



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da
Informação e Documentação - FACE.

Departamento de Economia

América Latina vs. Zona do euro: diferenças e semelhanças entre a crise de 1982 e a crise do euro atual

Marcel Menezes de Andrade Prado

Brasília, Fevereiro, 2015.



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da
Informação e Documentação - FACE.

Departamento de Economia

América Latina vs. Zona do euro: diferenças e semelhanças entre a crise de 1982 e a crise do euro atual

Marcel Menezes de Andrade Prado

Professor-Orientador: Andrea Felipe Cabello

Monografia de conclusão de curso
de Bacharel em Ciências
Econômicas. Universidade de
Brasília – UnB

Brasília, Fevereiro, 2015

Prado, Marcel Menezes de Andrade

América Latina vs. Zona do euro: diferenças e semelhanças entre a crise de 1982 e a crise do euro atual / Marcel Menezes de Andrade Prado.

Brasília – Brasília, 2014, 46 pág. i1

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Economia, 2014

Orientador: Andrea Felipe Cabello, Departamento de Economia

1. *LDC debt crisis*
2. *Unit Labor Cost*
3. Crise na Zona do Euro
4. Dívida Externa
5. União Monetária

**América Latina vs. Zona do euro: diferenças e semelhanças
entre a crise de 1982 e a crise do euro atual**

Marcel Menezes de Andrade Prado

Banca Examinadora

.....

Professor-Orientador: Andrea Felipe Cabello

.....

Professor-Examinador: Adriana Moreira Amado

Brasília, Fevereiro de 2015

AGRADECIMENTOS

Agradeço acima de tudo e todos a Deus, ou à Vida em si, que para mim são dois eternos sinônimos para o infinito que envolve essa e todas as outras realidades.

Agradeço à toda a minha família pelo apoio durante todos os meus 23 anos de vida. Em especial à minha mãe Kátia e minha avó Ezeilde, que me ensinaram que o amor materno é o sentimento mais nobre e poderoso que o ser humano pode manifestar. Também agradeço ao meu avô Paulo, por toda sua atenção, carinho e por todas as centenas de vezes que ele me levou ao colégio, sem as quais esse trabalho não existiria. Agradeço aos meus amigos por sua paciência e respeito enquanto estive ocupado com esse trabalho e pela alegria que sempre me proporcionaram.

Agradeço também à minha equipe no CDT, Grace, Camila, Sandra, Oscar, Silmara, Júnior, Anderson e Joana, pelos inúmeros conselhos e incrível apoio que recebi desde que entrei naquela sala pela primeira vez até a finalização dessa obra.

Agradeço também aos professores que foram imprescindíveis para a minha trajetória acadêmica: Herbert Kimura, Alessandro Aveni e Adriana Moreira. Agradeço especialmente à minha orientadora Andrea Cabello por sua disposição e tempo durante a criação desse trabalho e pela contagiante curiosidade pela área do conhecimento que decidi estudar.

Sumário

Introdução	11
1. A Crise da América Latina dos anos 80	12
1.1. Os Choques do Petróleo e o Papel dos Bancos Comerciais	12
1.2. Macroeconomia Latino-americana: a Dívida e a Crise	15
1.3. Reformas, Rolagem da dívida e Pacotes de ajuda	22
2. A Crise da Zona do Euro	24
3. A experiência latino-americana na análise da a crise da zona do euro	35
3.1. Atuação da esfera pública e privada em direção ao endividamento excessivo	35
3.2. Taxa de câmbio	36
3.3. A questão da saída da zona do euro e as reformas.....	37
4. Conclusões finais.....	39
Referências Bibliográficas	40
Apêndice	44

Lista de Gráficos

Gráfico 1.1: Preço do Barril de Petróleo	13
Gráfico 1.2: Dívida Externa Total/PIB - América Latina	16
Gráfico 1.3: Índice de Commodities não-energéticas (2010=100).....	20
Gráfico 1.4: Fluxos líquidos(FL), Transferências Líquidas(TL) e Saldo em Transações Correntes (TC) na América Latina (% do PIB).....	21
Gráfico 1.5: PIB, Investimento e Consumo da América Latina e Caribe (1980 = 100)	22
Gráfico 2.1: Taxa de Juros de Títulos Públicos com Maturidade de 10 anos (%).....	26
Gráfico 2.2: Saldo Público Primário (% do PIB)	27
Gráfico 2.3: Poupança Líquida (% do PIB).....	27
Gráfico 2.4: Saldo em Transações Correntes (% do PIB)	28
Gráfico 2.5: Saldo em Transações Correntes (% do PIB).....	29
Gráfico 2.7: Custo por Unidade de Trabalho	33
Gráfico 2.8: Custo por Unidade de Trabalho	33
Gráfico 2.9: Taxa Real Efetiva de Câmbio.....	34

Lista de Tabelas

Tabela 1.1: Saldo em Transações Correntes (U\$ bilhões).....	13
Tabela 1.2: Exposição do setor bancário americano aos LDCs em março de 1986.....	14
Tabela 1.3: Fração pública e privada da dívida externa de longo prazo	17
Tabela 1.4: Taxa real de câmbio* (1980-82 = 100)	19
Tabela 1.5: Dívida Externa de Curto Prazo (A) e Reservas Internacionais (B) como proporção da Dívida Externa Total (C)	20
Tabela 1.6: Salário Mínimo Real Urbano (1980=100).....	23
Tabela 2.1: Saldo em Conta Capital (% do PIB).....	29
Tabela 2.2: Taxa de Crescimento Média do Crédito e Inflação Acumulada na Alemanha e Grécia (2001-2009).....	31
Tabela 2.3: Taxa de Crescimento Média do Crédito e Inflação Acumulada no Norte e no Sul (2001-2009).....	31
Tabela: 3.1: Dívida Pública (% do PIB)	36

Resumo

A Crise do México em 1982 iniciou o período da América Latina que seria conhecido como a “década perdida”. A América Latina se endividaria excessivamente e veria esses recursos serem implementados em investimentos pouco rentáveis. Com a elevação dos juros a partir de 1981, e a crise que a sucedeu, quase todas as economias latino-americanas viram seus níveis de investimento cair gravemente e de forma persistente, causando contração do PIB e da renda e gerando problemas no pagamento da dívida externa. Em 2008 a crise do *subprime* reduziu boa parte dos financiamentos que mantinham o investimento e o consumo de várias economias na zona do euro. Agora, várias economias se encontram com a dívida externa e pública em níveis preocupantes em relação ao PIB e a integridade da zona está em xeque. Esse trabalho tem como objetivos, analisar ambas as crises e ver em que medida as lições aprendidas na crise da América Latina podem ajudar situação atual das economias dentro da união monetária.

Palavras-Chave: *LDC debt crisis, Unit labor cost, Crise da Zona do Euro, Dívida Externa, União Monetária.*

Introdução

A crise da América Latina iniciada com o México em 1982 quando foi anunciado que o banco central mexicano não mais interferiria no câmbio, para que com isso o México conseguisse seguir com os pagamentos da dívida externa. Com esse anúncio vieram todos os problemas do Sistema Financeiro Internacional, o que iniciou a crise e o período de atraso econômico conhecido como a “década perdida”. Essa crise seria precedida por oferta de crédito bancário, políticas cambiais com viés para a valorização, e volumosos déficits em Transações Correntes para as economias latino-americanas. Contudo, com a redução abrupta dos fluxos internacionais quase todas as nações latino-americanas viriam a enfrentar problemas com o pagamento da dívida externa e contração econômica.

Várias dessas características foram apresentadas pela crise que vários países da zona do euro passam hoje. Iniciada depois da crise do *sub-prime* nos EUA, que pegou as economias periféricas da zona do euro em uma situação extremamente delicada. Com uma clara divisão entre exportadores líquidos (Alemanha, Áustria, Finlândia, Países Baixos) e importadores líquidos de capitais (Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha), os países que dependiam de recursos internacionais viram seu investimento despencar. Além disso, foram obrigadas a reduzir bruscamente seus déficits em Transações Correntes, acompanhada de queda da renda e uma explosão das taxas de juros de seus títulos públicos.

Esse trabalho busca analisar em que medida a crise da América Latina dos anos 80 pode explicar o que está havendo com a zona do euro, assim como possíveis sugestões de políticas econômicas e reformas. Para isso, será feita uma revisão da literatura focada no endividamento externo e nas políticas econômicas que precederam as crises, assim como as que as seguiram. Também serão explorados os efeitos disso nas contas nacionais e no investimento e renda agregada.

Este estudo está estruturado como se segue. O Capítulo 1 contém a análise da Crise da América Latina. O Capítulo 2 se dedica a revisão e análise da Crise da zona do euro. O terceiro capítulo contém a comparação entre as duas crises. Por fim, a última seção apresenta as conclusões do trabalho.

1. A Crise da América Latina dos anos 80

1.1 Os Choques do Petróleo e o Papel dos Bancos Comerciais

Após o término da Segunda Guerra Mundial em 1945, os fluxos de capitais de longo prazo estavam praticamente congelados e o Sistema Financeiro Internacional mal funcionava (KRUEGER, 1987a). Durante as duas décadas seguintes ao término da guerra houve elevado crescimento internacional e liberalização do comércio e os fluxos internacionais de capitais cresceram rapidamente (KRUEGER 1978b). Os países em desenvolvimento ou LDCs (*least developed countries*) podiam recorrer a entidades internacionais, como o FMI e o Banco Mundial, ou a outros países desenvolvidos para obter financiamento (DOOLEY, 1994; KRUEGER, 1987b).

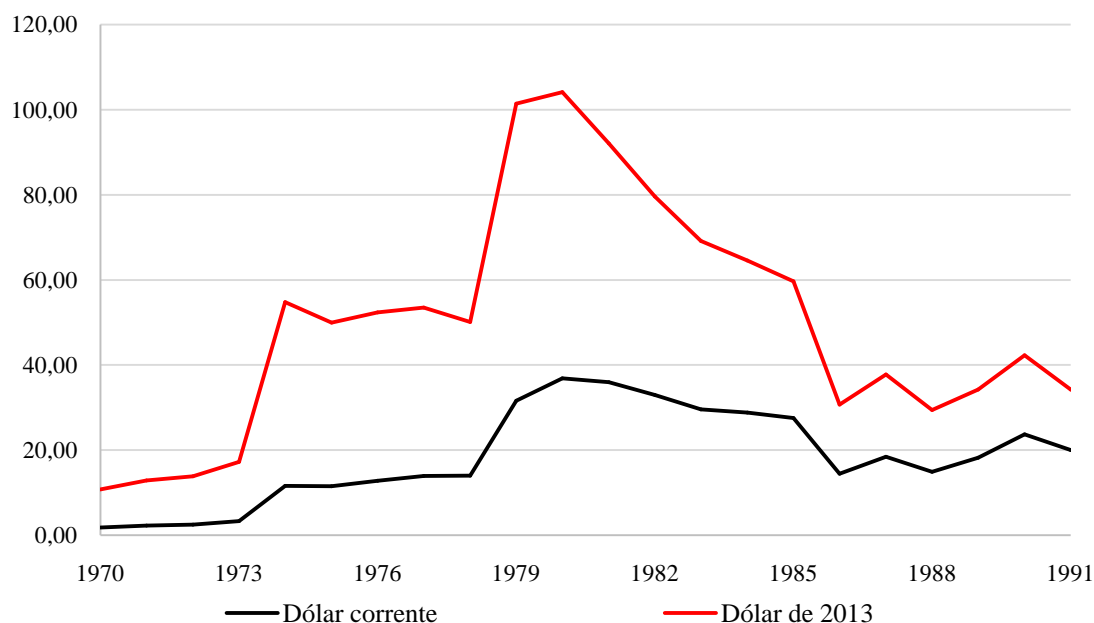
Porém, os primeiros anos da década de 70 mudariam esse cenário completamente, graças a um grande aumento da liquidez internacional e crédito para os países em desenvolvimento. O primeiro evento foi o término do acordo de Bretton Woods que marcou o fim da paridade entre o dólar e o ouro, como também do início de maior flutuação cambial (LAIDLER, 2006). O segundo e que mais afetaria a economia dos LDCs e dos países desenvolvidos, entretanto, seria o 1º Choque do Petróleo em 1973.

Esse choque daria início a um período na economia internacional com inédita fartura de crédito que duraria até a década de 80 com o segundo choque. Inicialmente, o aumento de preços realizado pelos países membros da OPEP em 1973 gerou grandes pressões inflacionárias e um aumento dos juros nas economias industrializadas, o que levou a uma contração da atividade econômica mundial no biênio 1974-75 (HERMANN, 2011, p. 77).

A alta do petróleo mostrada no Gráfico 1.1. abaixo geraria enormes superávits nos países membros da OPEP. Já os países em desenvolvimento, dependentes de petróleo importado, tiveram maciços déficits em transações correntes como mostra a Tabela 1.1. De repente os LDCs que importavam petróleo se viram em grande necessidade de financiamento. Contudo, após o 1º choque, Gut (1983, p. 9) afirma que o FMI reagiu apenas gradualmente a essa situação, e o Banco Mundial tinha um intervalo médio de 3 anos entre a requisição e a transferência de fato dos recursos. Esse autor ainda afirma que os países desenvolvidos não só não aumentaram, como reduziram seus pacotes de ajuda justamente no momento que eram mais necessários.

