiro internacional, um comitê que

incluía os bancos credores, um grupo dos países dominantes e organismos multilaterais foi organizado para garantir o pagamento da dívida, sem socializá-la entre todos os responsáveis pela situação crítica. Desta forma, foi exigida a implantação de regimes de austeridade nos países devedores, de modo a garantir uma rápida resolução do problema, o qual acreditava-se inicialmente que fosse de liquidez de curto prazo.

As medidas de austeridade acabaram por comprimir a atividade econômica na região, gerando queda da produção, da renda e do emprego. Houve aumento na pobreza da população, relacionada a tais fatores e ao fato de que os programas sociais e os não necessários ao funcionamento do governo foram prontamente interrompidos. Através da análise de indicadores selecionados, que expõem um quadro geral das economias da região, bem como sua situação financeira e real, identifica-se a magnitude dos efeitos nocivos da crise e destas políticas. Após uma década de renegociações, através de planos de refinanciamento propostos pelos organismos internacionais (Plano Baker e Brady), a região pode superar a década perdida.

Contudo, condicionada às contrapartidas exigidas das autoridades econômicas internacionais, estas economias foram conduzidas ao modelo neoliberal, através da implantação de medidas que ficaram conhecidas como “Consenso de Washington”. Com isto, a forma de financiamento da América Latina mudou novamente, com a região sendo capaz de atrair investimento direto estrangeiro e reduzir sua vulnerabilidade a choques externos e reversões súbitas, como no caso dos empréstimos bancários. A década de 1990, entretanto, também trouxe uma série de crises econômicas em países periféricos ao redor do mundo, que foram prudentemente creditadas ao mal seguimento das medidas neoliberais sugeridas. No ano de 2007, a crise econômica eclodida nos Estados Unidos fez com que se questionasse o modelo neoliberal. O desempenho dos países latino-americanos durante este evento mostrou ao mundo desenvolvido que souberam aproveitar as lições da crise da dívida nos anos 1980.

#### 4 A AMÉRICA LATINA NA CRISE DO *SUBPRIME*

A crise do *subprime* foi considerada a maior crise econômica mundial desde a crise de 1929. Foi originada dentro do mercado imobiliário americano, através de inovações financeiras que permitiam que hipotecas de alto risco fossem transformadas em ativos absorvíveis por fundos de investimento norte-americanos e internacionais. Conforme teorizou Kindleberger (2013), esta crise não foi diferente de outras na história econômica: foi composta por fatores específicos, que foram as inovações financeiras, e estruturais, caracterizados pela abundância de crédito na economia norte-americana, especialmente após a queda das taxas de juros em 2001 e pela baixa regulação exercida no mercado financeiro daquele país, relaxada paulatinamente desde a década de 1970.

Inicialmente acreditava-se que a crise pudesse ficar contida dentro do mercado imobiliário americano. Entretanto, em razão da alta alavancagem que envolvia a engenharia financeira desenvolvida pelas instituições emissoras destes ativos tóxicos, a crise contaminou as seguradoras e inúmeros bancos, comprometendo a estabilidade do sistema financeiro norte-americano. Após a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers em 2008, a crise se tornou um fenômeno global, sendo transmitida através de canais financeiros e da reversão de expectativas dos agentes e afetando o lado real das economias desenvolvidas e em desenvolvimento.

Em um mundo altamente globalizado, as economias latino-americanas não passaram ilesas ao choque, apesar de a região ter demonstrado um desempenho bastante positivo ao enfrentar seus efeitos. Após experimentar um período de vulnerabilidade aos fluxos voláteis de capitais, nas décadas de 1980 e 1990, as políticas econômicas dos governos de centro-esquerda implementadas na região, combinadas a um momento de crescimento de comércio internacional entre 2003 e 2007, ajudaram a região a manter certa resiliência ao choque externo, mostrando vigorosa recuperação em 2010. Uma mudança na inserção externa da região e a cooperação multilateral, além da mudança no perfil do financiamento externo, representaram outra forma de enfrentar estes efeitos, aliando-se a aplicação de políticas anticíclicas.

Este capítulo investiga os efeitos da crise do *subprime* nas economias latino-americanas selecionadas através da análise de indicadores macroeconômicos, que proporcionam um quadro geral, uma avaliação financeira e real das economias, bem como de

seu produto interno bruto. Ele é composto por seis seções que englobam os antecedentes da crise, uma explicação detalhada de sua estrutura e dos fatores que a compuseram, seus efeitos na América Latina, uma análise da inserção externa da região e uma comparação entre as duas crises analisadas neste trabalho. Ao final do capítulo são apresentadas as conclusões preliminares.

#### 4.1 ANTECEDENTES DA CRISE

A década de 1990 foi considerada pelo FMI como promissora para a América Latina, aplicada que estava em implementar as reformas em sua economia sugeridas pelo fundo após a crise da década de 1980. Nesta visão, a região havia se beneficiado ao reduzir sua dívida externa através do Plano Brady e ao rever seu modelo de desenvolvimento baseado na intervenção estatal e na substituição de importações, adotando um modelo neoliberal (GONZALEZ, 2010). A ordem econômica internacional para a América Latina pós-crise da dívida buscava estabilizar, liberalizar e privatizar as estruturas ineficientes (RODRIK, 2006). As economias trataram de adotar as medidas enumeradas por Williamson (1990) e denominadas de Consenso de Washington, em razão das condicionalidades associadas ao refinanciamento de sua dívida externa, buscando o ajuste através da minimização do papel do Estado, do equilíbrio fiscal, de políticas ortodoxas e da liberalização dos mercados. Este ideário era ao mesmo tempo uma resposta, mas também um diagnóstico da crise, para o qual a crise havia sido causada pela indisciplina fiscal e pelo estatismo, ou seja, o excessivo protecionismo nacionalista (BUSTOS, 1992).

Para Cano (2003), o neoliberalismo da década de 1990 foi concebido para atender a questões financeiras e produtivas sob a ótica das potências desenvolvidas. Do lado financeiro, a crise da década anterior havia explicitado a soberania do capital financeiro sobre as outras formas de capital, e liberalizar os mercados em âmbito mundial permitiria a continuidade de seu movimento de busca de valorização. Na esfera produtiva, se referiu à reestruturação das empresas transnacionais nos países desenvolvidos, criando a necessidade de que se reestruturassem nos países em subdesenvolvimento, potencializando a dispersão da produção mundial. As políticas de estabilização e as reformas implementadas nos países em desenvolvimento, portanto, constituíam partes de um todo designado a permitir o funcionamento do modelo neoliberal na América Latina, promovendo ampla liberdade para o

capital, reformas nos sistemas financeiros, abertura comercial e de serviços, flexibilização das relações trabalho-capital, reforma previdenciária e diminuição do Estado (CANO, 2003).

Apesar das expectativas, a implementação deste modelo não gerou os efeitos de crescimento e desenvolvimento prometidos. O crescimento do PIB nos países latino-americanos entre 1989 e 2002 foi em média de 1,6% ao ano, não diferente da década anterior (CANO, 2003). A dinâmica gerada de privatizações e remessas de lucro ao exterior, endividamento privado e pagamento de juros acabou por fazer entrar a região em uma década de austeridade e difícil situação econômica e social, gerando desemprego, queda dos salários reais, cortes em programas de cunho social, aumento da violência, abandono das políticas de desenvolvimento regional e ainda o desencadeamento de “guerras fiscais” entre os entes públicos subnacionais.

Assim, é inerente à dinâmica desse modelo a corrosão (e não o equilíbrio) dos chamados fundamentos da economia, que, fatalmente, conduzem-na a um desastre cambial e financeiro equivalente aos de 1994-1995 (México e Venezuela), 1997 (Ásia), 1998 (Rússia), 1999 e 2002 (Brasil) e 1999-2002 (Argentina). O atual modelo ampliou em muito a nossa vulnerabilidade externa e dificulta a formulação e execução de um novo projeto nacional de desenvolvimento econômico e social. (CANO, 2003).

A adoção, a nível global, das medidas propostas pelo Consenso de Washington, é considerada por Cano (2009) predecessora à eclosão da crise de 2007, dado que seu estopim foi financeiro, e seu contágio relacionado à ampla desregulamentação dos mercados. As crises cambiais recorrentes como as crises mexicana (1994), asiática (1997), russa (1998), brasileira (1999) e argentina (2001) são exemplos do legado desregulatório das políticas neoliberais e da natureza instável do capitalismo financeiro. Kindleberger (2013) corrobora esta visão, observando que as últimas décadas foram sem precedentes em termos de volatilidade dos fluxos financeiros. Para este autor, depois dos anos 1970, quatro grandes ondas de crises financeiras seguidas de recessão rodaram o globo, iniciando com a crise da dívida dos países em desenvolvimento nos anos 1980, passando pela crise Mexicana em 1994, pela asiática em 1997 e culminando com a crise do supprime, em 2008, no centro do sistema financeiro mundial. A crise foi gerada endogenamente pelo sistema financeiro dos EUA, e propagada para o mundo inteiro, inclusive para a AL, por canais de contágio tradicionais, através da desregulamentação do mercado financeiro mundial.

