



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA**

**FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA  
(FACE)**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**LUCAS VALENTE PARRO**

**UMA COMPARAÇÃO ENTRE A CRISE DA DÍVIDA DOS PAÍSES LATINO-  
AMERICANOS NA DÉCADA 1980 E A CRISE DO SUBPRIME NOS ESTADOS  
UNIDOS**

**BRASÍLIA-DF**

**2021**

LUCAS VALENTE PARRO

**UMA COMPARAÇÃO ENTRE A CRISE DA DÍVIDA DOS PAÍSES LATINO-AMERICANOS NA DÉCADA DE 1980 E A CRISE DO SUBPRIME NOS ESTADOS UNIDOS**

Monografia apresentada ao Departamento de Economia como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientadora: Andrea Felipe Cabello

BRASÍLIA-DF

2021

## RESUMO

Depois de três décadas de um espantoso crescimento econômico, após o aumento da taxa de juros americana no início dos anos 1980, estourou a crise da dívida na América Latina, que fez com que os países dessa região entrassem em uma forte depressão que duraria mais de uma década. Quase três décadas depois desse acontecimento, também depois de um período de grande expansão econômica, a crise do subprime estourou depois que o *Federal Reserve System* aumentou a taxa de juros americana, fazendo com que os preços dos imóveis nos Estados Unidos caíssem e a taxa de inadimplência disparasse. Neste trabalho é realizado uma revisão de literatura a respeito dos acontecimentos dessas duas crises para que se possa analisa-las, e, ao final, seja possível compara-las para ver em quais pontos se assemelham.

**Palavras-Chave:** Crise da Dívida; Crise do Subprime; América Latina; Estados Unidos

## **ABSTRACT**

After three decades of astonishing economic growth, after the rise in the US interest rate in the early 1980s, the debt crisis in Latin America broke out, which sent countries in that region into a severe depression that would last for more than a decade. Almost three decades after the event, also after a period of great economic expansion, the subprime crisis broke out after the Federal Reserve System raised the American interest rate, causing real estate prices in the United States to fall and the rate of default soared. In this work, a literature review is carried out regarding the events of these two crises so that they can be analyzed, and, in the end, it is possible to compare them to see in which points they are similar.

**Keywords:** Debt Crisis; Subprime crisis; Latin America; United States

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO: O APARATO DAS CRISES</b> -----	<b>05</b>
<b>2. A CRISE LATINO-AMERICANA DA DÉCADA DE 1980</b> -----	<b>07</b>
2.1 O Modelo de Desenvolvimento Econômico da América Latina -----	07
2.2 Os Gloriosos Anos Pós-Guerra da América Latina -----	11
2.3 A Crise da Dívida -----	16
2.4 O Diagnóstico da Crise da Dívida -----	20
<b>3. A CRISE DO SUBPRIME</b> -----	<b>28</b>
3.1 O Avanço do Setor Bancário -----	28
3.2 O Estouro da Crise do Subprime -----	32
3.3 O Pós-Crise do Subprime -----	39
<b>4. COMPARAÇÃO ENTRE AS DUAS CRISES</b> -----	<b>42</b>
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> -----	<b>46</b>
<b>6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> -----	<b>47</b>

## 1. INTRODUÇÃO: O APARATO DAS CRISES

Crises são inerentes ao sistema de capitais. E, diferente da crença de muitos, elas não estão restritas ao período pós revolução industrial. Crises financeiras são uma permanência histórica, que antecedem o sistema financeiro atual e que continuarão a existir após o desaparecimento dele (AMARAL, 2009).

Ao lançar um olhar ao longo da História, não é difícil identificar inúmeros momentos onde houveram crises financeiras. Charles P. Kindleberger, em seu livro “*Manias, Panics and Crashes*”, expõe acontecimentos que datam de mais de três séculos atrás. Como exemplo é possível citar, ainda no século XVII, a crise conhecida como a febre da tulipa, ocorrida nos Países Baixos, e que pode ser considerada como o primeiro episódio de bolha especulativa existente (AMARAL, 2009).

Dado o extenso histórico existente ao se analisar as crises, não é surpresa existir inúmeros estudos a respeito das razões que ocasionam esses fenômenos e dos padrões que elas costumam seguir. As crises financeiras geralmente estão associadas com os ápices dos ciclos econômicos, com a culminação de um período de expansão e conduzem a economia à recessão (KINDLEBERGER, 1989). Porém, é importante que a crise financeira não seja confundida com a simples reversão do ciclo econômico, uma vez que nem toda expansão é seguida por uma crise (GONTIJO, 2021).