Os governos dos países produtores de petróleo tomaram uma postura semelhante. Nem mesmo os exportadores viriam a se tornar credores internacionais diretos dos países deficitários. Como foi exposto por Dooley (1994), a liquidez e a segurança desejadas na época não seriam obtidas com países em desenvolvimento devido aos riscos relacionados à instabilidade política.

Gráfico 1.1: Preço do Barril de Petróleo



Fonte: BP Statistical Review. * Média anual ponderada pelo volume

Tabela 1.1: Saldo em Transações Correntes (U\$ bilhões)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Produtores de Petróleo	1	2	6	65	33	31
Não-produtores de Petróleo	-11	-5	-4	-22	-31	-18
	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Produtores de Petróleo	20	-5	53	94	32	-20
Não-produtores de Petróleo	-13	-21	-32	-52	-68	-59

Fonte: Dooley (1994).

Foi nesse âmbito que os bancos comerciais internacionais tomaram posição de destaque. Depósitos bancários eram um destino muito menos arriscado para os *petrodólares*. Já os bancos foram atraídos a concederem créditos aos LDC's, pois que obteriam taxas de juros muito mais altas.

O papel dos bancos comerciais, sediados em países industrializados, seria de grande importância nesse período. Os bancos vinham sofrendo grandes mudanças estruturais iniciadas nos EUA nos anos 20, mas que atingiriam em instituições financeiras em países desenvolvidos de todo o globo, por volta dos anos 60 e 70 (DEVLIN; FRENCH-DAVIS, 1995). Dooley (1994) descreve como foi a intermediação dos fluxos feita pelos bancos comerciais depois do choque:

Bancos operavam em vários centros bancários *off-shore*, e depósitos eram tipicamente repassados para vários bancos em diferentes países até ser emprestado para um não-banco. Portanto, não havia nenhuma correspondência entre a local do depósito e o local do empréstimo final para um não-banco (DOOLEY, 1994, p.5, tradução nossa).

Dessa forma, os LDC's que antes dependiam de agências governamentais e bancos multilaterais de desenvolvimento agora podiam obter recursos no mercado de capitais internacional (KRUEGER, 1988). Isso fez com que as finanças públicas dos LDCs e bancos de países desenvolvidos ficassem interligados como nunca antes. De acordo com Gut (1983), surgiu um cenário onde os bancos eram os mais expostos ao risco, e não governos ou compradores estrangeiros de títulos.

Essa nova atitude dos bancos como responsáveis pela concessão de crédito internacional permitiria o endividamento dos países subdesenvolvidos por todo o globo sobretudo na América Latina. A Tabela 1.2 a seguir mostra a exposição ao risco dos bancos americanos em 1986. As maiores economias latino-americanas podem ser vistas como os maiores devedores da época entre os LDC. O porquê desse endividamento ter ocorrido e suas consequências serão exploradas na seção seguinte.

Tabela 1.2: Exposição do setor bancário americano aos LDCs em março de 1986

	Nove maiores bancos			Todos os outros bancos		
	Bilhões de dólares	Fração do Capital (%)	Fração dos empréstimos para os LDCs (%)	Bilhões de dólares	Fração do Capital (%)	Fração dos empréstimos para os LDCs (%)
Todos os LDCs	75,6	173,3	100	40,3	61	100
América Latina	52,2	119,6	69	28,4	43	70,5
África	3,6	8,1	4,8	1	1,7	2,5
Brasil	16,0	36,7	21,2	7,7	11,6	19,1
México	13,8	31,6	18,3	10,4	15,8	25,8
Venezuela	6,9	15,8	9,1	2,8	4,2	8,4
Argentina	6,0	13,9	7,9	2,5	3,7	6,2
Chile	4,0	9,1	5,3	2,3	3,5	5,7

Fonte: Sachs (1986)

1.2 Macroeconomia Latino-americana: a Dívida e a Crise

Após o início da década de 70, a América Latina seria marcada por um endividamento explosivo e um longo período de estagnação econômica na década de 80, conhecida como “década perdida”. Depois da crise de 1929, vários países menos desenvolvidos passaram por mudanças econômicas importantes que culminariam nesse endividamento excessivo. Talvez a mais notável seja a mudança de foco da agricultura para a indústria. O Brasil e a Argentina, por exemplo, já davam seus primeiros passos em direção a industrialização durante a década de 30 (MATTEI; SANTOS JÚNIOR, 2009).

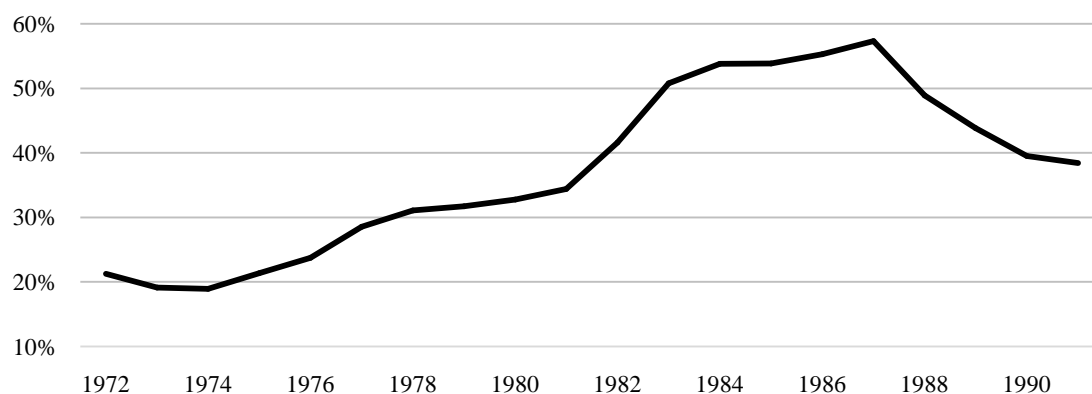
Muitas outras nações cujo poder era transferido para governantes de cunho nacionalista viriam a buscar sua industrialização durante as próximas décadas (MILLER, 2006). Como o modelo agroexportador possuía excessiva vulnerabilidade ao comércio exterior, surgiria o modelo de industrialização por substituição de importações (ISI). Esse modelo baseado no trabalho de economistas estruturalistas visava desenvolver a indústria via estrangulamento externo das importações (FONSECA, 2003; BRESSER-PEREIRA, 1977). Ele seria implementado em muitas nações pós-coloniais na África, Ásia e de forma mais contundente na América Latina sob influência Cepalina (FRIEDEN, 2008, p. 333 e 340; SACHS, 1989, p. 30).

O problema com essa estratégia estava em própria conjuntura. Com o desenvolvimento de setores mais intensivos em capital, a necessidade de progresso tecnológico e mão de obra qualificada aumentavam, e todos esses fatores eram escassos em um país subdesenvolvido. Como consequência, para suprir a necessidade de capital eram necessários financiamentos ou aumento de poupança ainda maiores (FONSECA, 2003). Assim, o modelo se esgotava quando era necessária uma tecnologia excessivamente complexa, e quando não era mais viável continuar a redução das importações (BRESSER-PEREIRA, 1977).

Surge, então, uma brecha nesse modelo de desenvolvimento que resultaria no endividamento visto durante a década de 70 e 80 na Gráfico 1.2. O grande aumento de liquidez internacional ocorrido durante os anos 70 era fundamental para se dar uma “sobrevida” ao ISI via endividamento (BRESSER-PEREIRA, 1993). O Apêndice contém esse índice para Argentina, Brasil, Chile e México onde é possível observar que nem mesmo o México, que produzia petróleo, escapou de recorrer à busca maciça de recursos no Sistema Financeiro Internacional.

Mattei e Santos Júnior (2009, p. 107) afirmam que a América Latina já começava sua trajetória de endividamento desde 1968, devido à necessidade de “financiar os déficits comerciais decorrentes do intenso volume das importações de matérias-primas e de máquinas necessárias à fabricação interna dos bens de consumo”. Porém, isso só viria a piorar com a chegada do primeiro choque do petróleo em 1973, como é possível ver no Gráfico 1.2.

Gráfico 1.2: Dívida Externa Total/PIB - América Latina*



Fonte: World Bank. * não contém o Chile

Aqui chama-se a atenção para a distribuição da dívida privada e pública e como ela aumentou durante o tempo. A Tabela 1.3 fornece a parcela pública e privada da dívida externa de 4 países latino-americanos que estavam entre as maiores e mais importantes economias do continente. Nessa tabela nota-se que a parcela pública da dívida praticamente só aumentou até a chegada da década de 90. O motivo para esse efeito é simples, os governos que tinham o poder nessa época (sendo o Chile uma das exceções) utilizaram uma maneira que se mostrou insustentável de financiar seus gastos. Já em 1982, a maior parte da dívida externa era pública no México e Argentina, como também no Brasil, onde o crédito contraído na década anterior foi utilizado para financiar pesados projetos de ISI como também para financiar o consumo (LACERDA et al., 2013; BRESSER-PEREIRA, 1993). Sobre isso, Bresser-Pereira (1993) afirma:

Nos anos 70, os empréstimos tomados pelo Estado respondiam por aproximadamente 50% da dívida. No início dos anos 80, contudo, à medida que as empresas privadas pagavam suas dívidas a seus respectivos bancos centrais em moeda local, financiando com isso o déficit público, a dívida externa rapidamente se tornava pública [...] Em meados dos anos 80, com o processo de nacionalização completa da dívida externa, aproximadamente 90% da dívida tornou-se obrigação do Estado. A “estatização” da dívida externa era uma forma perversa de financiamento do déficit público que se casava com a falta

de moeda estrangeira para pagá-la (BRESSER-PEREIRA, 1993, p. 41-42).

Tabela 1.3: Fração pública e privada da dívida externa de longo prazo*

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Argentina									
Dívida Pública (% da Dívida Externa de Longo Prazo)	46	59	71	72	89	90	96	96	97
Dívida Privada (% da Dívida Externa de Longo Prazo)	54	41	29	28	11	10	4	4	3
Brasil									
Dívida Pública (% da Dívida Externa de Longo Prazo)	69	69	74	79	81	85	86	89	93
Dívida Privada (% da Dívida Externa de Longo Prazo)	31	31	26	21	19	15	14	11	7
Chile									
Dívida Pública (% da Dívida Externa de Longo Prazo)	36	38	45	62	73	81	86	85	78
Dívida Privada (% da Dívida Externa de Longo Prazo)	64	62	55	38	27	19	14	15	22
México									
Dívida Pública (% da Dívida Externa de Longo Prazo)	81	86	82	81	82	83	86	93	95
Dívida Privada (% da Dívida Externa de Longo Prazo)	19	14	18	19	18	17	14	7	5

Fonte: Ramos-Francia et al. (2014). *Maturidade acima de um ano.

Outro fator que contribuiu para o endividamento foi fato de que os fluxos de capitais, além de serem extremamente abundantes, muitas vezes tinham taxas *ex-post* de juros negativas (KRUEGER, 1984a). A competição para oferecer crédito aos LDCs entre os bancos comerciais e a elevada oferta de recursos que chegaram a esses países, levaram a uma queda nos juros internacionais. Combinado com os crescentes níveis de inflação que o mundo experimentava, sobretudo os países latino-americanos, taxas reais negativas de juros foram alcançadas (FFRENCH-DAVIS, 1995). De acordo com Krueger (1984a), esse efeito foi tão presente na década de 70 que o valor real da dívida dos LDCs em 1977 estava abaixo de 1972. Isso tudo só estimulou ainda mais os

descontroles fiscais e o uso desses recursos em projetos de investimentos que não eram economicamente rentáveis (WIESNER, 1985).

Outro ponto que mostra como a atuação do estatal na América Latina foi um agravante extra da crise é o caso da também endividada Coreia do Sul. A Coreia possuía níveis mais altos de Dívida Externa/PIB que muitos países latino americanos, mas conseguiu evitar a longa estagnação que esses países enfrentaram. De acordo com Sachs (1989), esse país possuía uma política de desenvolvimento oposta ao ISI:

O regime orientado para fora na Coreia, ao contrário, evitou várias das ineficiências estáticas de uma orientação voltada para dentro, reduziu a vulnerabilidade da Coreia a choques externos, e também ofereceu vários benefícios dinâmicos, incluindo a oportunidade de exportar firmas para explorar economias de escala [...] A estratégia comercial voltada para fora, com o foco no aumento do crescimento das exportações parece oferecer o benefício adicional de forçar os governantes a prestarem cuidadosa atenção no gerenciamento da taxa de câmbio. (SACHS, 1989, p. 12, tradução nossa)

Sachs (1989) também explica que, de forma geral, economias latino-americanas preferiam outros instrumentos macroeconômicos aos ajustes nominais de câmbio. Enquanto houvessem reservas suficientes a taxa seria mantida fixa, o que dificultou ainda mais a formação de uma base exportadora não tradicional. A Tabela 1.4 abaixo fornece a taxa real de câmbio dos 5 países latino-americanos, onde é possível ver este efeito. Essa valorização pressionou ainda mais as exportações contribuindo para o aumento dos déficits em Transações correntes e perda de competitividade (DORNBUSCH 1988; SACHS, 1989). De acordo com Dornbusch (1988) essa estratégia foi tomada por ajudar no combate à inflação que, como foi visto, elevou-se bastante após o primeiro choque, além de se traduzir no curto prazo em aumentos reais de salário e apenas gradualmente em maior desemprego.