Após identificados os resultados aquém da expectativa para as políticas de cunho neoliberal, muitos países latino-americanos elegeram governos de centro-esquerda, que passaram a implementar uma política econômica de cunho mais intervencionista, porém sem abrir mão da responsabilidade fiscal. Dada a volatilidade elevada do período anterior, pode-se dizer que a nova política macroeconômica buscou equilíbrio e redução da vulnerabilidade a choques externos. Para alcançar um maior grau de liberdade em sua formulação, os governos reduziram o endividamento público, reestruturaram as estruturas de vencimento de sua dívida, emitiram títulos em moeda local e, mais notavelmente, obtiveram superávits primários elevados para melhorar a sustentabilidade da dívida (MORENO-BRID, 2006). Esta nova orientação, que é explorada na seção 3.3, permitiu um incremento na resiliência econômica nos países latino-americanos frente ao choque da crise do *subprime*.

#### 4.2 A CRISE DO *SUBPRIME*

Apesar de muitos agentes terem acreditado que “desta vez é diferente” e de muitos economistas terem ignorado sua iminência, a crise do *subprime*, assim como a crise da dívida da América Latina, se enquadra no padrão de crises financeiras explicadas pelo modelo Misky-Kindleberger. Composta por fatores específicos, que foram as inovações financeiras do período como os CDOs (*collateralized debt obligations* – “títulos garantidos por dívidas”) e os SIVs (*structured investments vehicles* – “veículos de investimentos estruturados”), e estruturais, como o aumento prolongado da liquidez resultante da política monetária adotada desde 2001, a redução das margens prudenciais de concessão de crédito e o aumento da tomada de risco pelos agentes, criou condições para o desencadeamento de um *boom* financeiro à espera do momento de seu *bust* (BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008).

O processo de desregulamentação pelo qual o mercado financeiro passou desde a década de 1970 (ver capítulo 2) e a mudança na dinâmica do mercado hipotecário americano de 1968<sup>10</sup>,

<sup>10</sup> Após 1968, de modo a reduzir o impacto do apoio governamental para a habitação sobre o déficit orçamentário, o governo americano deixou de garantir as hipotecas da Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), uma empresa governamental que atuava no mercado secundário de hipotecas, comprando os direitos de hipotecas dos bancos que as emitiam. O governo passou a garantir apenas a então criada Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), referente aos pagamentos de hipotecas em modalidades especiais, como empréstimos à veteranos de guerra, por exemplo. A Fannie Mae tornou-se uma empresa privada apoiada pelo governo para garantir hipotecas de indivíduos de média e baixa renda, porém com as mesmas condições de isenção de impostos e linhas de crédito especiais do governo. Após esta mudança na legislação, a garantia governamental para Fannie Mae tornou-se implícita, mas não formal. O

somadas à alta liquidez no mercado americano, proveniente das baixas taxas de juros praticadas desde 2001 (especialmente após os atentados terroristas de 11/09), estimularam a formação de uma bolha imobiliária. Embora o mercado imobiliário americano experimentasse valorizações desde 1997, após 2001 foi impulsionado pelo aumento de crédito estimulado pelas baixas taxas de juros, e em 2003 o mercado de hipotecas experimentou seu ápice, tendo movimentado quase US\$ 4 trilhões em novas operações (BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008).

Considerando as condições acima mencionadas daquela economia, dois fatores, especialmente, permitem explicar a magnitude deste número. O primeiro deles é que a grande disponibilidade de crédito no mercado permitiu que fossem relaxadas as margens de segurança de concessão de crédito, levando o sistema bancário a incorporar no mercado hipotecário indivíduos que antes não teriam acesso ao crédito de instituições privadas ou públicas, por serem inadimplentes ou sem histórico de crédito, que formavam a categoria *subprime* (títulos de hipotecas *prime* eram originadas de indivíduos bons pagadores). Este fenômeno é similar à incorporação de países menos desenvolvidos no mercado internacional de crédito privado nos anos 1970. O segundo fator foi a ampliação do processo de securitização destes créditos pelas instituições financeiras, que disseminavam sistemicamente o risco ao venderem estes títulos no mercado de capitais. O aumento da securitização desta modalidade saltou de US\$ 95 bilhões para US\$ 493 bilhões entre 2001 e 2006 (BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008). A sustentação até 2006 da bolha imobiliária que se formava nos EUA se deve em grande parte à incorporação desta categoria ao mercado de hipotecas securitizadas.

Os tipos de empréstimos realizados para esta categoria normalmente eram de longo prazo (trinta anos) e com regimes de pagamento híbridos, sendo os dois ou três primeiros anos com pagamentos fixos e baixos enquanto os anos seguintes possuíam parcelas maiores e corrigidas pelos juros de mercado (2/28 e 3/27). Em outro tipo de modalidade pagava-se em um primeiro período parcelas com juros do financiamento (*interest only*) e, futuramente seria necessário incluir amortizações do principal. Em razão da constante valorização dos imóveis e da queda das taxas de juros, famílias em dificuldade podiam liquidar o financiamento que tinham após o período de menores pagamentos e conseguir facilmente um novo,

---

Federal National Mortgage Corporation (Freddie Mac) juntou Fannie Mae em 1970 e fornece serviços semelhantes. Essas instituições são conhecidas como empresas patrocinadas pelo governo (Government Sponsored Enterprises - GSEs). Para mais a este respeito, ver Kregel (2008)



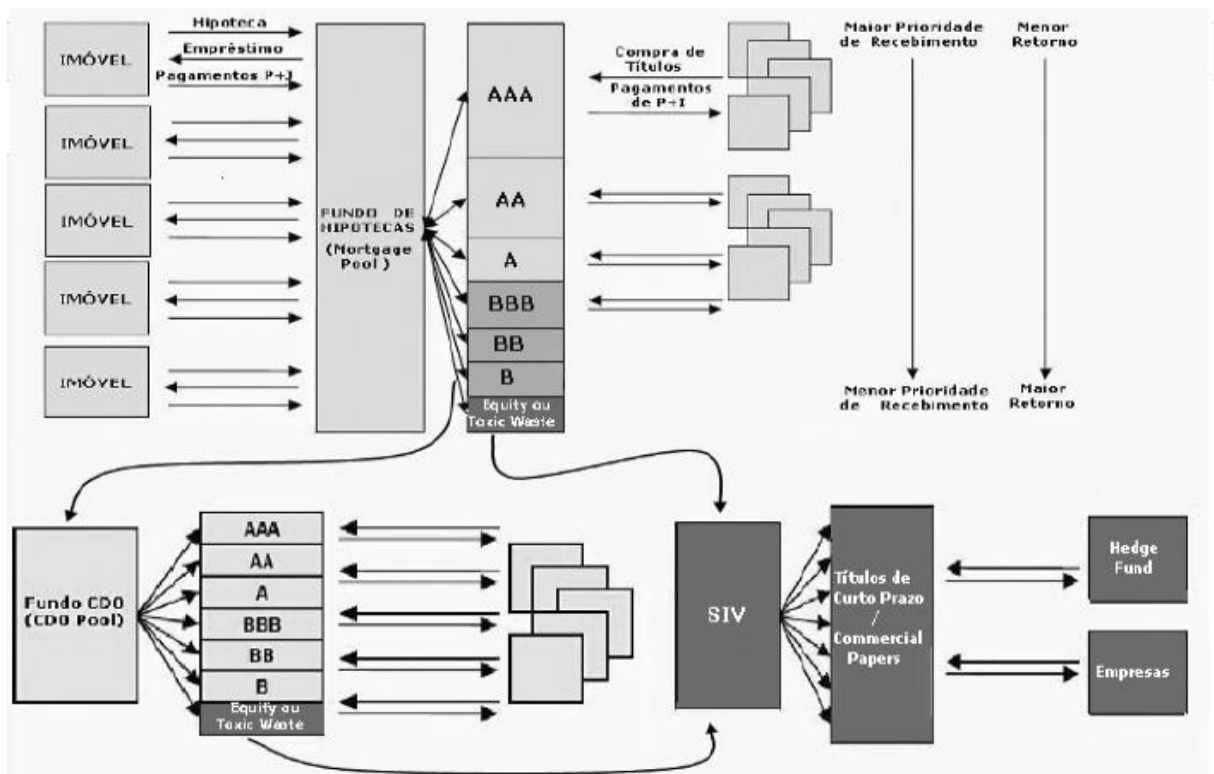
frequentemente a taxas melhores, e prolongar por mais dois ou três anos o pagamento de prestações reduzidas. Este movimento só podia acontecer baseado na referida continuidade do aumento de preços dos imóveis, que não só permitia que os agentes arcassem com as altas comissões envolvidas na negociação, mas também resgatassem alguma quantia em dinheiro.