Apesar de nem toda expansão ser seguida por uma crise, é possível afirmar que as crises, desde que sejam endógenas, isto é, ocasionadas por problemas sistêmicos e não por fatos adversos e imprevisíveis, sempre acontecem depois de um período expansionista. E, a partir desse fato, é possível notar um padrão de etapas que são seguidas de maneira recorrente na ocorrência dessas crises.

De forma simplificada, o ciclo de uma crise endógena segue mais ou menos o mesmo roteiro. Começa com um período de expansionismo, que resulta no crescimento da produtividade e da renda. Essa fase de aumentos torna os agentes da economia mais otimistas e descuidados, de forma que a alavancagem financeira se torna cada vez mais comum.

Alavancagem financeira é quando se utilizam técnicas para aumentar a rentabilidade por meio do aumento do endividamento. Um movimento que, se feito de maneira controlada, pode gerar retornos consideravelmente mais altos do que se fosse utilizado apenas o capital próprio,

mas que, se feito de maneira descontrolada, é extremamente perigoso para a saúde financeira da economia.

A alavancagem aumenta enquanto houver a crença de que a economia continuará crescendo e o preço dos ativos continuará subindo. Esse cenário é definido como bolha financeira.

No momento em que as expectativas em relação à economia são revertidas, as dívidas começam a crescer numa proporção maior do que a renda, tornando a alavancagem insustentável, o que resultará no estouro da bolha financeira.

A partir disso, a crise financeira está consolidada. E, durante esse período, ocorre o declínio das atividades econômicas, reduzindo a demanda por consumo e, conseqüentemente, diminuindo o lucro dos agentes. Decorrente da diminuição do lucro, aparece a necessidade do corte de gastos, o que leva ao aumento da taxa de desemprego na economia, que por sua vez leva a diminuição da renda e mais redução da demanda por consumo.

Pode-se notar que as crises apresentam um comportamento em espiral, onde é intensificada conforme vai acontecendo. Dessa forma, a intensidade e duração delas serão determinadas de acordo com o sucesso das políticas de estímulo econômico adotadas para o combate e contenção desses eventos.

Dentre os muitos exemplos passíveis de análise levando em conta o mecanismo de uma crise endógena, no presente trabalho serão analisadas duas: a crise latino-americana da década de 1980 e a crise do subprime.

As duas crises citadas estouraram quando houve a reversão das expectativas após longos períodos expansionistas e de extremo otimismo, onde em ambas os envolvidos estavam muito alavancados e, após a mudança de cenário, as dívidas não tinham mais como ser honradas, uma vez que dependiam do contínuo financiamento bancário para que os pagamentos destas se mantivessem em dia.

Este trabalho tem como objetivo comparar a crise latino-americana da década de 1980 e a crise do subprime, de forma a observar em quais pontos elas se assemelham e o quão eficiente foram as medidas tomadas para combatê-las.

O método a ser utilizado para se alcançar o objetivo proposto será uma revisão de literatura das duas crises citadas, de modo a esclarecer as ações ocorridas antes, durante e depois

de cada uma delas estourar, e dessa forma facilitar a comparação entre esses dois eventos ao final do trabalho.

O estudo será dividido nessa parte introdutória, seguida pela análise da crise latino-americana e depois pela análise da crise do subprime. Após esses tópicos, será apresentada a comparação entre as crises, e, ao final do trabalho, as conclusões tomadas.

## **2. A CRISE LATINO-AMERICANA DA DÉCADA 1980**

### **2.1 O Modelo de Desenvolvimento Econômico da América Latina**

Na época em que ocorreu a primeira revolução industrial, ainda no século XVIII, as posições ocupadas pelos países no cenário mundial foram reafirmadas, de modo que foram divididos em dois grupos: o de países manufatureiros e os países produtores de alimentos e matérias-primas de baixo custo para sustentar o desenvolvimento dos produtores de manufaturas (ESTEVES, 2008).

No que diz respeito aos países latino-americanos, estes se enquadravam no grupo das nações produtoras de alimentos e matérias-primas, uma vez que a principal característica dessas economias era a agroexportação. Característica essa que foi herdada do período colonial (SALIS, TANAKA, 2002).