Porém essa fase caracterizada por abundância de crédito e salários reais elevados teve o seu fim iniciado pelo segundo choque do petróleo de 1979. A partir desse ano, os bancos centrais de países industrializados aumentaram gradualmente suas taxas básicas de juros, na busca por controle da inflação (HERMANN, 2011, p. 77). Como mostra a Figura (1.1) o preço do petróleo aumentou bem menos em termos proporcionais em comparação com 1973-74. Nesse momento o preço tinha triplicado, já em 79 havia aproximadamente duplicado. Contudo essa commodity representava uma parcela menor das importações dos LDCs em 1973 do que na virada da década e antes do primeiro

choque os LDCs tinham déficits em Transações Correntes mais sustentáveis (KRUEGER, 1987a, p. 160).

Tabela 1.4: Taxa real de câmbio* (1980-82 = 100)

	Argentina	Brasil	Chile	México	Venezuela
1976-78	73	116	75	98	95
1979	101	96	79	98	94
1980	116	85	95	104	93
1981	107	103	108	114	100
1982	76	112	97	82	110
1983-85	74	85	86	86	98

Fonte: Dornbusch (1988). *Taxa calculada como P/EP^* , onde P é a cesta de consumo no país, P^* é a cesta de consumo nos EUA e E é a taxa de câmbio de moeda local por dólar. Assim, um aumento no índice corresponde a uma valorização real do câmbio

A verdadeira mudança, entretanto, viria em 1981 quando os juros de curto prazo americanos e de outros países industrializados sofreram um aumento brusco (BOUGHTON, 2001a). Essa mudança, motivada por uma mistura de política monetária contracionista e uma política fiscal frouxa nos Estados Unidos, viraria os créditos concedidos a taxas flutuantes contra os LDCs (SIMONSEN, 1984). Nesse cenário, os primeiros países a enfrentar problemas para pagar a dívida seriam aqueles que tivessem se descuidado mais com seus níveis de reservas internacionais e que tivessem a maior proporção de dívida externa de curto prazo sobre a dívida externa total.

Segundo Boughton (2001a), o México não foi o primeiro a decretar que não conseguiria pagar a dívida, ou a maior economia a fazer isso, mas foi o que alertou o FMI e o mundo da possibilidade de um colapso sistemático (ver a exposição bancária na Tabela 1.2). A Tabela 1.5 mostra a proporção da dívida de curto prazo e a proporção de reservas sobre o total da dívida externa. É possível ver que o México tinha preocupantes 7,3% de reservas em relação a dívida em 1980 e que caiu para 6,3% em 81 e 2,1% em 82. Devido à grande falta de reservas, o México foi obrigado a fazer uma maxidesvalorização de sua moeda, o que atrairia as divisas tão necessárias, mas que também aumentou o valor da dívida em moeda nacional.

Apesar de o México ser exportador de petróleo, o preço dessa commodity já tinha parado de subir em 1980, justamente no período que o México mais precisava (veja a Figura 1). Além do petróleo e das *commodities* ligadas a produção de energia, é possível observar no Gráfico 1.4 que as outras commodities vinham se tornando mais

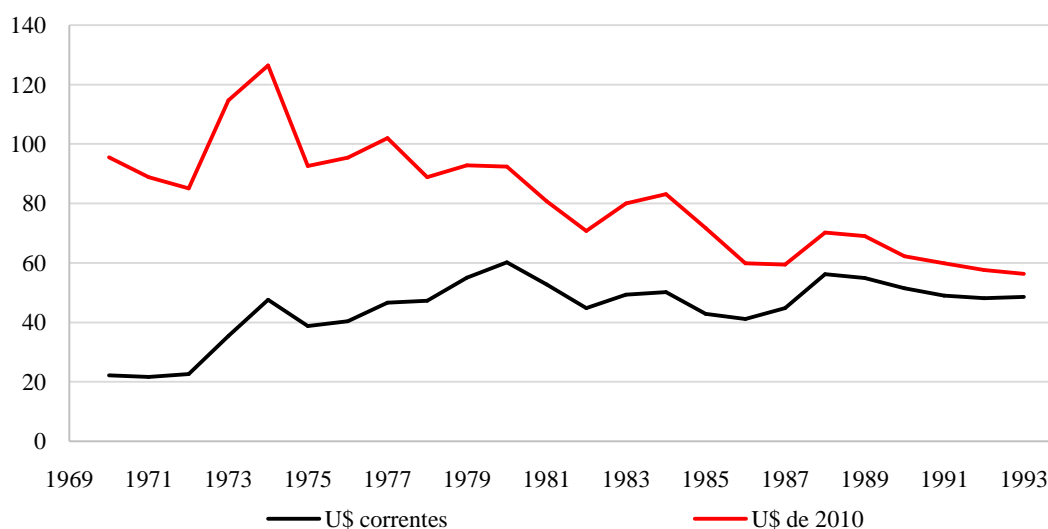
baratas em termos reais desde 1974, o que acabou prejudicando as exportações dos outros países.

Tabela 1.5: Dívida Externa de Curto Prazo (A) e Reservas Internacionais (B) como proporção da Dívida Externa Total (C)

		Argentina	Brasil	Chile	México	América Latina e Caribe*
1980	A/C	38,0%	18,8%	21,2%	28,1%	28,4%
	B/C	34,0%	9,6%	-	7,3%	20,7%
1981	A/C	36,1%	18,7%	19,1%	31,9%	28,9%
	B/C	14,0%	9,1%	-	6,3%	15,0%
1982	A/C	37,7%	18,5%	19,3%	30,4%	27,6%
	B/C	10,3%	4,2%	-	2,1%	10,6%

Fonte: World Bank e World Debt Table (1992). * Exclui o Chile.

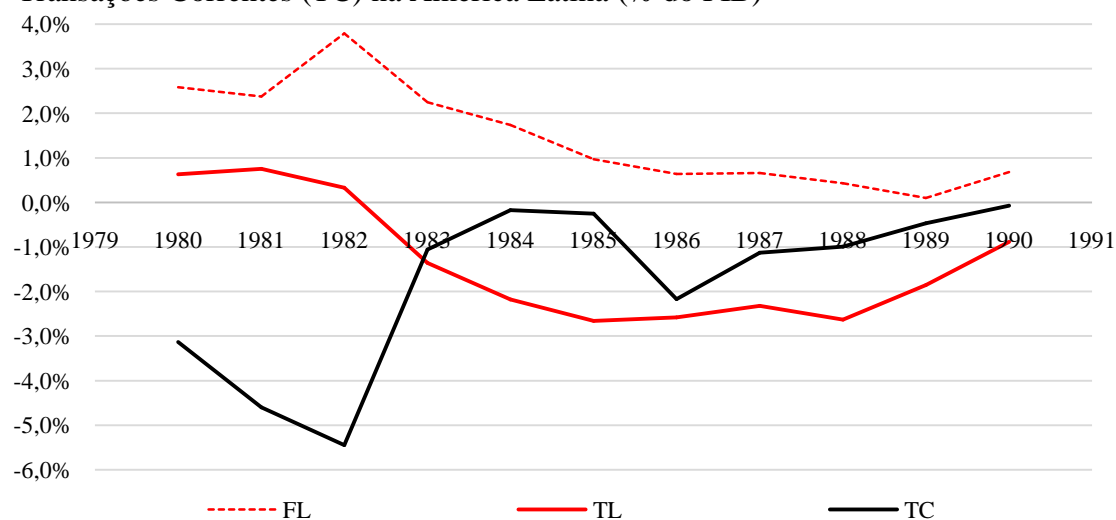
Gráfico 1.3: Índice de Commodities não-energéticas (2010=100)



Fonte: World Bank

Durante quase toda a década que se seguiria, a fonte de recursos do resto da América Latina seria drasticamente reduzida e os juros de sua dívida aumentados. É possível no Gráfico 1.5 que os novos empréstimos superaram o que foi gasto com amortização em quase todo o período. Porém, ao se incluir o que foi gasto com juros, nota-se que a América Latina já estava transferindo recursos para o exterior em vez de receber.

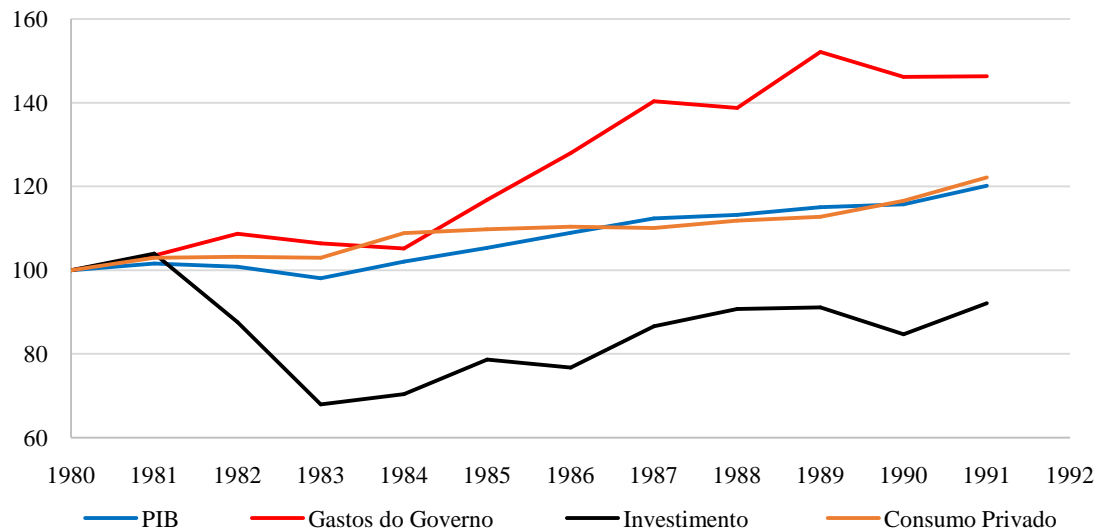
Gráfico 1.4: Fluxos líquidos*(FL), Transferências Líquidas**(TL) e Saldo em Transações Correntes (TC) na América Latina (% do PIB)



Fonte: IMF e World Debt Tables (várias edições). * *Net Flows* = Dívida desembolsada menos Amortizações de dívida. ** *Net Transfers* = *Net Flows* - Juros

A partir de 1982, então, surgiria uma crescente necessidade de se reduzir os déficits em Transações Correntes também em outros países latino-americanos. Esse desvio da demanda de produtos externos para produtos domésticos foi atingido com profundas desvalorizações nominais do câmbio (RAMOS-FRANCIA et al., 2014). O Gráfico 1.6 a seguir mostra os valores reais de contas do PIB de América Latina e Caribe em relação ao valor que tinham em 1980. O Apêndice contém a mesma análise para Chile, Brasil México e Argentina, nele é possível notar que apesar de o Chile não ter sido poupado da crise devido à dependência de seu setor privado ao crédito externo (RAMOS-FRANCIA et al., 2014) Porém, dez anos de reformas em direção ao livre mercado o fizeram se recuperar mais rapidamente (BOUGHTON, 2001b). O México também conseguiu recuperar o PIB em termos reais de forma mais sustentável o Brasil, que voltou a estagnar em 1987, e a Argentina que não se recuperou até o fim da série.

Gráfico 1.5: PIB, Investimento e Consumo da América Latina e Caribe (1980 = 100)



Fonte: World Bank

1.3 Reformas, Rolagem da dívida e Pacotes de ajuda

Logo após o início da crise, a escassez de moeda estrangeira para o pagamento das parcelas que venciam levou os credores à interpretação de que os países devedores enfrentavam um problema de liquidez (SIMONSEN, 1984; RAMOS-FRANCIA et al., 2014). Portanto, pensou-se que crédito adicional do FMI e do Banco Mundial, e a rolagem da amortização e dos juros seriam o suficiente.

Conforme explorado na seção anterior que taxas reais de juros negativas sobre a dívida externa contraída nos anos 70, política de crescimento baseadas em estrangulamento externo e valorização da taxa real de câmbio foram presentes na fase anterior à crise de 1982. Isso levou à formação de uma base industrial pouco competitiva e ineficiente em várias economias latino-americanas (RAMOS-FRANCIA et al., 2014). Foram necessárias, então, a realização de desvalorizações cambiais e a diminuição dos salários reais para trazer de volta o crescimento da indústria e um saldo em Transações Correntes equilibrado (RAMOS-FRANCIA et al., 2014). A Tabela 1.6 oferece o cálculo desses salários, onde é possível ver, novamente, que o país que se recuperou mais rápido foi o Chile. No aspecto estrutural houve um forte movimento em direção à redução das tarifas de importação e privatização de antigas estatais, ainda que o auge dessas reformas só tenha vindo no começo da década de 90 (LORA, 2001).

Tabela 1.6: Salário Mínimo Real Urbano (1980=100)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Argentina	100	98	98	137	168	113	110	121	94	42
Brasil	100	106	107	96	87	89	89	73	69	72
Chile	100	116	117	94	81	76	74	69	74	80
México	100	102	93	77	72	71	65	62	55	51

Fonte: Ramos-Francia et al. (2014)

Para a rolagem da dívida também seria necessário que os bancos comerciais atuassem em conjunto. Caso os credores tivessem aumentado os juros da forma como fizeram em crises anteriores (o que faz sentido do ponto de vista individual) só estariam estimulando os problemas das nações devedoras (DEVLIN; FFRENCH-DAVIS, 1995). Nesse caso, isso não era uma opção devido à excessiva exposição dos bancos às economias latino-americanas, em particular, as cinco maiores economias que juntas tinham cerca de 107% do capital dos maiores bancos americanos (ver Tabela 1.2).