Este ciclo expansionista durou entre 2001 e 2006, sendo que neste ano os gastos com construção civil foram reduzidos. Apesar disto, foi o aumento na taxa de juros norte-americanas, assim como no início da crise da dívida, que em 2006 atingiu 5,25% ao ano (durante a evolução do processo de formação da bolha, era de cerca de 1% ao ano) que impediu a manutenção deste ciclo expansionista. Em 2007, a partir deste movimento, o preço dos imóveis começou a cair, inviabilizando a continuidade do refinanciamento de hipotecas e gerando inadimplência e execuções que em seguida levaram ao colapso o mercado *subprime* de dos títulos derivados dele.

O diagrama da Figura 6 ilustra como ocorria a securitização destas hipotecas e como se espalharam pelo mercado. O processo começava com a transferência dos créditos das hipotecas para um fundo de investimentos. Este fundo emitia cotas de classes diferentes (AAA, AA, A, BBB, BB, B e *equity*) com riscos e rentabilidades diferentes (quanto menos qualificado o contrato de hipoteca, maior o risco e maior a rentabilidade que oferecia). Segundo Borça Junior e Torres Filho (2008):

A parcela do fundo de hipotecas que assumiria as primeiras perdas no caso de atrasos ou inadimplência de pagamentos era chamada de patrimônio líquido (*equity*), mas também era conhecida como “lixo tóxico” (*toxic waste*) pela dificuldade de ser descartada. Os detentores dessas cotas recebiam, em troca, a taxa de remuneração mais elevada do fundo e serviam, assim, como amortecedores de risco para os demais investidores. Caso os prejuízos viessem a ser superiores ao montante aportado como *equity*, o excedente passava a ser automaticamente de responsabilidade dos investidores da classe de risco seguinte, no caso a “B”, e assim sucessivamente. Esse mecanismo, de acordo com a Moody’s (2007), constituía uma forma de proteção contra perdas (ou “suporte de crédito”) denominada subordinação. Isso significava que, em vez de todos os títulos do fundo de hipotecas possuírem a mesma probabilidade de perdas, estas seriam alocadas na ordem inversa de senioridade (prioridade de recebimento). (BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008, p. 41).

Figura 6 – Diagrama da crise do subprime



Fonte: Borça Junior e Torres Filho (2008).

As cotas de menor risco (AAA, AA e A) eram vendidas diretamente ao mercado, enquanto as intermediárias (BBB, BB e B) e as de risco maior (*equity* ou *toxic waste*) eram submetidas a um processo de engenharia financeira que utilizava derivativos de crédito para melhorar sua classificação de risco. As cotas de risco médio eram transferidas para fundos de CDO e mescladas com outros recebíveis como dívidas de cartão de crédito, empréstimos estudantis, financiamentos de automóveis, etc. Com isso esperava-se diluir o risco dos títulos securitizados de hipotecas *subprime* e conseguir mediante esta operação uma classificação de risco obtida através de estatística menor do que dos títulos que a originaram. Estes novos produtos, com riscos hipoteticamente mais baixos, foram classificados pelas agências de risco, alguns inclusive obtendo *investment grade* (grau de investimento) e assim puderam ser adquiridos por investidores de diversos perfis, incluindo os institucionais, que observam atentamente as questões de risco.

Quanto às cotas classificadas como *equity* ou *toxic waste*, estas sofriam um outro processo. Para conseguir vender estas cotas, foram criados os veículos de investimento estruturado (SIVs), que emitiam títulos das referidas cotas, os *asset backed commercial*

*papers* (títulos de crédito lastreados em ativos), que eram usados para remunerar aplicações dos caixas das empresas. A atratividade desta aplicação era combinar as baixas taxas de juros dos *commercial papers* com a rentabilidade elevada das cotas de maior risco. Havia entretanto um descompasso, pois os *commercial papers* tinham validade de cerca de três meses, enquanto as cotas que os originavam, eram contratos de trinta anos. Para equalizar esta disparidade, os SIVs possuíam programas de colocação e resgate constante de seus ativos no mercado. A utilização destes produtos financeiros, os CDOs e os SIVs, permitiu que os bancos pudessem operar fora de seu balanço financeiro, excedendo os limites de alavancagem permitidos pelo acordo de Basileia e ainda transferir os riscos associados a estas operações para o mercado financeiro.

Com a desaceleração do mercado imobiliário depois de 2006, o aumento da inadimplência e das execuções de hipotecas afetou as receitas esperadas pelos SIVs e dos fundos de CDO. Sem informações claras a respeito do tamanho do risco que incorriam, os investidores resgataram suas aplicações em fundos imobiliários e deixaram de renovar as aplicações em *commercial papers*. Suas taxas de captação subiram, elevando-se acima da taxa básica de juros da economia, o que indicava problemas de liquidez a curto prazo no sistema financeiro norte-americano. O custo de captação interbancária também se elevou, fazendo com que os bancos centrais passassem a oferecer liquidez a taxas reduzidas, mesmo às instituições problemáticas.

As desvalorizações não se limitaram ao mercado imobiliário, mas afetaram também o mercado de crédito e as bolsas de valores, uma vez que o aumento dos custos de captação afetou o valor de mercado das instituições financeiras. O Federal Reserve passou a injetar liquidez no sistema financeiro, especialmente a partir de setembro de 2008, quando foi à falência o Lehman Brothers, propiciando o evento icônico desta crise. Inicialmente isto ocorreu através da troca de ativos de hipotecas por títulos públicos de longo prazo (*repurchasement agreements*) limitadas a US\$ 100 bilhões. Houve também o aumento no volume dos recursos disponíveis para as instituições com problemas através de leilões de crédito (*term auction facilities* – TAFs) no valor de US\$ 150 bilhões. O *spread* da taxa de redesconto também foi reduzido e seu prazo ampliado de trinta para noventa dias e ainda proporcionou mais tipos de medidas de liquidez.

Entretanto, após a quebra do Lehman Brothers e de outras instituições financeiras o pânico se instaurou nos mercados e o FED estendeu suas linhas de crédito para instituições

não depositárias, realizou o salvamento da AIG (a maior seguradora americana) e ainda criou um programa de recompra dos *commercial papers* das empresas que os detinham. Até fins de 2008 o prejuízo às instituições financeiras envolvidas na crise já havia ultrapassado a estimativa inicial de US\$ 600 bilhões. As instituições mais afetadas (Citigroup, Wachovia, Merrill Lynch, Washington Mutual e UBS) contribuem com metade desta cifra.

A partir da quebra do Lehman Brothers a crise tornou-se um fenômeno global, atingindo além dos países desenvolvidos, também os em desenvolvimento por canais financeiros, pela contração de crédito bancário (tal qual na crise da dívida) e do comércio internacional (IPEA, 2011). Os agentes buscaram ficar líquidos em dólares ou concentrar-se nos títulos do Tesouro norte-americano, o que desencadeou quedas nas moedas fracas e em outros ativos em geral. Nem mesmo os países com sólidas condições macroeconômicas escaparam dos efeitos da crise, que contaminou as cotações das *commodities* exportadas pelos países em desenvolvimento, reforçando a tendência de baixa de suas moedas.

#### 4.3 A AMÉRICA LATINA E OS EFEITOS DA CRISE

Em um primeiro momento, quando a crise afetava as economias dos países desenvolvidos, economistas acreditavam que os mercados emergentes seriam pouco afetados por seus desdobramentos, que seriam ainda capazes de produzir demanda e movimentar a economia global de modo que fossem compensados os efeitos da crise mundial. Os emergentes seriam então o “motor” da economia mundial. Este fato se dava pela qualidade de suas condições macroeconômicas – de maneira geral, produziam-se excedentes na balança comercial, houve acúmulo de reservas internacionais, queda do desemprego e melhoria nos índices de pobreza (SALAMA, 2009).

Moreno-Brid (2006) identifica a mudança de orientação política e econômica em muitos países da América Latina após a reversão de expectativas causadas pelas medidas neoliberais implementadas. Brasil, Argentina e México elegeram governos de centro-esquerda, que implementaram mudanças na orientação econômica capazes de gerar os resultados que tornaram estas economias mais resilientes a choques externos.