Praticamente toda a produção nacional dos países latinos estava concentrada em poucos produtos de origem agrícola ou pecuária destinados ao mercado externo. Para se ter uma ideia da concentração da produção, é sabido que cada um desses países possuía algum produto que respondia por mais de 70% das exportações (SALIS, TANAKA, 2002).

Portanto, dado o fato dos produtos primários representarem uma parcela absurdamente alta de toda a exportação latina, a renda desses países era representada quase que de forma unânime por esses produtos (MATTEI, SANTOS JÚNIOR, 2009).

Dessa forma, a alternativa para suprir a demanda interna por diversos bens manufaturados era a importação. Assim, como a maior parte da produção interna dos países desse grupo tinham como objetivo a venda para o exterior, o limite dessas importações era dado pela quantidade vendida e pelo preço obtido pelos bens primários exportados (MATTEI, SANTOS JÚNIOR, 2009).

Esse modelo de desenvolvimento, o qual era definido pela exportação de bens primários e importação de bens manufaturados pelas nações latino-americanas, se manteve praticamente

inalterado até o final do século XIX, quando as economias latinas começaram a ter os primeiros resquícios que indicavam o início da industrialização, ainda que fossem de maneira muito pouco significativa (ESTEVEVES,2008).

Apesar desse primeiro ensaio de modernização no cenário econômico latino, nas primeiras décadas do século XX, a economia agrário-exportadora ainda era predominante nos países latino-americanos (SALIS, TANAKA, 2002).

A situação da industrialização nesses países começou a dar sinais de mudanças mais consideráveis apenas com o acontecimento da primeira guerra, já na segunda década do século XX, e foi só nos anos 1930, com a quebra da bolsa de Nova York em 1929 e a subsequente “grande depressão”, que a modernização de fato tomou uma forma significativa (SALIS, TANAKA, 2002).

No final da década de 1930 começou a segunda guerra mundial, que envolveu as principais potências econômicas industrializadas. Esse evento corroborou a necessidade de mudança do modelo de desenvolvimento latino-americano, que já estava em andamento desde o início da década (ESTEVEVES, 2008).

Portanto, a industrialização latino-americana foi incentivada de forma direta pelo contexto de crises políticas, econômicas e militares que existiu nas primeiras décadas do século XX (ESTEVEVES, 2008). A sucessiva sequência de crises no comércio exterior fez com que o modelo de desenvolvimento econômico vigente nos países latinos entrasse em colapso (MATTEI, SANTOS JÚNIOR, 2009).

De fato, a crise de 1929 seguida pela depressão econômica foi o grande catalisador do processo de modernização latina. Esses anos negativos na economia mundial acabaram por enfraquecer as tradicionais oligarquias agrárias que se mantinham no poder da América Latina desde a independência desses países (SALIS, TANAKA, 2002).

O declínio do poder agrário nessa região foi tão acentuado devido ao fato de que cada país, isoladamente, tinha apenas um produto responsável pela grande maioria do percentual de sua exportação, o que tornava qualquer oscilação no preço desse produto um sério problema para a balança de pagamentos (SALIS, TANAKA, 2002).

Por causa desse cenário, a capacidade de importação dos países produtores de bens primários teve uma considerável redução devido à retração do comércio mundial (MATTEI, SANTOS JÚNIOR, 2009). A contração da capacidade de importação das nações latino-

americanas aumentava na mesma proporção em que decaíam os preços de seus produtos nos mercados internacionais (SALIS, TANAKA, 2002).

Assim, a alternativa para compensar a queda da receita das exportações e contornar as dificuldades para adquirir produtos no mercado exterior foi a estratégia da substituição de importações (SALIS, TANAKA, 2002). Esse novo modelo de desenvolvimento consistiu em trocar produtos manufaturados que normalmente seriam trazidos do mercado externo por produtos feitos pela indústria nacional. (MATTEI, SANTOS JÚNIOR, 2009).

Dado o cenário caótico do período, onde a dificuldade para a obtenção de bens manufaturados estava muito alta, a demanda por bens produzidos internamente teve um grande aumento, o que elevou a expansão da oferta desses produtos (MATTEI, SANTOS JÚNIOR, 2009).

Nesse modelo de desenvolvimento econômico de substituição de importação, a maior dificuldade para o avanço do processo residia no fato de que, ao mesmo tempo em que as importações eram substituídas por produtos nacionais, também se criavam novas necessidades de importações qualitativamente distintas, fazendo com que fossem necessários novos ciclos de substituição (MATTEI, SANTOS JÚNIOR, 2009).