Apesar de todas essas medidas pôde-se notar no Gráfico 1.2. que a Dívida externa/PIB ainda beirava os 40% na virada da década e não parou de aumentar até 1987. Isso ia de encontro à ideia de que a renegociação da dívida iria ser o suficiente para as nações resolverem seus problemas, apesar de que os bancos apresentaram certa melhora em sua condição (MILLER, 2001).

Após ficar claro que os LDCs não iriam conseguir adquirir as divisas necessárias para pagar a dívida, os países latino americanos foram caracterizados como insolventes de acordo com alguns critérios¹. Isso fez com que em 1989 o Secretário do Tesouro Americano Nicolas Brady criasse um esquema para encorajar os bancos a voluntariamente reduzir o fardo da dívida dos devedores. O conhecido Plano Brady faria com que os empréstimos adquiridos pelos governos endividados se tornassem títulos de dívida (chamados de Brady *bonds*) apoiados pelo Tesouro americano que seriam ofertados ao público (MILLER, 2001). O dinheiro obtido com a venda desses títulos seria usado para a redução da dívida.

Assim, pode-se observar que mudanças nas políticas econômicas e renegociação da dívida eram necessários no curto prazo para os países saírem da recessão e da

¹Como os utilizados por Simonsen (1984). O IMF (2001), ao contrário, define que se houver recursos reais (como por exemplo reservatórios de petróleo ou gás natural) com valor maior que o da dívida, o país não está lidando com insolvência. De acordo com o critério do IMF (2001) nenhum país latino-americano enfrentou insolvência nos anos 80.

insolvência, mas reformas estruturais para o médio e longo prazo também deveriam ser feitas.

2A Crise da Zona do Euro

Iniciada pelo Relatório Delors e criada pelo Tratado de Maastricht, a zona do euro possui 19 países membros² dentre os 28 membros da União Europeia têm o euro como sua moeda única. Inicialmente o euro iria ser aplicado à Áustria, França, Finlândia, Alemanha, Bélgica, Luxemburgo e Países Baixos. Mas países chamados de periféricos, como Itália, Irlanda, Portugal e Espanha demonstraram interesse e se tornaram membros iniciais em 1999 com a Grécia entrando na União Monetária em 2001 (EICHENGREEN, 2012; COMISSÃO EUROPEIA).

Para Herz and Kotios (2000, apud Eichengreen, 2012, p.125), há três principais razões para o interesse em aderir ao euro demonstrado por Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha. Primeiro, as restrições impostas por esse regime poderiam ajudar a evitar as políticas fiscais erráticas desses países (o que não aconteceu como será discutido mais adiante). Segundo, temia-se ser rebaixado para um *status* de país de segunda classe por estar fora da zona. Terceiro, a moeda única promoveria a convergência entre as economias, pois eliminaria a liberdade de realizar políticas monetárias desnorteadas, atrairia investimentos e aceleraria transferências de tecnologia.

Sobre a adesão de novos países a uma união monetária, McCallum (1999) expõe a existência de um *trade-off* que teria sido identificado por Mundell em relação ao tamanho da região a ser unificada. Segundo esse autor:

Quanto maior a área, maior os ganhos de eficiência por possuir um único meio de troca e unidade de conta, mas quanto menor a área, maiores as possibilidades de desviar a política monetária para necessidades locais (temporárias). Em algum lugar entre uma moeda única para todo o mundo e uma para cada país (ou para cada cidade, ou bairro...) está o ótimo. (McCALLUM, 1999, p. 3, tradução nossa).

²Alemanha, Áustria, Bélgica, Chipre, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Portugal. Disponível em: <http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/countries/index_pt.htm>

Por essa afirmativa entende-se que (de forma geral) quanto maior a união monetária, maiores serão os ganhos auferidos pelos membros em tempos de prosperidade devido a ganhos microeconômicos. Na presença de dificuldades, por outro lado, haveria menos liberdade na mudança da política monetária da união para ajudar um membro específico, o que a tornaria mais frágil.

Desde que Mundell (1961) escreveu seu artigo seminal sobre a *Optimum Currency Area* ou Área Monetária Ótima, a literatura explorou vários critérios para a inclusão de países. Entre eles estão, por exemplo, a existência de mecanismos de ajustes (como mobilidade de fatores de produção) e semelhanças estruturais entres os países, como taxa de inflação, nível de desenvolvimento, políticas laborais, entre outros (GIBSON; PALIVOS; TAVLAS, 2014). De acordo com o Banco Central Europeu, é necessário elevado grau de convergência no país que deseja utilizar o euro como moeda. Essa convergência se refere, principalmente, a um elevado grau de estabilidade de preços, finanças públicas sólidas, uma taxa de câmbio estável e taxas de juro de longo prazo baixas e estáveis (BANCO CENTRAL EUROPEU). Contudo, é evidente que vários países que recorreram ao uso do euro não preenchiam os quesitos necessários.

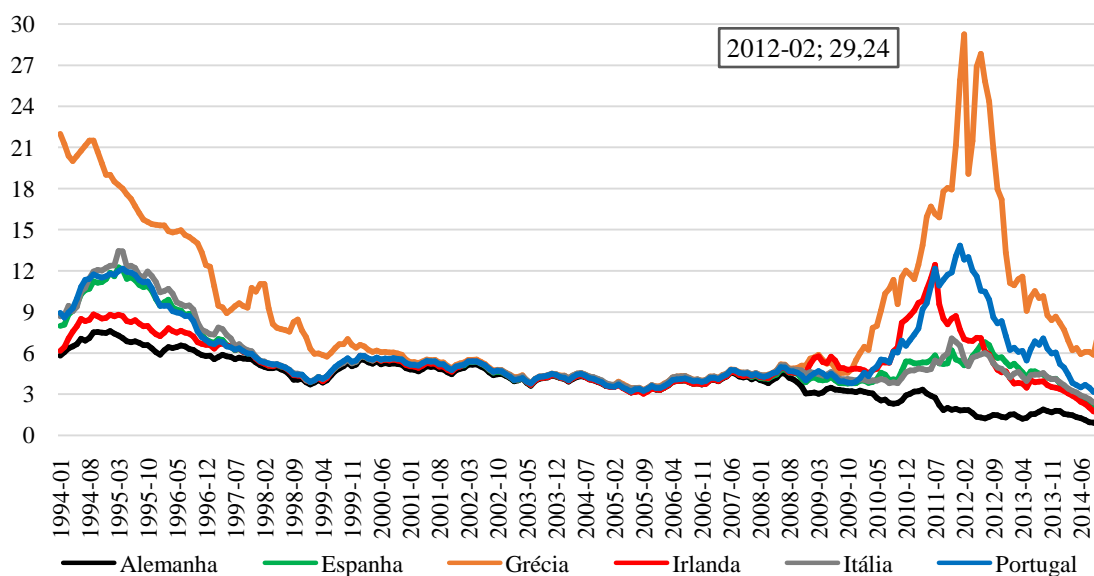
No Gráfico 2.1 é possível ver que desde o início da união monetária, Grécia, Irlanda Itália, Portugal e Espanha (GIIPS) demonstraram taxas de juros baixas, evidenciadas pelas taxas de juros dos títulos públicos com 10 anos de maturidade do gráfico. É possível observar nesse gráfico que o mercado julgou o risco de comprar um título do governo da Alemanha muito próximo do da Grécia até o final de 2009. A partir daí, houve grandes aumentos em suas taxas de juros para garantir que os investidores adquirissem seus títulos, principalmente a Grécia que passaria dos 29% a.a. em fevereiro de 2012.

Após o Tratado da União Europeia que seria assinado em Maastricht em 1992 e a conversão das moedas dos primeiros para o euro, os GIIPS reduziram sua poupança líquida³ privada. Holinski, Kool e Muysken (2012) estudaram o comportamento da poupança líquida privada e pública em dois grupos de países, o que eles chamaram de *Norte* (composto por Alemanha, Áustria, Finlândia e Países Baixos) e o *Sul* (Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha). Os autores dividiram o tempo de análise em dois períodos, de 1992 a 1998 e de 1999 a 2007. Eles, então, descobriram que o *grupo Sul* teve um aumento na sua poupança pública líquida média no segundo período em relação ao

³*Net Saving = Gross Saving – Investment* ou Poupança Líquida = Poupança – Investimento.

primeiro (de -5,7% para -2,6% do PIB), apesar de que continuava sendo negativa. Já a poupança privada teve uma forte queda de 5% para -4,7% do PIB.

Gráfico 2.1: Taxa de Juros de Títulos Públicos com Maturidade de 10 anos (%)

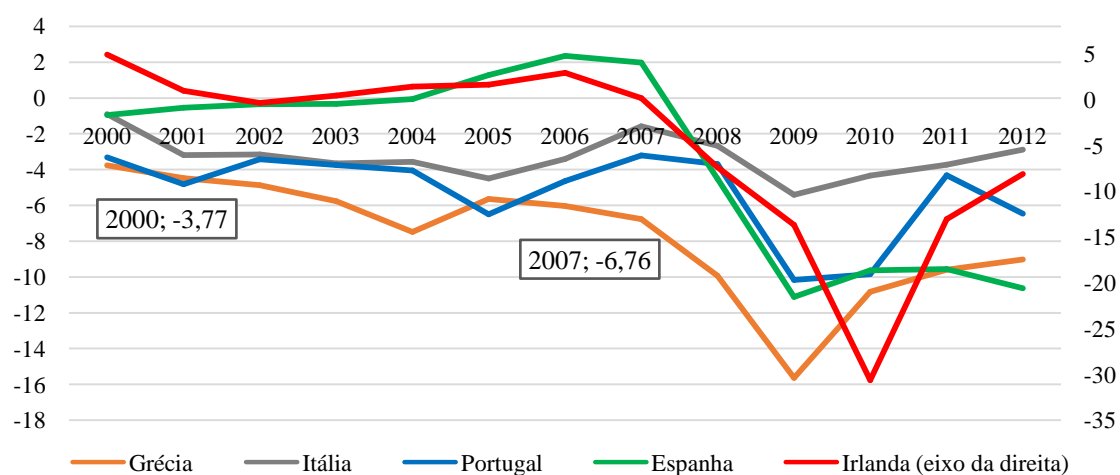


Fonte: ECB Statistical Data Warehouse

Porém, apesar disso ser verdade para o *Sul* como um grupo, os países exibiram comportamentos diferentes entre si. O caso que mais se destoa foi justamente o do país onde a crise começou, a Grécia. Essa economia viu seu setor público buscar gastos alimentados por endividamento em medida bem maior que o setor privado, o que gerou uma redução (não aumento) da poupança pública (PROVOPOULOS, 2013). O Gráfico 2.2 a seguir mostra os déficits/superávits primários dos GIIPS, onde é possível observar que a Grécia mostrou os menores e mais declinantes valores até 2007.

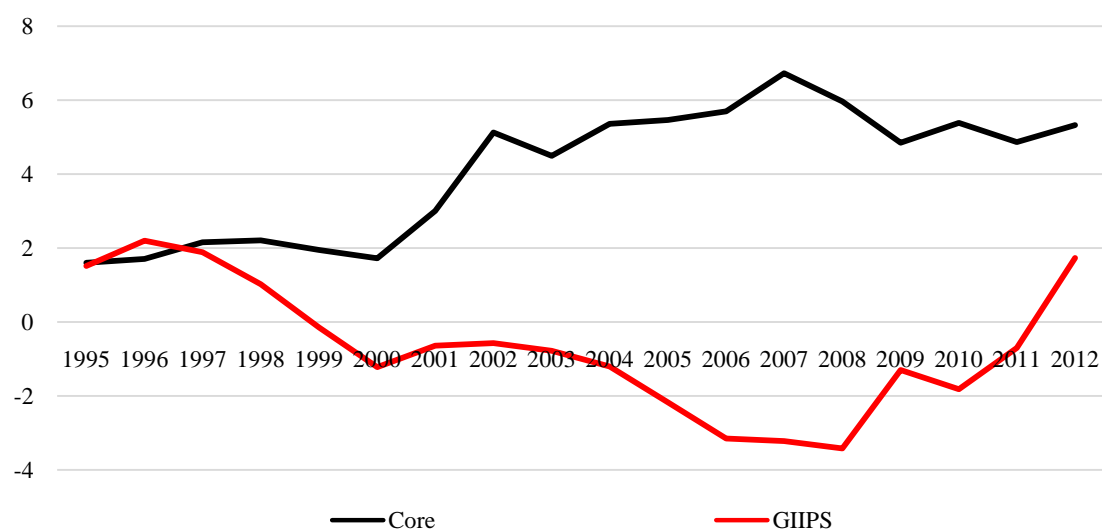
Ainda no que tange a poupança e o investimento, o Gráfico 2.3 mostra como variou a Poupança Líquida Nacional de 1992 a 2012 de dois grupos de países, os GIIPS e o *Core* da zona do euro, formado por Áustria, Bélgica, Finlândia, Alemanha e Países Baixos. É possível observar uma clara distinção que começa antes da adoção do euro, mas que só aumenta com a formação da união monetária. Nesse período o *Core* poupa mais do que é investido em território nacional e o contrário ocorre com os GIIPS.