New Left governments have shown strong fiscal prudence mixed with increasing state intervention in economic affairs. If one poses the issue in terms of the tradeoff between inflation and economic growth, the New Left governments seem inclined to accept – within limits – higher inflation so long as it is accompanied by higher rates of economic growth. They have been very successful in pulling their economies out of deep recession, and register high rates of expansion. Whether they will be able to sustain such high rates of economic growth and preserve price stabilization in the medium term is yet to be seen. In any case, they emphasize the need for macroeconomic policies guided by development goals and not by price stabilization. But, in practice, their approach to achieving key social goals – poverty alleviation, income redistribution – has been gradual. They have not implemented high-impact social measures that run the risk of triggering large fiscal imbalances and debt spirals. Trade liberalization measures have not been rolled back. The starkest innovations on policy matters concern relations with international financial institutions and some transnational corporations. (MORENO-BRID, 2006, p. 6).

Freddo (2014) credita este desempenho ao padrão de crescimento destas economias, comparando-o com a situação na década de 1990:

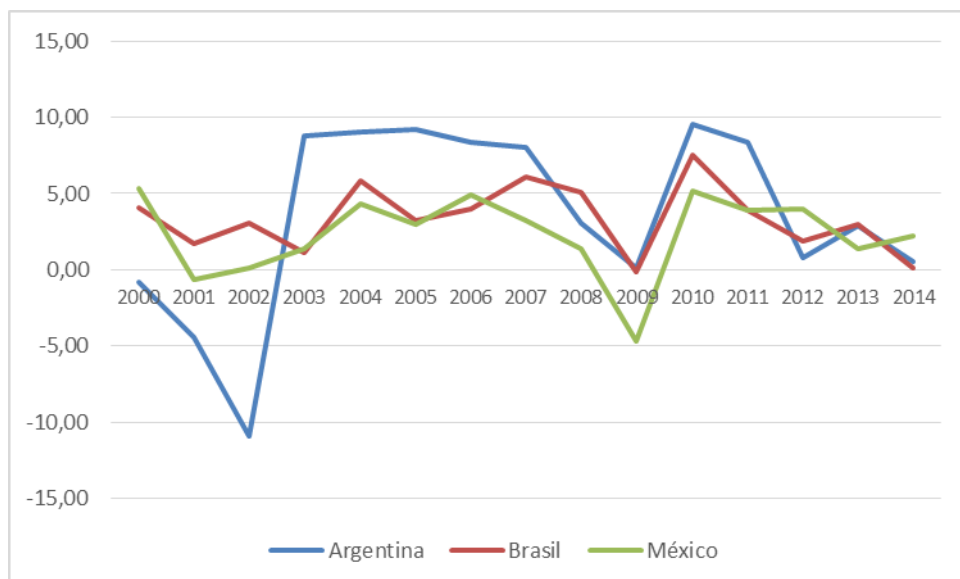
O padrão de crescimento, com elevação da poupança doméstica e de reservas internacionais, é um dos fatores que contribuiu para uma recuperação mais rápida das economias da região, após a crise financeira deflagrada em 2008, uma vez que implicou menor contágio destas economias em relação às oscilações dos fluxos internacionais de capitais. O melhor desempenho das economias sul-americanas no período recente é particularmente visível quando comparado àquele observado durante as turbulências financeiras ocorridas durante a década de 1990 (FREDDO, 2014).

Neste âmbito é necessário destacar a importância do ciclo de expansão do comércio internacional compreendido entre 2003 e 2008. No que tange aos países latino-americanos, estes anos compreenderam uma importante valorização das *commodities* agrícolas e minerais, o aumento da demanda chinesa a partir da reorientação estratégica da inserção externa e o alto consumo nos Estados Unidos. Além disto, as baixas taxas de juros nas economias desenvolvidas atraíram para a América Latina capitais em busca de rentabilidade. De fato, a região soube fazer uso deste bom momento, produzindo superávits, acumulando reservas e investindo em sua população mais pobre. Entretanto, estes anos não modificaram o modelo produtivo da região, que embora houvesse reduzido substancialmente sua vulnerabilidade financeira, ainda dependia da demanda externa para equilibrar sua balança comercial, mantendo-se vulnerável à volatilidade dos preços internacionais dos produtos básicos, como no período anterior à industrialização por substituição de importações. Desta dinâmica seguiu dependendo sua evolução econômica geral (ESPINÓS, 2010). Desta forma, em um segundo momento, após 2009, os indicadores econômicos acusaram a crise nas economias latino-

americanas, rejeitando as hipóteses de descolamento das economias emergentes em relação às desenvolvidas (EICHENGREEN, 2010). A crise se tornou sistêmica, saindo do lado financeiro e invadindo o lado real das economias e chegou na América Latina através da queda da demanda dos países desenvolvidos, pela contração do comércio internacional.

No caso específico que diz respeito a essa dissertação, pode-se avaliar os impactos nas economias da Argentina, Brasil e México. Através da análise gráfica da variação do produto interno bruto destes países é possível identificar facilmente os efeitos da crise no lado real das economias. Embora os três países tenham suas especificidades, é nítido o movimento de crescimento do PIB nos anos de 2003, a relativa estabilidade destes níveis até 2007 e os efeitos de contração em 2008 e, principalmente, 2009. Houve rápida e forte recuperação destas economias em 2010, mas nos anos que se seguiram, principalmente após 2011, o produto dos países voltou a diminuir. Discute-se se esta queda refere-se a um desdobramento atrasado da crise ou se é relativa a questões internas regionais ou nacionais. Nas tabelas subsequentes, a coluna que identifica os efeitos da crise em um período de tempo amplo, explora este questionamento, que poderá ser melhor analisado em futuras pesquisas.

Gráfico 1 – Variação percentual do PIB real entre 2000 e 2014 para Argentina, Brasil e México.



Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pela autora.

Nas crises anteriores, assim como na crise da dívida, os países em desenvolvimento,

orientados pelos organismos multilaterais, adotavam medidas pró-cíclicas, em uma atitude na qual se esperava reconquistar a credibilidade internacional e então reestabelecer os fluxos de capitais. Este tipo de atitude, entretanto, acabava por agravar os efeitos críticos, gerando um círculo vicioso de depreciação cambial, contração de crédito e redução da capacidade de pagamento das dívidas, tanto privadas quanto governamentais, conduzindo as economias à recessão. Após serem atingidas pelos efeitos da crise internacional em 2008, as economias emergentes adotaram políticas distintas, optando por medidas expansionistas e anticíclicas. No caso do Brasil, por exemplo, políticas de cunho social como a valorização do salário mínimo e a expansão do crédito, que já vinham sendo tomadas antes da crise, foram importantes para garantir o aquecimento do mercado interno e gerar o crescimento econômico visto em 2010 (IPEA, 2011).

Há de se observar que os três países selecionados têm economias bastante distintas e ilustram a ampla diversidade latino-americana. A economia mexicana é especialmente vulnerável à conjuntura da economia norte-americana, pois concentra seu comércio naquela região, em razão de sua indústria de montagem (maquiladoras). Suas receitas orçamentárias são dependentes do petróleo que exporta, das receitas provenientes do turismo e das remessas recebidas de mexicanos residentes no exterior, em particular dos Estados Unidos. A Argentina tem sua economia diversificada e obteve, assim como o Brasil, um grande retorno financeiro proveniente de suas exportações no ciclo de crescimento da economia mundial entre 2003 e 2007. Entretanto, possui um rigoroso serviço de dívida que consome suas reservas, fato acentuado por vultosos vencimentos em 2009. Este pagamento só pôde ser realizado graças ao acúmulo de reservas desde 2003. Sua economia é internacionalizada e recebe um elevado volume de investimento estrangeiro direto, apesar de ter passado por momentos de instabilidade política no governo de Cristina Kirchner (SALAMA, 2009). O Brasil, embora tenha diversificado seu parque industrial e sua pauta exportadora ao longo dos anos, foi especialmente beneficiado pela alta nos preços e na demanda por commodities compreendida entre 2003 e 2007. Os superávits gerados por esta fonte de renda serviram para o acúmulo de importantes reservas internacionais e para o desenvolvimento econômico e social de sua população. O melhor posicionamento econômico internacional propiciou que o país fizesse parte do grupo do BRICS, representando a América Latina no grupo de países emergentes em escala mundial e que ganhasse notoriedade em fóruns multilaterais e internacionais.

Os dados das tabelas<sup>11</sup> 9, 10 e 11 contribuem para o entendimento das três economias na conjuntura da crise, mostrando a situação econômica das mesmas em períodos de tempo que englobam um período imediatamente antes, o período durante a crise e o período imediatamente após a eclosão da crise do *subprime*. Os dados de reservas internacionais, balanço de conta corrente e taxa cambial revelam um quadro inicial do setor externo destas economias.