Gráfico 2.2 Saldo Público Primário (% do PIB)



Fonte: OECD

Gráfico 2.3: Poupança Líquida (% do PIB)



Fonte: World Bank

O resultado desse excesso de investimento em relação à poupança doméstica, causou a poupança líquida negativa medida por Holinski, Kool e Muysken (2012) e gerou uma contrapartida nas contas nacionais. A fórmula a seguir pode ser obtida a partir da fórmula do PIB:

$$Y = C + I + G + X - M$$

$$I = Y - C - G + (M - X)$$

$$I = (Y - C - T) + (T - G) + (M - X)$$

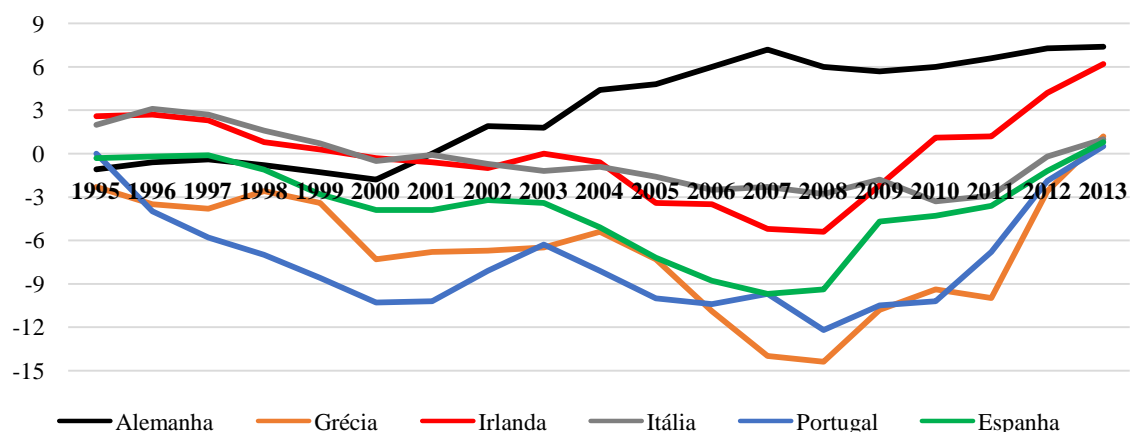
$$I = S_{pu} + S_{pr} + (M - X)$$

$$(M - X) = I - S_{pr} - S_{pu} = I - S$$

Onde Y , C , I , G , X , M , S , Spr e $Spusão$ PIB, Consumo privado, Investimento, Gastos do governo, Exportações, Importações, Poupança, Poupança privada e Poupança pública. Por ela é possível observar que quanto maior for o investimento em relação à poupança doméstica (poupança líquida negativa), maior serão os déficits na Balança Comercial e Transações Correntes.

O resultado foi que os países do *core*, principalmente a Alemanha, obtiveram recorrentes e crescente superávits em Transações Correntes e os GIIPS, recorrentes déficits. Essa relação encontra-se exposta nos Gráficos 2.4 e 2.5 a seguir. No primeiro gráfico, é clara a distinção entre a Alemanha e os GIIPS. Nota-se também que todos os GIIPS já conseguiram uma conta corrente positiva em 2013. Cabe destacar também que o Gráfico 2.5 se assemelha bastante a Gráfico 2.3. O problema desse quadro é que déficits tão elevados, como os da Grécia, dificilmente se manteriam por tanto tempo em um sistema de câmbio fixo⁴ enquanto houvesse países superavitários como a Alemanha (GIBSON, 2014).

Gráfico 2.4: Saldo em Transações Correntes (% do PIB)

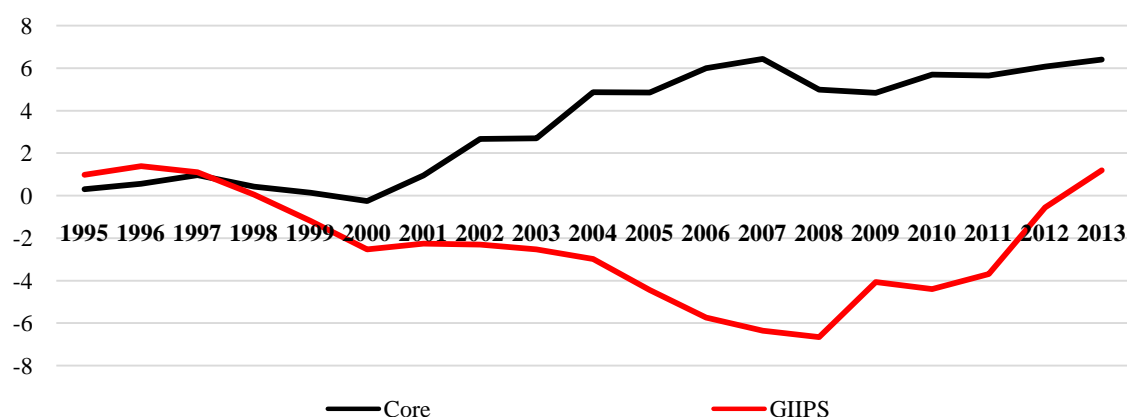


Fonte: OECD

É claro que para se manter o Balanço de Pagamentos minimamente equilibrado seria necessário que recursos chegassem pela Conta Capital Financeira. De fato, é possível ver na Tabela 2.1 que mesmo com a Alemanha mantendo sua Conta Capital negativa e voltando aos níveis normais depois de 2010, os GIIPS registraram uma conta negativa em 2013 devido às Transações Correntes superavitárias expostas no Gráfico 2.4.

⁴Essa comparação é útil. Quando dois países adotam uma mesma moeda, a adotam sob uma dada cotação de suas moedas anteriores na hora do acordo. A partir daí, é como se tivessem um sistema de câmbio fixo um em relação ao outro.

Gráfico 2.5 Saldo em Transações Correntes (% do PIB)



Fonte: OECD

Tabela 2.1: Saldo em Conta Capital (% do PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alemanha	-7,6%	-8,7%	-7,0%	-6,6%	-5,0%	-6,7%	-8,4%	-9,1%
Grécia	11,3%	14,3%	14,6%	11,4%	10,3%	9,8%	2,6%	-0,3%
Irlanda	2,8%	6,4%	9,0%	-1,4%	4,2%	6,0%	-0,7%	-6,1%
Itália	1,8%	1,8%	2,0%	2,5%	5,5%	4,3%	1,1%	-1,6%
Portugal	10,3%	9,8%	12,7%	11,2%	10,1%	6,9%	2,3%	-0,6%
Espanha	9,3%	10,0%	9,7%	5,4%	4,7%	3,4%	0,7%	-1,7%

Fonte: FED

De fato, desde a criação da teoria dos retornos marginais decrescentes, espera-se que o capital flua de onde é abundante para onde é escasso, devido a retornos esperados maiores. Por esse motivo que déficits em Transações Correntes costumam simbolizar “boas notícias” para países menos desenvolvidos devido à chegada de investimentos sem que se sacrifique o consumo presente com uma poupança maior. Blanchard e Giavazzi (2002), por exemplo, notaram que desde a adoção da moeda única, a poupança e o investimento se tornaram menos correlacionadas um com o outro nos países membros.

Eles explicam esse fenômeno com base em trabalhos feitos com modelos geracionais. Primeiramente, considerando uma economia fechada, se os consumidores de hoje pouparem menos, haverá uma quantidade futura menor de capital e a renda da geração futura será menor. Consequentemente, o governo terá que aumentar sua poupança líquida para aumentar a quantidade de capital. Contudo, em uma economia

aberta e com uma demanda por bens domésticos infinitamente elástica⁵, a decisão de poupar hoje não afeta em nada o investimento e a renda futura (BLANCHARD; GIAVAZZI, 2012). Com isso era de se esperar que a integração fosse reduzir a correlação entre poupança e investimento.

A economia aberta descrita acima é, todavia, um caso extremo e as curvas de demanda na zona do euro também são inclinadas. Assim, déficits em Transações Correntes maiores irão requerer superávits comerciais no futuro e, conseqüentemente, preços futuros mais baixos e menor consumo. Se isso ocorre, “o legado de grandes déficits em Transações Correntes não é pouco capital, mas seu efeito adverso nos futuros termos de troca” (BLANCHARD; GIAVAZZI, 2002, p. 185). Surgem, então, duas interpretações para esses déficits. A mais otimista, esperada pela literatura, diz que os fluxos são atraídos por maiores rentabilidades e os preços se ajustarão quando for a hora de pagar a dívida (contraída para equilibrar esses déficits). A interpretação pessimista, entretanto, considera as possíveis fontes nominais de rigidez e as dificuldades que ocorreriam na hora do ajuste.

Para gerar superávits comerciais, é necessário que os bens produzidos no país em questão sejam mais baratos que no exterior, ou seja, uma desvalorização real é necessária. Se houver algum mecanismo que impeça os preços de baixarem quando chegar a hora de pagar a dívida, será necessário uma contração das importações via queda da renda para que se pague a dívida como explicado por Blanchard e Giavazzi (2012, p. 185). Isso porque uma desvalorização nominal é impossível de ocorrer numa união monetária para um país e não para outro, pois os dois utilizam a mesma moeda. Os próprios autores também defendiam que mesmo se tais fontes de rigidez existissem, o ajuste dificilmente se daria de forma abrupta, já que a dívida é paga aos poucos, de ano em ano. Foi aí que a crise pegou os países em uma situação delicada, pois os empréstimos a baixas taxas de juros que chegavam aos GIIPS foram rapidamente reduzidos (Gráfico 2.1).

Em relação ao ajuste de fluxos em um sistema de câmbio fixo, Dellas e Tavlas (2013, p. 504-5) exemplificam como ele ocorreria com a Alemanha e Grécia durante o antigo padrão ouro. A saída de ouro causada pelos déficits em transações correntes diminuiria a oferta de moeda e crédito na Grécia, o que reduziriam os preços e salários, contribuindo para uma desvalorização em termos reais. O resultado seria um aumento

⁵Um mundo é há a produção de apenas um bem.

no saldo da Balança Comercial grega. Já na Alemanha, o exato oposto ocorreria, o que aceleraria o crescimento do crédito devido à chegada de divisas (ou ouro) aumentando os preços, diminuindo suas exportações líquidas.

O que se viu na zona do euro parece ter sido o que acontece quando esse mecanismo de ajuste não ocorre da forma esperada. Com a chegada de recursos vindos de investidores que consideravam os GIIPS quase tão seguros quanto o *Core*, o crédito continuou crescendo. Para ver esse efeito, a Tabela 2.2 abaixo mostra que o crédito total, principalmente o crédito privado, aumentou muito mais na Grécia que na Alemanha. A Tabela 2.3 mostra o mesmo cenário os países centrais e periféricos da zona. Como consequência, desde a junção da Grécia à União Monetária, houve uma apreciação real do câmbio devido a inflação mais alta na Grécia (e nos outros GIIPS) exatamente o contrário do que seria necessário para gerar os superávits em conta corrente e pagar a dívida.

Tabela 2.2: Taxa de Crescimento Média do Crédito e Inflação Acumulada na Alemanha e Grécia(2001-2009)

	Alemanha	Grécia	Zona do euro
Crédito total	1,9	10,0	6,6
Crédito para o setor público	-1,8	0,3	1,9
Crédito para o setor privado	2,7	16,7	7,9
<u>Inflação acumulada</u>	<u>15,0</u>	<u>29,4</u>	<u>18,9</u>

Fonte: Gibson, Palivos e Tavlas (2014)

Tabela 2.3: Taxa de Crescimento Média do Crédito e Inflação Acumulada no Norte e no Sul (2001-2009)

	Norte*	Sul**	Zona do euro
Crédito total	6,2	12,6	6,6
Crédito para o setor público	1,7	7,8	1,9
Crédito para o setor privado	7,1	14,9	7,9
<u>Inflação acumulada</u>	<u>16,9</u>	<u>25,8</u>	<u>18,9</u>

Fonte: Gibson, Palivos e Tavlas (2014). * Áustria, Finlândia, Alemanha e Países Baixos. **Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha.

Infelizmente para os GIIPS, a produtividade não conseguiu sozinha gerar as exportações competitivas tão necessárias. De acordo com Felipe (2007), mesmo que um país tenha uma produtividade do trabalho maior, toda sua vantagem competitiva seria perdida se a remuneração por hora de trabalho sofresse um aumento de maior proporção. De acordo com o autor, “se o baixo custo de um bem produzido por um país estrangeiro se deve a uma alta produtividade ou a uma baixa taxa de salário, isso não importa. Países com altos salários podem competir com países de baixos salários devido a sua alta produtividade” (FELIPE, 2007, p. 4). Nesse quesito, uma das variáveis mais usadas para medir competitividade internacional é o Custo de mão de obra por Unidade de Produção (LAPAVITSAS, 2014; KASI, 2006; FELIPE, 2007). De acordo com Lapavitsas (2014), o Custo de mão de obra por Unidade de Produção ou *Unit Labor Cost* (ULC) é obtido da seguinte forma:

$$ULC = \frac{W/L}{Y/PL} = \frac{W}{Y/P}$$

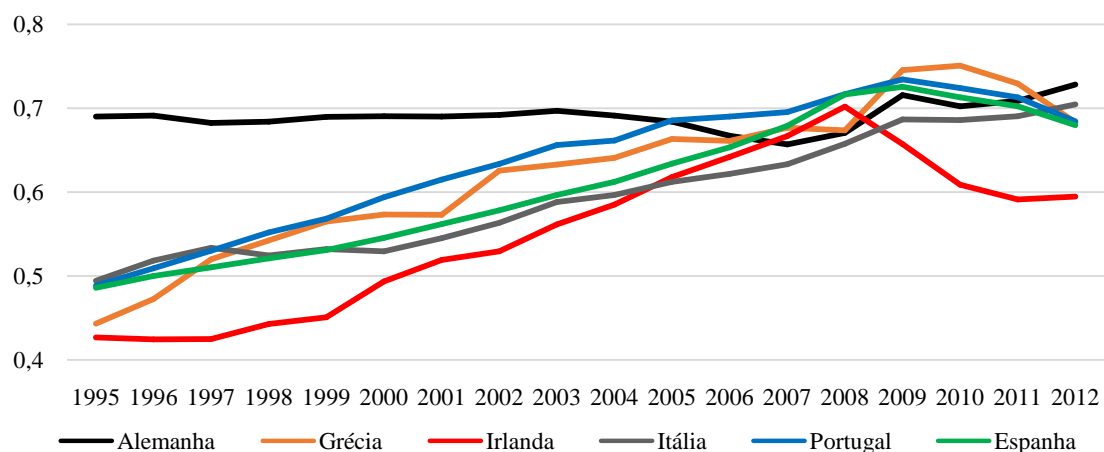
Onde ULC é o Custo unitário de mão de obra, W é a remuneração nominal do trabalho, Y é o produto nominal, P representa o nível de preços e L são o número de horas trabalhadas. Dessa forma, pode-se calcular usando a Remuneração por hora de trabalho (W/L) dividida pela Produtividade do trabalho (Y/PL), ou simplesmente dividindo o Custo nominal de mão de obra (W) pelo Produto real (Y/P).

O Gráfico 2.7 mostra como o ULC variou desde 1995 para os GIIPS e a Alemanha. É possível observar que o país que mais perdeu competitividade no período foi a Grécia, logo seguida pela Irlanda. Contudo, a Irlanda conseguiu reduzir seus custos desde 2009, sendo o país entre os GIIPS que mais diminuiu o ULC desde a crise. O dado que mais chama atenção, entretanto, é a linha quase horizontal dos custos na Alemanha. Esse país conseguiu manter os ajustes na remuneração do trabalho em níveis quase idênticos à variação da produtividade do trabalho. Inicialmente pode-se pensar que a Alemanha se tornou muito mais competitiva. Mas na verdade a Alemanha era uma economia muito menos competitiva e, com o passar do tempo, simplesmente manteve o Custo por unidade de trabalho no mesmo nível. Já os GIIPS optaram por conceder aumentos⁶ acima da produtividade. Dessa forma, a produção dos GIIPS se tornou cada vez mais cara frente aos seus parceiros e a da Alemanha continuou “no

⁶ Não necessariamente aumentos salariais, pois os custos de mão de obra no cálculo do ULC envolvem outros custos de mão de obra além dos salários.

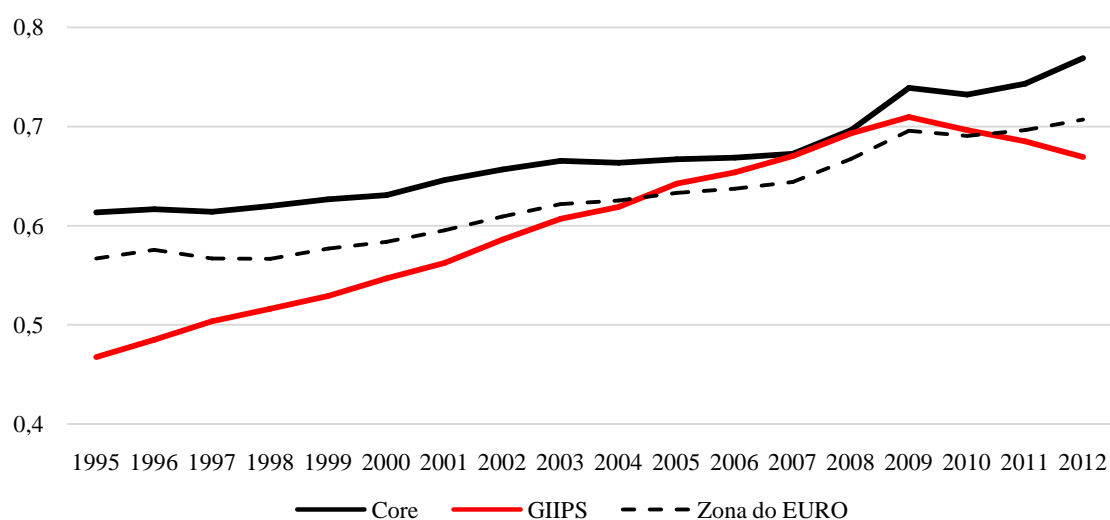
mesmo preço”. O Gráfico 2.8 conta exatamente a mesma história, dessa vez para uma comparação entre os GIIPS e o *Core* mostrando que os GIIPS perderam a vantagem competitiva em relação ao *Core* até 2007.

Gráfico 2.7: Unit Labor Cost



Fonte: OECD

Gráfico 2.8: Unit Labor Cost

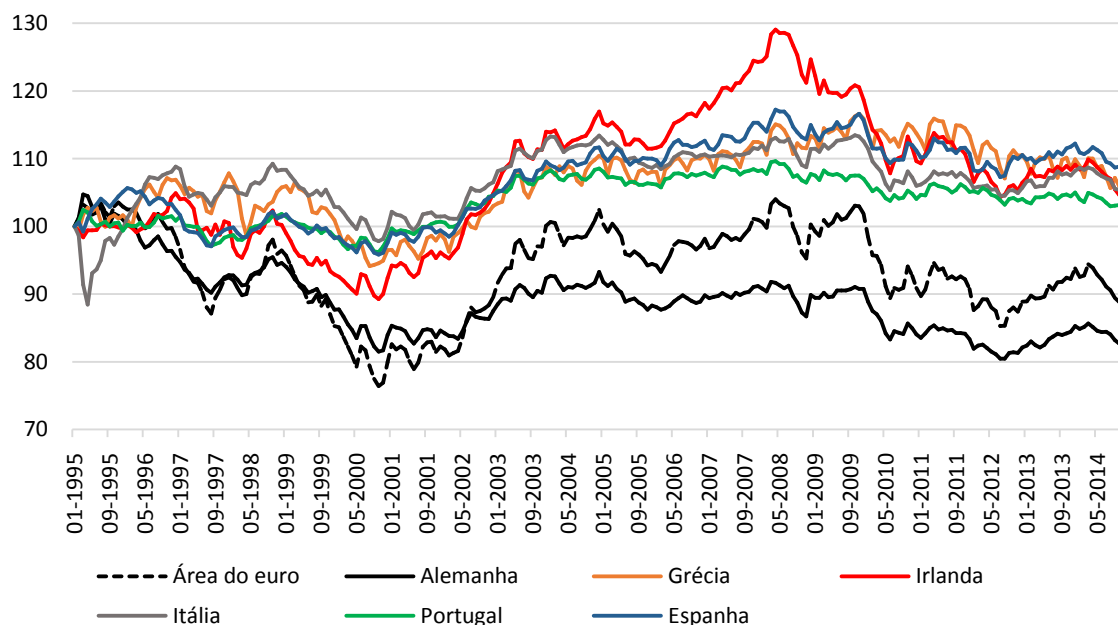


Fonte: OECD

Geralmente aumentos maiores de salário também significam maior inflação. Em uma união monetária, a diferença no ritmo de aumento de preços é a única forma de se obter mudanças nas taxas reais de câmbio. Se um país é menos produtivo em relação a seus parceiros de comércio seria necessário que ele obtivesse vantagem pelo câmbio. Infelizmente como mostra a Gráfico 2.9 abaixo, foi o contrário do que aconteceu. O

Gráfico 2.9 mostra a Taxa de Câmbio Efetiva Real⁷ e é calculada de forma que um aumento signifique valorização do câmbio. Nela é possível ver que a taxa real efetiva dos GIIPS está acima da média da zona do euro e que a maior economia que utiliza o euro possui uma taxa abaixo da média da zona desde 2003.

Gráfico 2.9: Taxa Real Efetiva de Câmbio



Fonte: Bank of International Settlements.

Porém se isso tudo mostrava problemas de competitividades dos GIIPS, sobretudo na Grécia, frente ao *core* da zona do euro porque o crédito e a moeda aumentaram tanto nesses países? Especificamente para o caso grego, Dellas e Tavlas (2013) explicam que:

Primeiro, enquanto a dívida do governo aumentou em €147,8 bilhões de 2001 a 2009, [...] a parcela de dívida grega possuída por residentes caiu de 56,6% para 21,3% [...] Na entrada da Grécia na zona do euro em 2001, bancos gregos possuíam grandes carteiras de títulos do governo, uma consequência dos requisitos do sistema financeiro altamente regulado do país dos anos 80 e 90, em vez de uma escolha livre da composição das carteiras. Esse fato foi demonstrado pela liquidação das posições dos bancos de papéis do governo grego que seguiu a liberalização do setor financeiro, completada no meio dos anos 90. Eles usaram esses recursos recebidos da venda de títulos soberanos da Grécia, em parte, para emprestar para o setor privado. Consequentemente o crédito do setor privado disparou, especialmente de 2001 a 2008 (DELLAS; TEVLAS, 2013, p. 515, tradução nossa).

⁷ É uma espécie de média das taxas reais de câmbio de um país com seus principais parceiros de comércio, ponderada pela divisão entre o volume transacionado com o parceiro em questão com tudo que é comercializado.

Entretanto, o Setor Público teria um papel fundamental não só no aumento da dívida como também na falta de competitividade de salários e preços dos *tradables* produzidos nesses países. A forma como isso ocorreu na Grécia foi descrita por Gibson, Palivos e Tavlas (2014). De acordo com esses autores, os gastos governamentais alimentados pelo grande endividamento público pressionou o preço dos *non-tradables* e os salários desse setor (como no setor imobiliário). Então, ajustes que foram ocorrendo em seguida geraram um spillover para o setor de *tradables*.

O mais surpreendente desse quadro foi a forma como investidores estrangeiros concordaram em adquirir tanta dívida a juros tão próximos dos países de economia mais sólida e governos menos endividados como a Alemanha (ver gráfico 2.1). Eichengreen (2012), por exemplo, defende que uma série de anomalias presentes nos países periféricos deveriam ter sido melhor estudadas. Entre elas estão: o fato de a maior parte do aumento do investimento ter se dirigido ao setor imobiliário (principalmente na Irlanda e Espanha) e a diferença entre os países nos níveis de inflação excederem o que seria explicado pelo efeito Balassa-Samuelson⁸.

3.A experiência latino-americana na análise da a crise da zona do euro.

Nos capítulos anteriores foi feito um levantamento da literatura acerca das duas crises, além de uma análise de vários dados macroeconômicos. Com base no que foi feito, este capítulo pretende comparar as duas crises, destacando suas semelhanças e diferenças.

3.1 Atuação da esfera pública e privada em direção ao endividamento excessivo

Na América Latina, alguns países como o Chile tiveram o setor privado como o maior responsável pela dívida que chegava ao país (ver Tabela 1.3). Mas na maioria dos outros países, principalmente nas maiores economias como Brasil, Argentina e México, o setor público teve um papel mais importante.

No caso da zona, o estudo de Holinski, Kool e Muysken (2012) mostrou que de forma geral a poupança pública líquida continuou negativa, mas que houve um aumento

⁸ O efeito descreve que países em grande crescimento sob o efeito alcance apresentem aumentos maiores de preços dos *non-tradables* e, com isso, inflação maior (EICHENGREEN, 2012, p. 127).

para o grupo formado por Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha. Mostraram também que foi a queda da poupança líquida privada, que saiu de 5,0% para -4,6% do PIB entre os dois períodos estudados, a responsável pelo endividamento do grupo. Entretanto, também foi exposto no capítulo 2 que a Grécia mostrou comportamento contrário desse grupo e aumentou quase que continuamente seu déficit nominal desde 2000 (ver Gráfico 2.2), o que reduziu sua poupança líquida pública, como apontado por Provopoulos (2013).

Na Tabela 3.1 é possível ver que os países latino-americanos sofreram com problemas de pagamento da dívida com valores de Dívida Pública/PIB muito menores que os da Grécia, Itália e Portugal. Mas apesar disso as taxas de juros se mantiveram coladas nas da Alemanha, até que explodiram em 2010. Essa demora na percepção do risco envolvido parece sugerir que os investidores acreditavam que não haveria escolha para o BCE a não ser um *bailout* da dívida da desses países.

Tabela: 3.1: Dívida Pública (% do PIB)

	2001	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Grécia	103,7	107,2	112,9	129,7	148,3	170,3	156,9
Irlanda	35,5	25,0	44,3	64,4	91,2	104,1	117,4
Itália	108,3	103,3	106,1	116,4	119,3	120,8	127,0
Portugal	51,1	68,4	71,7	83,7	94,0	108,4	123,8
Espanha	55,6	36,3	40,2	54,0	61,7	70,4	85,9
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Argentina	12,6	21,3	36,0	46,7	40,5	60,5	55,8
Brasil	33,1	34,8	36,6	48,2	53,6	37,9	43,8
México	31,4	-	47,6	57,4	54,0	51,9	78,1

Fonte: IMF Fiscal Affairs

Uma diferença que envolverá quase todos os itens analisados neste capítulo é a divisão entre os GIIPS e os países do *Core*. Enquanto na zona do euro havia a divisão entre países que aumentavam e que diminuam sua poupança líquida nacional, na América Latina não havia uma divisão distinta entre dois grupos de países. Isso se deve a própria união monetária e a questão da convergência (ou da falta dela). Como boa parte dos desequilíbrios que os GIIPS experimentaram vieram de dentro de países que utilizam a mesma moeda, a análise feita no segundo capítulo teve aspectos comuns do estudo da economia regional. Isso porque, de certa forma, o *Core* e os GIIPS podem ser

aproximados como duas regiões (uma mais e a outra menos desenvolvida) de um mesmo “país”. Os desequilíbrios sofridos pelos LDCs latino-americanos vinham de sua relação com o crédito de bancos comerciais sediados em países industrializados.