Tabela 9 – Reservas e itens relacionados (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

	CRISE DO SUBPRIME			
	ANTES (2000 - 2007)	DURANTE (2008 - 2009)	DEPOIS (2010-2012)	AMPLO (2010 - 2014)
Argentina	-1,93%	-0,54%	-0,13%	-0,57%
Brasil	1,88%	1,62%	2,00%	1,24%
México	0,98%	0,60%	2,05%	1,80%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pela autora.

O indicador “Reservas e itens relacionados” representa a variação líquida de reservas internacionais resultantes de transações sobre a conta corrente, a conta capital e a conta financeira de um país. Nota-se que há uma queda nas reservas internacionais de Brasil e México durante a crise, que, entretanto, após o evento voltam a elevar-se e até a superar os níveis pré-crise. A Argentina é exceção na análise desta variável, uma vez que efetua um importante pagamento de sua dívida pública em 2009. Os dados negativos significam que não existem reservas internacionais, podendo ser interpretados como zero no sentido bruto.

<sup>11</sup> O exercício estatístico simplesmente apresenta as médias obtidas para períodos específicos, sem efetuar um teste de diferença de médias, para identificar se a diferença é estatisticamente significativa ou não.



Tabela 10 – Balanço em conta corrente (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

	CRISE DO SUBPRIME			
	ANTES (2000 - 2007)	DURANTE (2008 - 2009)	DEPOIS (2010-2012)	AMPLO (2010 - 2014)
Argentina	2,23%	2,23%	0,70%	0,02%
Brasil	-0,33%	-0,92%	-2,13%	-2,69%
México	-1,66%	-1,67%	-0,85%	-1,39%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pela autora.

Os dados de balanço em conta corrente representam a soma das exportações líquidas de bens e serviços, rendimento primário líquido e renda secundária líquida. Argentina e Brasil tiveram piora neste item após a crise, e México obtém uma melhora logo após a crise, mas que se reverte na observação do período amplo. Brasil e México são deficitários e Argentina superavitária.

Tabela 11 – Taxa Cambial (média do período – moeda nacional/US\$)

	CRISE DO SUBPRIME			
	ANTES (2000 - 2007)	DURANTE (2008 - 2009)	DEPOIS (2010-2012)	AMPLO (2010 - 2014)
Argentina	1,00	2,03	2,91	2,98
Brasil	1,06	2,63	2,81	2,51
México	7,07	9,50	10,99	10,96

Fonte: Dados do FMI (2016). Elaborado pela autora.

As moedas de todas as economias analisadas enfrentam depreciações em relação ao dólar americano. Salama (2009) descreve a variação da taxa cambial dos países após a eclosão da crise, em consonância com os dados do Banco Mundial (2016):

Depois de anos de apreciação de suas moedas, o real brasileiro sofre uma depreciação perante o dólar a partir do mês de agosto de 2008 (com um valor mais baixo de 1 dólar = 1,55 reais), acelerando-se em outubro (com um pico de mais de 2,5 reais para 1 dólar), passando desde então por uma forte volatilidade em parte resultante das intervenções do Banco Central. No México, a depreciação do peso perante o dólar ocorre no início de agosto (limiar a menos de 9,85 para 1 dólar), dispara em outubro (pico em 14,30) e, desde então, uma forte volatilidade (...). As reservas do Banco Central diminuem, sendo utilizadas para financiar a deterioração da situação externa (balança comercial negativa no México, balança de contas

correntes tornando-se ligeiramente negativa no Brasil, fuga de capitais de títulos de investimentos diretos desses países no exterior), mas também para evitar a depreciação contínua das moedas nacionais em relação ao dólar (SALAMA, 2009).

Os dados de conta financeira líquida, investimento direto estrangeiro, investimento em carteira e dívida externa evidenciam os efeitos da crise no lado financeiro das economias selecionadas:

Tabela 12 – Conta financeira líquida (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

	CRISE DO SUBPRIME			
	ANTES (2000 - 2007)	DURANTE (2008 - 2009)	DEPOIS (2010-2012)	AMPLO (2010 - 2014)
Argentina	2,00%	2,59%	-0,63%	-0,78%
Brasil	-0,32%	-1,64%	-2,42%	-2,91%
México	-1,82%	-1,77%	-2,68%	-3,10%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pela autora.

A conta financeira líquida mostra aquisição e alienação de ativos e passivos financeiros líquidos. A metodologia de cálculo para este indicador resulta em números negativos para entrada de capitais e positivos para saídas, portanto quanto menor o número, mais entrada de capital. A Argentina tinha saída líquida e passa a ter entrada líquida, Brasil passa a receber mais capitais no decorrer do período analisado, o que também ocorre com o México.

Tabela 13 – Investimento Direto Estrangeiro (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

	CRISE DO SUBPRIME			
	ANTES (2000 - 2007)	DURANTE (2008 - 2009)	DEPOIS (2010-2012)	AMPLO (2010 - 2014)
Argentina	-1,77%	-1,65%	-2,02%	-1,63%
Brasil	-2,20%	-2,01%	-2,60%	-2,68%
México	-2,70%	-1,70%	-0,62%	-1,18%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pela autora.

O investimento direto estrangeiro mostra as entradas líquidas de investimento para adquirir uma participação de gestão duradoura (10 por cento ou mais do capital votante) em uma empresa que opere numa economia diferente da do investidor. É a soma do capital

próprio, reinvestimento dos lucros, capital de longo prazo e capital de curto prazo, como mostrado na balança de pagamentos. Configura-se como um tipo de investimento duradouro e desejável para as economias emergentes. A metodologia de cálculo para este indicador obtém resultados negativos para captações líquidas, ou seja, quando mais baixo é o número, mais investimento está sendo captado. Com exceção do México, que leva mais tempo para recuperar este tipo de investimento após a crise, os países analisados apresentam queda durante a crise, mas recuperam o IDE após o evento.

Tabela 14 – Investimento em carteira (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

	CRISE DO SUBPRIME			
	ANTES (2000 - 2007)	DURANTE (2008 - 2009)	DEPOIS (2010-2012)	AMPLIO (2010 - 2014)
Argentina	1,82%	1,58%	-0,66%	-0,56%
Brasil	-0,78%	-1,64%	-1,74%	-1,57%
México	-0,03%	0,14%	-4,66%	-4,39%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pela autora.

Os investimentos em carteira abrangem as transações em ações e títulos de dívida. Representam o investimento volátil nas economias, em contraposição ao investimento direto estrangeiro, que é duradouro. A metodologia de cálculo para este indicador mostra resultados negativos para captações líquidas, ou seja, quando mais baixo é o número, mais investimento está sendo captado. Todos os países apresentam melhora neste indicador, revelando as economias como potenciais receptoras de investimentos quando os países desenvolvidos enfrentam dificuldade.

Tabela 15 – Dívida Externa (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

	CRISE DO SUBPRIME			
	ANTES (2000 - 2007)	DURANTE (2008 - 2009)	DEPOIS (2010-2012)	AMPLO (2010 - 2014)
Argentina*	81,83%	47,15%	41,38%	41,90%
Brasil	18,74%	11,89%	12,99%	13,85%
México	12,30%	11,56%	14,59%	16,11%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pela autora.

\*Os dados referentes à Argentina são do INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos – República Argentina)

Na tabela 15 fica evidente a diminuição da dívida externa argentina após 2009, em razão de importantes vencimentos pagos em 2009. O Brasil apresenta queda durante a crise e leve aumento após, sem recuperar os níveis anteriores. O México tem sua dívida reduzida durante a crise, mas recuperando-se após e inclusive superando os níveis anteriores.

Os dados de renda primária líquida e a balança comercial de bens expressam os efeitos da crise pelo lado real das economias.

Tabela 16 – Renda primária líquida (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

	CRISE DO SUBPRIME			
	ANTES (2000 - 2007)	DURANTE (2008 - 2009)	DEPOIS (2010-2012)	AMPLO (2010 - 2014)
Argentina	-3,93%	-2,29%	-2,49%	-2,27%
Brasil	-3,16%	-2,49%	-1,89%	-1,88%
México	-1,90%	-1,69%	-1,76%	-2,23%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pela autora.

A renda primária líquida refere-se a recebimentos e pagamentos de remuneração de empregados pagos aos trabalhadores não residentes e rendimentos de investimentos (recebimentos e pagamentos relativos a investimento direto, investimento de carteira, outros investimentos e recibos de ativos de reserva). De maneira geral, este item tem melhora (menores saídas) após a crise, embora permaneça com taxas negativas. Novamente, discriminar entre os países. O México cai pouco e recuperou-se bem. O Brasil caiu bastante, assim como a Argentina.

Tabela 17 – Balança comercial de bens (média do período em porcentagem da renda nacional bruta)

	CRISE DO SUBPRIME			
	ANTES (2000 - 2007)	DURANTE (2008 - 2009)	DEPOIS (2010-2012)	AMPLIO (2010 - 2014)
Argentina	6,76%	4,74%	2,89%	2,43%
Brasil	3,50%	1,67%	1,07%	0,61%
México	-1,06%	-1,07%	-0,12%	-0,13%

Fonte: Dados do Banco Mundial (2016). Elaborado pelo autor.

A balança comercial (bens) é a diferença entre as exportações e importações de bens, desconsiderando o comércio de serviços. Com exceção do México, que tem a diferença entre exportações e importações elevada após a crise, significando uma redução dos déficits comerciais, Argentina e Brasil passam a exportar menos como proporção da renda, ou importar mais, piorando seus dados de balança comercial.

#### 4.4 MUDANÇAS NA INSERÇÃO EXTERNA DOS PAÍSES LATINO-AMERICANOS NA ECONOMIA MUNDIAL (MULTILATERALISMO E COOPERAÇÃO)

Além da melhora de suas condições macroeconômicas e da conjuntura internacional favorável ao comércio dos países exportadores de *commodities*, outro motivo apontado para a rápida recuperação destes países da crise do *subprime*, expressas nas tabelas acima, foram as iniciativas de cooperação e integração regional. Ademais do grupo do BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), que ilustra a cooperação multilateral e sul-sul como um fenômeno global, a América Latina como um todo também demonstrou iniciativas neste sentido. Uma vez que o epicentro da crise foi os Estados Unidos, um relativo afastamento desta economia e o aumento das transações comerciais com a China, por exemplo, cuja demanda por *commodities* era crescente, pode ter contribuído para os efeitos da crise nas economias latino-americanas não terem sido tão fortes. A ideia chave é que não dependendo grandemente da demanda e das políticas econômicas exercidas pelos países desenvolvidos, especialmente pelos Estados Unidos, e diversificando parceiros estratégicos, os países latino-americanos possam estar mais resilientes aos choques externos.

Para Vizontini (2007), a formação de blocos constitui uma tendência objetiva no plano

internacional no início do século XXI. No caso sul-americano, o Mercosul representou o primeiro processo de integração, a obter resultados concretos e a abrir alternativas regionais para uma melhor inserção internacional dos países do cone sul, nos quadros de uma ordem mundial emergente.

Através da integração com os países vizinhos, além de benefícios econômicos mais imediatos, se reforçaria a base regional como forma de incrementar a participação do Brasil e de seus parceiros platinos no plano mundial. Neste sentido, o Mercosul não constituía um fim em si mesmo, nem o aspecto comercial constituía o objetivo essencial, apesar do discurso oficial, mas fazia parte de um projeto mais abrangente. Quando os EUA anunciaram a criação do NAFTA, o Brasil reagiu lançando em 1993 a iniciativa da ALCSA (Área de Livre Comércio Sul-Americana) e estabelecendo com os países sul-americanos e africanos a Zona de Paz e Cooperação do Atlântico Sul (ZoPaCAS), numa estratégia de círculos concêntricos a partir do Mercosul. (VIZENTINI, 2007).

Além do Mercosul, outras iniciativas de cooperação regional têm tido espaço na América do Sul, como a comunidade Andina (CAN), os acordos de livre comércio que formaram Área de Livre Comercio da América do Sul (ALCSA), em 2000 pela Iniciativa de Integração Regional da Infraestrutura da América do Sul (IIRSA), e finalmente em 2004, pela formação da Comunidade Sulamericana de Nações (CASA) (SENHORAS; VITTE, 2006).

Saraiva (2011) esclarece que a integração sul-americana não se encaixa no modelo tradicional de integração regional proposto por Balassa (1966), que identifica etapas consecutivas para o processo: a área de livre comércio, a união aduaneira, o mercado comum e a união econômica. Até os anos 1990, acreditou-se que poderiam seguir este modelo, conforme as economias europeias. Entretanto, a identificação de novas prioridades na região, a partir dos anos 2000, trouxe ao processo novas dimensões, orientando-se para políticas industriais, próximas ao neodesenvolvimentismo. Para a autora, a questão conceitual para a integração sul-americana segue em aberto:

O convívio entre diferentes visões da integração e diferentes iniciativas –de caráter político ou econômico- que em muitos casos se sobrepõem ressalta a importância para se pensar em termos de um regionalismo multi-nível. Por outro lado, a articulação entre os países da região em diferentes dimensões como a energética, de infraestrutura, de educação, ciência e tecnologia, e outras aponta para a necessidade de se formular novos modelos explicativos da integração regional que deem conta da atual conjuntura sul-americana (SARAIVA, 2011).

O Brasil vem desempenhando um papel importante no aspecto da integração,

priorizando a criação de uma governança regional, porém fora dos padrões tradicionais. Há de se destacar que sob o governo de Lula, a liderança brasileira na América do Sul passa a ser percebida como prioridade. A aproximação dos países vizinhos torna-se importante para a inserção internacional, mas possibilita a realização do potencial brasileiro e a formação de um bloco capaz de exercer maior influência internacional, reforçando a construção do multilateralismo (SARAIVA, 2011).

Esta mudança na inserção externa da região impacta também na forma de financiamento que recebe, conforme indica a Figura 2 do segundo capítulo, na qual o investimento direto estrangeiro passa a ser a principal forma de investimento nestes países, o que representa uma grande melhora qualitativa neste aspecto.

#### 4.5 COMPARAÇÃO ENTRE OS EFEITOS DAS CRISES ABORDADAS NA AMÉRICA LATINA RESUMIDAMENTE

A hipótese desenvolvida por este trabalho foi de que as economias latino-americanas teriam sofrido efeitos mais severos em termos reais e financeiros na crise da dívida nos anos 1980 em comparação com a crise de 2008, desencadeada pelos problemas financeiros dos EUA com suas hipotecas *subprime*. Há de se considerar que em termos globais, a segunda crise teve uma abrangência e profundidade bastante superior à primeira, atingindo tanto as economias desenvolvidas quanto as em desenvolvimento, enquanto a crise da dívida, por ter tido seu desencadeamento relacionado a um aumento das taxas de juros americanas, ter afetado diretamente apenas os países vulneráveis a ela. Desta forma, estudou-se os motivos para esta possível maior resiliência latino-americana.

Uma comparação baseada nas médias dos indicadores selecionados nos períodos antes, (Tabela 18) durante e após as duas crises revela que, de fato, os países latino-americanos tiveram um desempenho superior em termos reais e financeiros na crise do *subprime*, mesmo sendo uma crise de abrangência global e que surtiu efeitos indesejados inclusive nas economias desenvolvidas. Desta forma, a crise da dívida representou para a América Latina um choque de maior impacto, resultando em efeitos mais severos, conforme mostra a tabela 18.

Tabela 18 – Comparação entre a crise da dívida e a crise do subprime com base em indicadores selecionados

INDICADORES SELECIONADOS		CRISE DA DÍVIDA			CRISE DO SUBPRIME			MELHOR DESEMPENHO
		ARG	BRA	MEX	ARG	BRA	MEX	
<b>Quadro Geral Externo</b>	Reservas internacionais	PIOR	PIOR	PIOR	MELHOR	MELHOR	MELHOR	SUBPRIME
	Balço de Conta Corrente	PIOR	PIOR	PIOR	MELHOR	MELHOR	MELHOR	SUBPRIME
	Taxa Cambial	-	-	-	-	-	-	-
<b>Efeitos Reais</b>	Renda primária líquida	PIOR	PIOR	PIOR	MELHOR	MELHOR	MELHOR	SUBPRIME
	Balça comercial	PIOR	MELHOR	PIOR	MELHOR	PIOR	MELHOR	SUBPRIME
	Conta financeira líq.	PIOR	PIOR	PIOR	MELHOR	MELHOR	MELHOR	SUBPRIME
<b>Efeitos Financeiros</b>	Investimento direto estrangeiro	PIOR	PIOR	PIOR	MELHOR	MELHOR	MELHOR	SUBPRIME
	Investimento em carteira	MELHOR	PIOR	PIOR	PIOR	MELHOR	MELHOR	SUBPRIME
	Dívida externa	-	PIOR	PIOR	-	MELHOR	MELHOR	SUBPRIME

Fonte: Dados do Banco Mundial e FMI (2016). Elaborado pela autora.