3.2 Taxa de câmbio

Outra semelhança foi a política da taxa de câmbio. A Tabela 1.4 e o Gráfico 2.9 sugerem que os países que mantiveram a taxa real de câmbio valorizada no período anterior à crise (de fatura de crédito e crescimento) conseguiram “inflar” ainda mais os ganhos nesse período. Isso graças ao aumento investimento gerado pelos grandes déficits em Transações Correntes e aumento do poder de compra. Em compensação, esses também foram os países que mais teriam que contrair o consumo, o investimento e, conseqüentemente, o PIB para equilibrar as contas externas e pagar a dívida depois de a crise ter sido deflagrada.

Esse é um tópico muito importante nesse trabalho graças à relação entre a taxa de câmbio e a inflação. Os países que possuem produtividade baixa, ou uma produtividade que não cresce na mesma velocidade dos seus principais parceiros de comércio, necessitam do instrumento cambial para obter exportações competitivas. Daí surge uma crítica sobre o modo como o câmbio foi fixado na formação da zona. No Gráfico 2.9 é possível observar que a valorização real efetiva da taxa de câmbio já estava acontecendo antes de 1999, mas não houve nenhuma mudança na tendência da taxa de câmbio para favorecer os GIIPS em relação a Alemanha e a média da zona em 1999. Se um dos objetivos era um *catching-up* das economias periféricas, porque um câmbio mais desvalorizado não foi fixado para esses países? Provavelmente, porque com um câmbio valorizado diminuiria a inflação nos GIIPS e se manteria a competitividade, não dos GIIPS, mas da Alemanha e do resto do *Core*.

É claro que a aceleração da inflação que geralmente segue desvalorizações cambiais podem corroer os benefícios desse instrumento. Além disso, a inflação pode ela mesma se tornar um problema grave para uma economia como aconteceu com vários países na América Latina nos anos 80 (hiperinflação e estagflação). No caso da zona do euro os GIIPS contam com as diretrizes do Banco Central Europeu para uma política monetária disciplinada. Porém ela não foi capaz de fazer com que a inflação nesses países fosse menor que a dos países mais desenvolvidos. Aqui se expõe outra crítica à Alemanha e outros países do *Core*, segundo Gibson (2014, p. 238, tradução nossa), se “todo o resto for mantido constante, quanto menor a taxa média de inflação em

parceiros de comércio de um país, mais devagar e custoso vai ser uma desvalorização interna”. Portanto, se a inflação média do *Core* fosse maior seria necessária uma desinflação menor nos GIIPS para que seus produtos se tornassem mais baratos.

3.3 A questão da saída da zona do euro e as reformas

Uma pergunta difícil de responder, pois apesar de a grande desvalorização do câmbio (que quase com certeza ocorreria) ajudar a obter os superávits, a desvalorização cambial também aumenta o peso da dívida em moeda nacional. A Grécia possui um dos menores setores de *tradables* como fração do PIB entre os participantes da zona. O Banco Mundial chama de *Trade* a soma das exportações e importações de um país. Com isso, é possível ver o impacto do comércio internacional no PIB de um país. De acordo com o banco, o valor do *Trade/PIB* da Grécia foi de 59,36% em 2012 na Grécia sendo o menor valor entre os GIIPS, enquanto a média da zona para o mesmo ano foi de 87,02% (WORLD BANK). Como o comércio exterior compõe uma menor fração do PIB, a Grécia provavelmente sofreria aumentos menores e mais lentos de inflação no caso de uma desvalorização nominal do câmbio⁹.

O problema é que devido ao pequeno peso do comércio exterior no produto do país, o valor da dívida em moeda nacional aumentaria mais rápido que o PIB na presença de uma desvalorização, o que faria o índice Dívida/PIB aumentar. Para ver esse efeito Cavallo, Fernández-Arias e Powell (2014) simulam qual seria a depreciação real necessária para obter um saldo nulo em conta corrente na presença de uma *sudden-stop* nos fluxos de capitais. Esses autores calcularam que seria necessária *ceteris paribus* uma depreciação de 25,5% para a Grécia de 2012 na ausência de fluxos de capitais. Porém, caso essa desvalorização real fosse realizada, a Grécia teria que gerar um Superávit Primário de 15,5% para manter o índice Dívida/PIB no mesmo valor em moeda nacional (CAVALLO; FERNÁNDEZ-ARIAS; POWELL, 2014, p. 248).

É evidente que não houve um completo congelamento do financiamento para a Grécia. Considerando os GIIPS como um grupo, os autores mostram que os fluxos sofreram uma queda bem mais gradual que a enfrentada pela América Latina em 82. Entretanto, o exercício anterior serve para mostrar como o peso da dívida pioraria em relação ao PIB no caso de uma desvalorização.

⁹McKinon (1963), por exemplo, recomendava a união monetária para economias voltadas para a esfera de *tradables*, pois estão entre as que mais sofrem impactos inflacionários com instrumentos cambiais.

É por isso que cortes de gastos públicos e mudanças nas políticas laborais (como os relacionados à aposentadoria e benefícios para desempregados) são tão importantes. Cabe lembrar que os níveis de dívida/PIB são muito maiores que os demonstrados na década de 80, o que tornou o crescimento das exportações via câmbio menos custoso para a América Latina, e teria sido ainda menos caso não fosse a inflação de 2 e 3 dígitos em alguns países. Porém, devido às manifestações anti-austeridade que ocorrem na Europa desde 2011, dificilmente os governantes estarão dispostos a tais medidas.

Mas se a Crise de 1982 ensinou que além das renegociações da dívida, também são necessárias reformas estruturais que estimulem o crescimento no longo prazo. A questão é que as diferenças entre os GIIPS e os LDCs latino-americanos são numerosas e bem profundas. Enquanto a América Latina sofria com descontroles inflacionários, os GIIPS têm uma inflação monitorada pelo Banco Central Europeu e não possuem política monetária independente.

Boa parte dos países latino-americanos tinham serviços fundamentais fornecidos por estatais o que gerou a onda de privatizações vista na década de 90 (LORA, 2012). Caso privatizações ocorressem, provavelmente seriam de menos empresas no caso dos GIIPS. Outra diferença eram os regimes tributários. Eram comuns nos LDCs estudados, sistemas tributários votados a taxaação indireta e um baixo nível de Imposto/PIB nessas economias (FIGARI; GANDULLIA, 2007). Já a Europa tem um nível de Imposto/PIB que está caindo desde 2000, mas seu índice de 38,8% em 2012 ainda é consideravelmente maior que os EUA (25,2%) e Japão (28,7%) (EUROSTAT, 2013). A zona do euro tem uma taxaação média ainda maior que a média da Europa de 39,5%.

Discutir reformas tributárias e políticas de comércio exterior a fundo foge do escopo deste trabalho. Entretanto, baseado nas informações acima fica claro que se mais reformas forem feitas (e o que foi exposto aqui indica que são necessárias), serão de um tipo bem diferente das realizadas nas economias latino-americanas, ainda que com objetivos semelhantes.

4. Conclusões finais

As duas crises foram marcadas por um período de fartura de crédito com baixas taxas de juros. Isso permitiu que o investimento e a renda aumentassem no período anterior ao ano de 1982 na América Latina e 2008 na Zona do euro. Porém, essa fartura

de crédito resultou no endividamento excessivo que contava com a manutenção de baixíssimas taxas de juros para continuar sendo sustentável.

Com o estouro da crise do México em 82, viu-se que um modelo de crescimento (ISI) que deveria ter sido encerrado anos antes tinha sido mantido além do tempo, graças ao crédito bancário que chegava aos LDCs. O resultado final foi uma indústria ineficiente, mas que tinha dado certo até aquele ponto devido a excessiva proteção e taxas *ex-post* de juros que chegavam a ser negativas. Apesar de o endividamento privado variar bastante de país para país, foi possível observar que aos poucos a dívida privada se tornou pública, e que os governos mantinham seus gastos. Na zona do euro, uma história similar foi contada, com bolhas imobiliárias e uma dívida pública que ultrapassava os 100% do PIB em alguns países.

Também foi comum a valorização cambial nos anos anteriores à crise devido aos ganhos em termos de poder de compra. Essa poupança líquida negativa aumentada pelo câmbio valorizado gerou persistentes déficits em Transações Correntes que tiveram de ser reduzidos para compensar pela escassez de capital. A principal diferença foram os ajustes nominais de câmbio que permitiram os ajustes em conjunto com a queda nas importações ocorrida durante a primeira crise. Já os GIIPS precisariam obter taxas de inflação próximas de zero para conseguir uma desvalorização real em relação aos outros integrantes da união monetária.

Agora a questão da saída da Grécia pode não ser tão benéfica devido ao aumento do valor da dívida externa medida em moeda nacional, sem que necessariamente ela ganhe exportações líquidas volumosas devido ao pequeno valor do comércio exterior no seu PIB. A única forma da Grécia e dos outros países periféricos aumentarem o saldo da conta corrente, sem incorrer em aumento da dívida ou de inflação terá de ser pela produtividade ou pelo perdão/renegociação da dívida. O primeiro caso requereria reformas que podem ter custos sociais elevados no curto prazo além de perda de apoio popular para o governante/partido que ousar tomar essas medidas.

Referências Bibliográficas

BANCO CENTRAL EUROPEU. Banco Central Europeu. O Eurosistema. O Sistema Europeu de Bancos Centrais. p. 4-6, 2011.

BANCO CENTRAL EUROPEU. **Crêterios de Convergência**. ECB. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.pt.html>>. Acesso em: 22 fev. 2015.

BOUGHTON, J. M. The Crisis Erupts. In: _____. (Org.). **Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979-1989**. Washington D. C.: International Monetary Fund, 2001, p. 320-358.

BOUGHTON, J. M. The Mexican Crisis: no mountains too high?. In: _____. (Org.). **Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979-1989**. Washington D. C.: International Monetary Fund, 2001, p. 281-318.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Substitui o de Importa es e o Estado Populista. In: _____. (Org.). **Estado e Subdesenvolvimento Industrializado**. São Paulo: Ed. Brasiliense, 1997, p. 116-130.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Uma Interpreta o da América Latina: a crise do Estado. **Novos Estudos CEBRAP**, v. 37, p. 37-57, Nov. 1993.

CAVALLO, E. A.; FERNÁNDEZ-ARIA, E.; POWELL, A. Is the Euro-zone on the Mend? Latin American examples to analyze the Euro question. **Journal of Banking & Finance**, v. 47, p.243–257, 2014.

COMISSÃO EUROPEIA. **O Euro**. EC. Disponível em: <http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/index_pt.htm>. Acesso em: 22 fev. 2015.

DELLAS, H.; TAVLAS, G. S. The Gold Standard, the Euro, and the Origins of the Greek Sovereign Debt Crisis. **Cato Journal**, v. 33, n. 3, p. 491-520, 2013.

DEVLIN, R.; FFRENCH-DAVIS, R. The Great Latin America Debt Crisis: a decade of asymmetric adjustment. **Revista de Economia Política**, v. 15, n.3, p.117-142, 1995.

DOOLEY, M. P. A Retrospective on Debt Crisis. NBER Working Paper, n. 4693, Dez. 1994.

DORNBUSCH, R. Our LDC Debts. In: FELDSTEIN, M. (Org.). **The United States in the World Economy**. Chicago: University of Chicago Press, 1988. p. 161-196.

EICHENGREEN, B. European Monetary Integration with Benefit of Hindsight. **Journal of Common Market Studies**, v. 50, Issue Supplement s1, p. 123-136, 2012.

EUROSTAT. Overall Tax Revenue. In:_____. (Org.). **Taxation Trends in European Union**. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2013, p. 19-46.

FELIPE, J. A Cautionary Note on the Interpretation of Unit Labor Costs as an Indicator of Competitiveness, with Reference to the Philippines. **Philippine Journal of Development**, v. 34, n. 2, p. 1-23, 2007.

FIGARI, F.; GANDULLIA, L. An Outline of Tax Systems and Tax Reforms in Latin America. In:**Societade Italiana di Economia Pubblica – XIX Conferenza**, 2007, Pavia, Economia del Capitale Umano, p. 1-25.

FONSECA, P. C. D. O Processo de Substituição de Importações. In: REGO, J. M.; MARQUES, R. M. (Org.). **Formação Econômica do Brasil**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2003.

FRIEDEN, J. A. Descolonização e Desenvolvimento. In:_____. (Org.) **Capitalismo Global: história econômica e política do século XX**. Rio de Janeiro: Ed. Jorge Zahar, 2008, p. 324-343

GIBSON, H. D.; PALIVOS, T.; TAVLAS, G. S. The Crisis in the Euro Area: An Analytic Overview. **Journal of Macroeconomics**, v. 39, p. 233–239, 2014.

GUT, R. E. International Lending in a Fragile Economy: the point of view of a commercial banker. In: FAIR, D. R.; BERTRAND, R. (Org.). **International Lending in a Fragile Economy**. Higham: Martinus Nijhoff, 1983, p. 8-18.

HERMANN, J. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: O II PND e a Crise da Dívida Externa. In: GIAMBIAGI, F. et al. (Org.). **Economia Brasileira Contemporânea 1945-2010**. Rio de Janeiro: Ed. Elsevier, 2011, p. 73-95.