Com exceção dos dados da balança comercial, no qual o Brasil tem melhor desempenho durante a crise da dívida e investimento em carteira, no qual a Argentina vai melhor na crise da dívida, para todos os outros indicadores, a crise do *subprime* apresenta impactos menores do que os exercidos pela crise da dívida nas economias selecionadas.

Este desempenho pode ser explicado tanto pela situação macroeconômica da região, quanto pela conjuntura internacional em cada período. Durante década de 1980, grande parte dos países latino-americanos contraíram dívidas com bancos internacionais a taxas de juros flutuantes. Enquanto a situação externa permanecia estável as dívidas iam sendo roladas e renovadas com uma automaticidade natural. Após os choques do petróleo e a recessão nas economias desenvolvidas, os bancos internacionais reviram sua exposição à região, retraindo sua posição. A alta na taxa de juros norte-americana significou neste caso uma piora sensível nesta situação, que comprometeu a economia destes países, levando-os à moratória.

No caso da crise do *subprime*, tanto a situação interna quanto a externa eram diferentes. Em razão da alta dos preços e da demanda por commodities no mercado internacional, da mudança na forma de financiamento, bem como pela melhor organização das condições macroeconômicas destes países, o aumento nas taxas de juros norte-americanas que desencadeou o gatilho da crise do *subprime* não teve efeitos tão profundos nas economias



latino-americanas. Houve impactos referentes ao transbordamento da crise, como a queda abrupta do produto interno bruto, em razão da queda da demanda e das exportações para todos os países, e aos outros indicadores analisados neste trabalho. Entretanto, no período após a crise, os indicadores já mostravam recuperação.

#### 4.6 CONCLUSÕES PRELIMINARES

Após anos de implementação de um modelo neoliberal na economia norte-americana e de sua expansão para os países em desenvolvimento, eclodiu nos EUA uma crise que traz à tona questionamentos a respeito da validade e eficiência deste modelo econômico. Enquadrada no modelo teórico de Kindleberger-Minsky para crises financeiras, a crise do *subprime* foi composta por elementos específicos, caracterizados pelas inovações financeiras do período, e por elementos estruturais, como os movimentos das taxas de juros - baixas desde 2001, propiciando abundância de crédito, e altas em 2007 – e pelo movimento de desregulamentação dos mercados financeiros naquela economia, resultado da implementação da política neoliberal.

Após a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers em 2008, a crise tornou-se um fenômeno de abrangência global e foram descartadas as chances de que apenas afetasse o mercado imobiliário norte-americano. A reversão de expectativa dos agentes com este evento foi imediata, dada a identificação de que os problemas com as hipotecas de alto risco haviam contaminado de maneira decisiva o sistema financeiro norte-americano e atingido, através de canais financeiros, outros países. A partir de então, houve um processo de desalavancagem dos agentes, fugas para a liquidez e pânico instaurado no sistema financeiro global. Os efeitos financeiros transferiram-se para o lado real das economias, causando queda na demanda, produção e emprego nas economias desenvolvidas e nas em desenvolvimento.

Em um contexto de intensa globalização, as economias latino-americanas foram afetadas pela crise. No ano de 2009, o produto da região - bem como do mundo - caiu subitamente, em razão da queda das exportações e da diminuição da atividade econômica que este fato gerou. Indicadores financeiros e reais analisados neste capítulo corroboram esta tendência. Entretanto, os efeitos sentidos nestas economias, dada a magnitude da crise, foram bastante reduzidos em comparação com o potencial de dano existente. Estas economias

adquiriram certa resiliência à crise vinda do centro.

Tendo os países latino-americanos identificado problemas na aplicação dos preceitos do conhecido Consenso de Washington, enfrentando crises financeiras durante toda a década de 1990 e ainda no início dos anos 2000, os governos de centro-esquerda eleitos nos anos seguintes trataram de implementar políticas econômicas mais intervencionistas, com vistas para o desenvolvimento econômico e social. Além disto, um momento favorável vivido pelo comércio internacional entre 2003 e 2007 permitiu que estes países produzissem superávits em razão da grande exportação de *commodities* e da alta de seus preços internacionais. Desta forma, foi possível a construção de reservas em moeda estrangeira, que ajudaram os países a amortecer os impactos logo quando foram identificados efeitos da crise. Um movimento de aproximação de outras economias, diversificar parceiros através do comércio e da exploração do multilateralismo e da cooperação também se mostrou favorável, na medida que se deixou de depender tanto do comércio com os EUA. Quando os EUA, junto com outros países desenvolvidos, enfrentam crise e recessão, as relações de troca seguiram sadias com outros parceiros comerciais.

Uma análise dos indicadores de reservas internacionais, balanço em conta corrente, renda primária líquida, balança comercial, conta financeira líquida, investimento direto estrangeiro, investimento em carteira e dívida externa das crises analisadas neste trabalho aponta para a corroboração da hipótese deste trabalho: de fato, os países latino-americanos, com base nas mudanças em suas economias, tornaram-se mais resilientes aos choques externos.

## 5 CONCLUSÃO

Este trabalho comparou os efeitos, sobre as principais economias da América Latina, da crise da dívida nos anos 1980 e da crise do *subprime* em 2007, considerando um contexto internacional de intensa globalização financeira. A análise foi feita com base em revisão bibliográfica, bem como em indicadores reais e financeiros nos dois períodos e apoiada na teoria de Kindleberger-Minsky a respeito de crises financeiras.

A globalização financeira é um fenômeno antigo, porém intensificado desde a década de 1970 em razão da conjuntura mundial propícia do período pós-Bretton Woods. A doutrina econômica liberal referente a este processo foi implantada nas economias desenvolvidas, e posteriormente aplicada nos países em desenvolvimento. O avanço tecnológico e das comunicações, bem como o concomitante aumento do comércio internacional, foram catalisadores do processo de globalização, o que estimulou a integração dos sistemas financeiros mundiais através da redução das regulamentações.

O aprofundamento destes fluxos criou riscos consideráveis às economias menos desenvolvidas, como a possibilidade de reversões abruptas de crédito, efeitos de transbordamento e contágio de crises. Desta forma, as crises financeiras, em grande parte, passaram a não permanecer concentradas em seu local de origem, mas a irradiarem-se pelo sistema financeiro internacional. Quanto mais integrada uma economia é ao sistema financeiro internacional, maior será sua exposição ao contágio de crises advindas de outras economias.

A crise da dívida na América Latina nos anos 1980 foi influenciada por este processo, em uma conjuntura externa que combinou a expansão e a competição dos bancos internacionais, o excesso de crédito proveniente dos choques do petróleo, recessão nas economias desenvolvidas e o choque provocado pelo aumento das taxas internacionais de juros. Dado seu padrão de desenvolvimento baseado na substituição de importações e dos déficits em conta corrente que criavam a necessidade de absorver financiamento externo, a alta nas taxas de juros internacionais impediu que os países latino-americanos pudessem continuar rolando sua dívida. A deflagração de uma crise econômica se deu a partir deste choque externo, seguida pela súbita contração dos fluxos de comércio e capitais internacionais para a região. Em razão da vulnerabilidade criada pela dependência de crédito externo, a região entrou em uma profunda crise, tendo diversos países declarado moratória e com

impactos severos na atividade economia e nos indicadores sociais. O resultado desta dinâmica originou o termo “década perdida”, e seu desdobramento, através de políticas de austeridade exigidas pelo FMI, bem como por diversos planos de recuperação econômica, fez com que a região abrisse mão de seu modelo de desenvolvimento, adotando as políticas neoliberais através da implementação de medidas conhecidas como consenso de Washington.

Apesar das expectativas de que esta orientação econômica pudesse restaurar o crescimento econômico e a estabilização daquelas economias, as políticas de liberalização de mercados e privatizações trouxeram benefícios aquém do esperado. A abertura abrupta destas economias as tornou vulneráveis aos fluxos de capitais de uma maneira distinta da que ocorrera na década anterior, tendo elas sofrido com crises financeiras periódicas durante toda a década de 1990 e ainda no início dos anos 2000. Na análise dos órgãos multilaterais e dos países desenvolvidos, a eclosão de crises se referia à má aplicação das políticas sugeridas. A posterior eleição de governos de centro-esquerda na região trouxe uma renovação de políticas econômicas, com maior intervenção estatal e foco no desenvolvimentismo. Em razão disto e do ciclo de crescimento do comércio internacional entre 2003 e 2007, os países latino-americanos puderam obter superávits em conta corrente e gerar importantes reservas internacionais.

Quando a crise de 2007 surgiu no mercado imobiliário norte-americano e se propagou pelos canais de contágio financeiros por toda a economia mundial, criou-se a necessidade de rever o modelo econômico praticado pelo centro da economia mundial, os EUA. Fruto da interação entre a desregulamentação do mercado financeiro daquele país, da globalização e das inovações financeiras do período, a crise teve seu estopim com o aumento das taxas de juros norte-americanas em 2007. Isto impediu que os portadores de hipotecas *subprime* endividados pudessem seguir rolando suas dívidas, ruindo uma estrutura financeira complexa criada por seguradoras e bancos privados.

Dada a magnitude desta crise, que atingiu economias desenvolvidas e em desenvolvimento, foi surpreendente o desempenho positivo (ou não tão negativo) das economias latino-americanas frente à crise. Apesar de terem seus indicadores econômicos reduzidos em 2009, em função do impacto sobre o lado real das economias mundiais, com queda da demanda, produção e emprego, em 2010 estes países já exibiam um vigoroso crescimento, indicando rápida recuperação. Isto foi possível em razão da resiliência adquirida pelas novas políticas econômicas implementadas. A estabilidade de suas condições macroeconômicas, com criação de reservas internacionais, contas equilibradas e geração de

superávits elevados, proporcionou margem de manobra a estes países ao lidar com os efeitos iniciais da crise. A mudança na inserção externa dos mesmos, com a busca pela integração regional e pelo multilateralismo, além da mudança no perfil do financiamento externo, também se provou útil neste contexto.

Através da análise estatística simples de indicadores selecionados (reservas internacionais, balanço em conta corrente, renda primária líquida, balança comercial, conta financeira líquida, investimento direto estrangeiro, investimento em carteira e dívida externa), pode-se comparar o impacto das duas crises financeiras nas economias latino-americanas. Desta forma, foi possível corroborar a hipótese de que estas economias teriam sofrido efeitos mais severos em termos reais e financeiros na crise da dívida nos anos 1980 em comparação com a crise de 2007, desencadeada pelos problemas financeiros dos EUA com suas hipotecas *subprime*. Em termos globais, a segunda crise teve abrangência e profundidade superiores à crise da dívida, atingindo tanto as economias desenvolvidas quanto as em desenvolvimento, enquanto a crise da dívida afetou apenas os países mais vulneráveis. Esta mudança de desempenho durante as crises é explicada tanto pela situação macroeconômica da região, quanto pela conjuntura internacional em cada período.

## REFERÊNCIAS

- BAER, W. Import Substitution and Industrialization in Latin America: experiences and interpretations. **Latin American Research Review**, Pittsburgh, v. 7, n. 1, p. 95-122, Spring 1972.
- BALASSA, B. A procura de uma teoria de integração econômica. In: MIGUEL, S. Wionczek (Org.). **A integração econômica da América Latina**. Rio de Janeiro: Cruzeiro, 1966. p.37-48.
- BORÇA JUNIOR, G. R.; TORRES FILHO, E. T. Analisando a crise do subprime. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008.
- BUSTOS, P. Crise e reorganização econômica na América Latina: uma passagem histórica. In: **El Mercosur**: Más de lo mismo? Buenos Aires: Fundación Friedrich Ebert, jun. 1992.
- CALVO, S.; REINHART, C. **Capital flows to Latin America**: is there evidence of contagion effects? Washington, DC: World Bank, 1996. (Working Paper Series, 161).
- CANO, W. América Latina: a necessária integração. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 12, n. 2, p. 295-310, jul./dez. 2003.
- CANO, W. América Latina: notas sobre a crise atual. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 37, p. 603-621, dez. 2009.
- CHESNAIS, F. **A mundialização do Capital**. São Paulo: Xamã, 1996.
- CLAESSENS, S.; KOSE, A. **Financial crises explanations, types, and implications**. [S.l.]: International Monetary Fund, 2013. (IMF Working Papers, 13/28).
- CRUZ, P. D. **Dívida externa e política econômica**: a experiência brasileira nos anos setenta. 1999. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1999. (Coleção Teses).
- DEVLIN, R. **Debt and Crisis in Latin America**: the supply side of the story. New Jersey: Princeton University Press, 1993.
- DORNBUSCH, R.; PARK, Y. C., CLAESSENS, S. Contagion: how it spreads and how can it

be stopped? **World Bank Research Observer**, v. 15, n. 2, p. 177-97, 2000.

EICHENGREEN, B. Lessons of the crisis for emerging markets. **Int Econ Policy**, [S.l.], v. 7, p. 49-62, 2010.

ESPINÓS, J. D. Crisis global y América Latina. In: **CRISIS FINANCIERA: nuevas manías, viejos pánicos**. Madrid: Catarata, 2010.

FERRARI FILHO, F.; SILVA, G. T. T. A crise financeira mundial e a grande depressão. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 32, jun. 2012.

FFRENCH-DAVIS, R.; DEVLIN, R. Diez años de crisis de la deuda latino-americana. **Revista de Comercio Exterior**. México, enero 1993. Disponível em: <<http://revistas.bancomext.gob.mx/rce/magazines/242/1/RCE1.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2016.

FONSECA, P. C. D. O processo de substituição de importações. In: REGO, José Márcio; MARQUES, Rosa Maria (Org.). **Formação econômica do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2003.

FREDDO, D. Fluxos de capitais na América do Sul e crescimento econômico: uma análise da relação entre poupança externa, investimento e consumo. In: DESIDERÁ NETO, Walter Antonio (Org.). **O Brasil e novas dimensões da integração regional**. Rio de Janeiro: IPEA, 2014.

GONÇALVES, R. Globalização financeira e economias nacionais: volatilidade e vulnerabilidade. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 25, n. 2, 1997.

GONZALEZ, A. G. Crisis y sistemas financieros en América Latina: Argentina, Brasil y México. In: **CRISIS FINANCIERA: nuevas manías, viejos pánicos**. Madrid: Catarata, 2010.

HAUSLER, G. The globalization of finance. **Finance & Development: a quarterly magazine of IMF**, v. 39, n. 1, Mar. 2002.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. Crisis and recovery. **World Economic Outlook**, [S.l.], Apr. 2009.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. Globalization and inflation. **World Economic Outlook**, [S.l.], Apr. 2006.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA - IPEA. **Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil.** Brasília, DF, 2011.

KINDLEBERGER, C.; ALIBER, R. Z. **Manias, pânico e crises: a história das catástrofes econômicas mundiais.** 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

KOSE, M. A. et al. **Financial globalization: a reappraisal.** Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2006. (Working Paper, 12484). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w12484>>. Acesso em: 22 maio 2016.

KRUGMANN, P. How did economists get it so wrong? **The New York Times Magazine**, New York, Sept. 2, 2009. Disponível em: <[http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?_r=0)>. Acesso em: 23 maio 2016.

MORENO-BRID, Juan Carlos. The Future of Economic Policy Making by Left-of-Center Governments in Latin America: Old Wine in New Bottles? Forthcoming, **Harvard Review of Latin America**, [S.l.], 2006.

REINHART, C.; ROGOFF, K. **This time is different: eight centuries of financial folly.** New Jersey: Princeton University Press, 2009.

RODRIK, D.; SUBRAMANIAN, A. Why did a financial globalization disappoint? **IMF Staff Papers**, [S.l.], v. 56, p. 112-138, 2009.

ROUBINI, N.; MIHM, S. **A economia das crises.** Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010.

SALAMA, P. Argentina, Brasil e México diante da crise internacional. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 65, 2009.

SARAIVA, M.G. Integração regional na América do Sul: processos em aberto. In: ENCONTRO NACIONAL DA ABRI: governança global e novos atores. 3., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: ABRI, 2011.

SCHMUCKLER, S. L. **Benefits and risks of financial globalization: challenges for developing countries.** Washington, DC, June 2004. (World Bank Paper).

SENHORAS, E. M.; VITTE, C. C. **Mercosul, comunidade andina e o regionalismo sob integração física: controvérsias da iniciativa de integração da infra-estrutura regional na América do Sul.** Boa Vista: Universidade Federal de Roraima, nov. 2006. Disponível em:



<<https://works.bepress.com/eloi/39/download/>>. Acesso em: 30 maio 2016.

TAVARES, M. C. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1972.

VERSIGNASSI, A. **Crash**: uma breve história da economia: da Grécia antiga ao século XXI. São Paulo: Leya, 2011.

VIZENTINI, P. G. F. O Brasil, o Mercosul e a integração da América do Sul. **Revista de Estudos e Pesquisas sobre as Américas**, Brasília, DF, v. 1, n. 1, p. 82-106, ago./dez. 2007.

WILLIAMSON, J. What Washington Means by Policy Reform. In: WILLIAMSON, J. **Latin American adjustment**: How much has happened? [S.l.], Apr. 1990. Chapter 2.