HOLINSKI, N.; KOOL, C.; MUYSKEN, J. Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: causes and consequences. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v. 94, n. 1, p. 1-21, 2012.

KACI, M. Understanding Productivity: a primer. **Canadian Productivity Review**, Catalogue no. 15-206-XIE — No. 002. Ottawa: Statistics Canada, p. 1-15, 2006.

KRUEGER, A. O. Debt, Capital Flows, and LDC Growth. **American Economic Review**, v. 77, n. 2, p. 159-164, 1987.

KRUEGER, A. O. Origins of the Developing Countries' Debt Crisis 1970 to 1982. **Journal of Development Economics**, v. 27, p.165-187, 1987.

KRUEGER, A. O. Problems of the LDC's Debt. In: FELDSTEIN, M. (Org.). **The United States in the World Economy**. Chicago: University of Chicago Press, 1988. p. 201-214.

LACERDA, A. C. et al. A Crise da Dívida Externa e a Crise Fiscal do Estado. In:_____. (Org.). **Economia Brasileira**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2013, p. 135-148.

LAILER, C. A “Crise da Dívida” e o Estado da América Latina. In: XII Encontro Regional de História ANPUH, 2006, **Usos do Passado**, Rio de Janeiro: 20016, p. 1-14.

LAPAVITSAS, C. et al. Labour Remuneration and Productivity: a general squeeze, but more effective in Germany. In:_____. (Org.). **Crisis in the Eurozone**. London: Ed. Verso, 2012, p. 22-28.

LORA, E. Structural Reforms in Latin America: what has been reformed and how to measure it. **Inter-American Development Bank – Working Paper** 466, 2001.

MATTEI, L.; SANTOS JÚNIOR, J. A. Industrialização e Substituição de Importações no Brasil e na Argentina: Uma Análise Histórica Comparada. **Revista de Economia**, v. 35, n. 1, p. 93-115, jan./abril 2009.

MCCALLUM, B. T. Theoretical Issues Pertaining to Monetary Unions. **Working Paper** 7393, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, Cambridge MA. Disponível em:< <http://www.nber.org/papers/w7393>>. Acesso em: 19 de Fev. 2015.

MILLER, J. W. Solving the Latin American Sovereign Debt Crisis. **Journal of International Law**, v. 22, n. 3, p. 677-708, 2001.

MILLER, N. The historiography of nationalism and national identity in Latin America. **Nations and Nationalism**, v. 12, n. 2, p. 201–221, 2006.

MUNDELL, R. A. A Theory of Optimum Currency Areas. **American Economic Review**, v. 51, n. 4, p. 657-665, 1961.

PROVOPOULOS, G. A. The Greek economy and banking system: Recent developments and the way forward. **Journal of Macroeconomics**, p. 240-249, 2013.

RAMOS-FRANCIA, M. et al. Heading into Trouble: A Comparison of the Latin American Crises and the Euro Area's Current Crisis. **Banco do México - Working Paper** 17. 2014. Disponível em: <<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/documentos-de-investigacion/banxico/%7BE13E056B-31EE-8F05-C255-4B790358BFA7%7D.pdf>>. Acesso em: 20 de fev. 2015.

SACHS, J. Introduction. In:_____. (Org.). **Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 2: case studies - Argentina Bolivia, Brazil, Mexico**. National Bureau of Economic Research, 1989, p. 1-38.

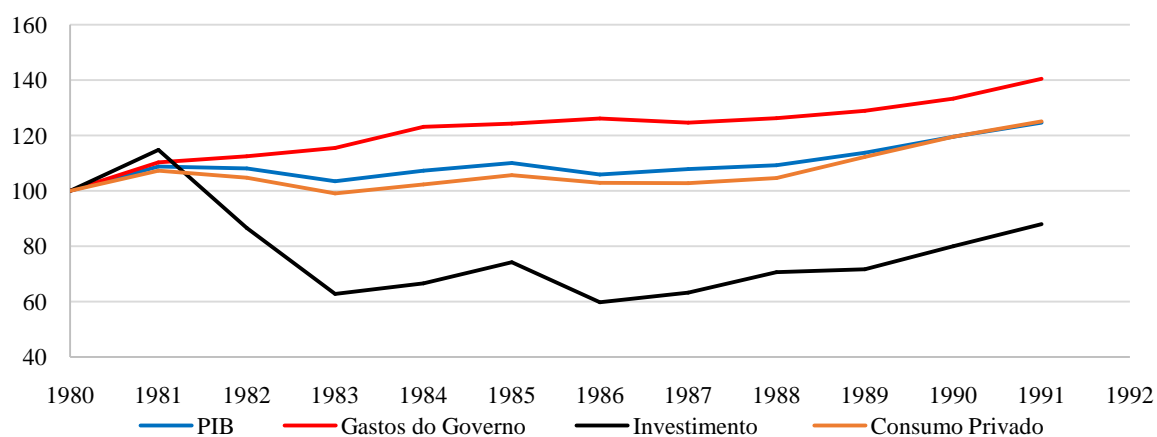
SACHS, J. Managing the LDC Debt Crisis. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 1986, n. 2, p. 397-440, 1986.

SIMONSEN, M. H. Developing-Country Debt Problem. **EPGE – Ensaio Economicos**49, 1984.

WIESNER, E. Latin American Debt: Lessons and Pending Issues. **American Economic Review**, v. 75, n. 2, p. 191-195, 1985.

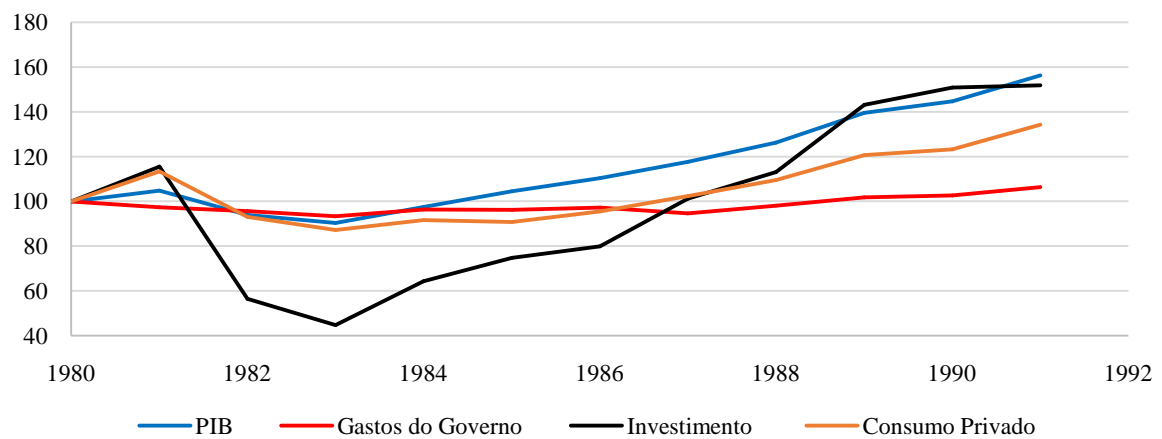
Apêndice

PIB, Investimento e Consumo do México (1980 = 100)



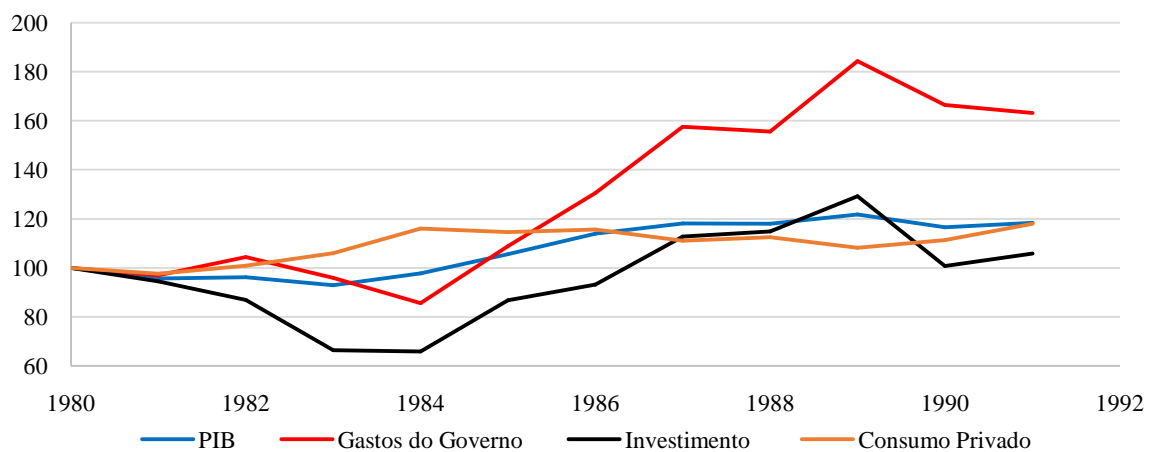
Fonte: World Bank

PIB, Investimento e Consumo do Chile (1980 = 100)



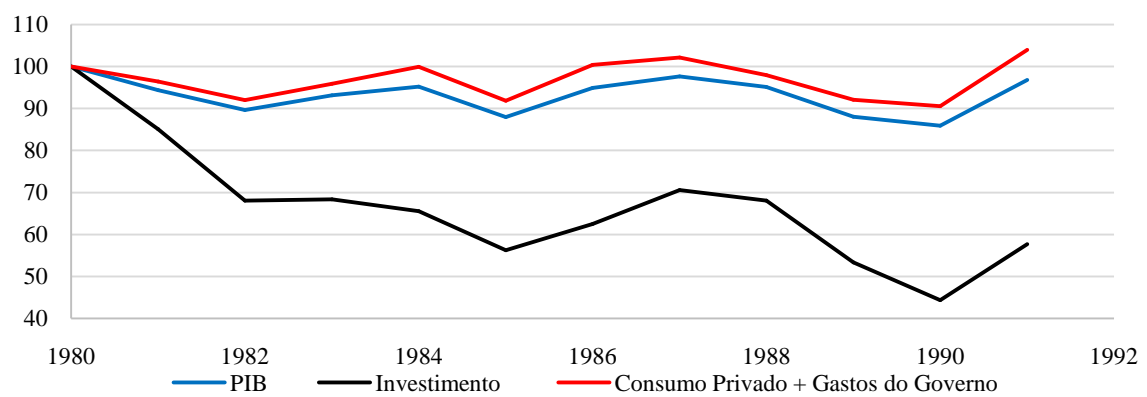
Fonte: World Bank

PIB, Investimento e Consumo do Brasil (1980 = 100)



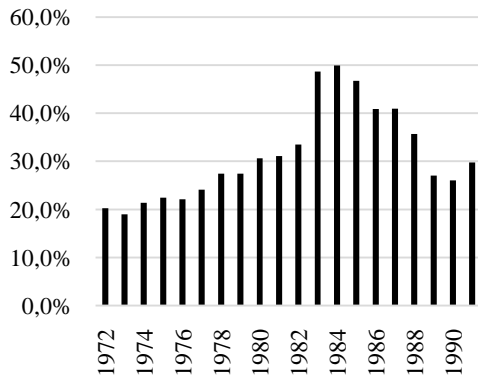
Fonte: World Bank

PIB, Investimento e Consumo na Argentina (1980=100)

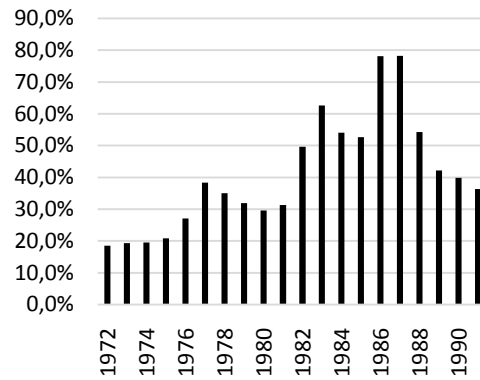


Fonte: World Bank

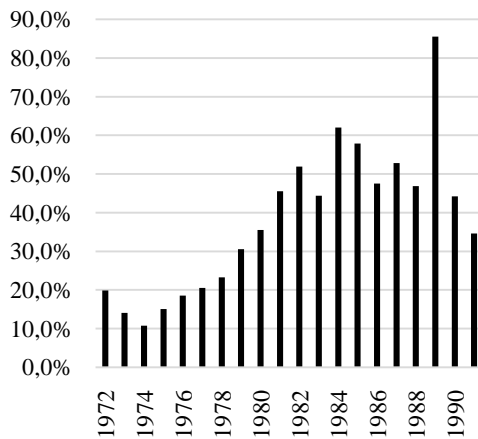
Dívida Externa Total/PIB -
Brasil



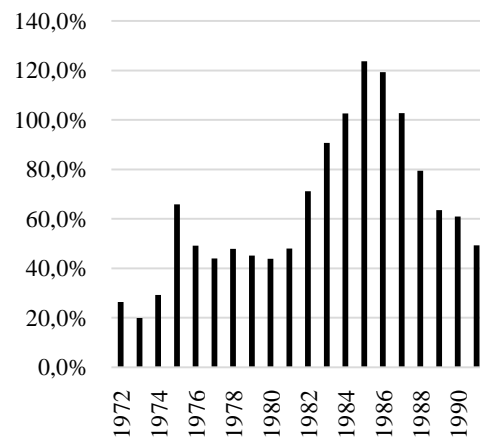
Dívida Externa Total/PIB -
México



Dívida Externa Total/PIB -
Argentina



Dívida Externa Total/PIB -
Chile



Fonte: World Bank