Portanto, só foi possível continuar com as substituições de importação por causa da intervenção do Estado. Para se adaptar às circunstâncias do cenário mundial e eliminar os desequilíbrios provocados pela crise externa, os governos latino-americanos adotaram políticas de contenção das importações, principalmente por meio do controle de câmbio e da elevação das tarifas alfandegárias, de modo a tornar as importações mais caras e incentivar a substituição de importação (MATTEI, SANTOS JÚNIOR, 2009).

Outra intervenção estatal que foi de grande importância para o sucesso da nova estratégia econômica adotada foi a atuação do Estado como agente controlador de capital disponível, de modo a direcionar os recursos disponíveis para serem investidos em setores que eram considerados imprescindíveis para o desenvolvimento industrial dos países, como por exemplo os setores de energia, de siderurgia e o de mineração (SALIS, TANAKA, 2002).

Essa atitude por parte do Estado foi necessária devido à enorme contração dos fluxos de capital em todo o mundo. Assim, para que existisse a possibilidade da realização do processo de modernização, foi essencial que esses recursos, que em outras épocas seriam destinados às

exportações ou às importações de bens supérfluos para as elites locais, fossem destinados a esse novo propósito (SALIS, TANAKA, 2002).

Fundamentalmente, foi a forte intervenção estadista na economia que possibilitou a substituição de importações, pois criou a infraestrutura necessária para a industrialização de base. Guiados pelo nacionalismo econômico e pelo estatismo, esse período serviu para moldar a coesão social nos países latino-americanos (SALIS, TANAKA, 2002).

Importante lembrar que, nesse período da primeira metade do século XX, o keynesianismo e seus desdobramentos estavam em alta, de modo que, para tentar superar a crise econômica, era permitido aos governos agirem de maneira totalmente diferente do pensamento convencional econômico sem que fossem condenados (SALIS, TANAKA, 2002).

Nessa época, esse apego excessivo ao nacionalismo não era visto como contraproducente, de modo que praticamente todos os governos latinos se fecharam numa tentativa de solucionar os problemas internos de suas respectivas economias (SALIS, TANAKA, 2002).

É possível observar que os anos 1930 e 1940 apresentaram várias oportunidades econômicas que foram ficam mais escassas nas décadas que se seguiram. Isso se deve ao fato dos limites, tanto físicos como econômicos, existentes na industrialização de base (SALIS, TANAKA, 2002).

A única maneira da capacidade produtiva continuar expandindo seria através dos contínuos financiamentos e subsídios concedidos pelo Estado, que por sua vez só poderia continuar fornecendo infraestrutura industrial através do direcionamento dos recursos obtidos por meio de tributos ou financiamentos externos, e, conseqüentemente, se mantendo dependente dos recursos estrangeiros para continuar o projeto de modernização nacional (SALIS, TANAKA, 2002).

Os Estados seguiram pelo caminho de desviar os recursos estatais diretamente para fins econômicos, favorecendo os segmentos da sociedade que eram mais ligados à industrialização. Uma estratégia um tanto quanto instável, uma vez que estava diretamente ligada aos humores sociais, de modo que qualquer sinal de crise, externa ou interna, abalaria essa frágil estrutura institucional (SALIS, TANAKA, 2002).

Na década de 1940, após o final da segunda guerra mundial, os países latino-americanos foram excluídos dos planos de ajuda econômica que os Estados Unidos da América e os

organismos multilaterais de crédito e financiamento, criados em 1944 pela Conferência de Bretton Woods, o banco interamericano para a reconstrução e o desenvolvimento (BIRD) e o Fundo Monetário Internacional (FMI), destinaram aos países europeus e asiáticos (ESTEVEZ, 2008).

Diante desse cenário, em um contexto de críticas e protestos por partes dos países latino-americanos excluídos desses planos de ajuda econômica, foi criada a Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL), que tinha como proposta a integração regional com o objetivo de pôr fim à crescente dependência latina, além de impulsionar o desenvolvimento desses países se baseando na complementaridade econômica e, assim, garantindo um desenvolvimento igualitário para os países da América Latina (ESTEVEZ, 2008).

O modelo proposto pela CEPAL tinha como base o nacionalismo estatista, que já estava sendo praticado em diversos países da América Latina. Porém, nessa nova proposta, ele seria utilizado de uma forma sistematizada e aprofundada, de modo que a intenção era ampliar a industrialização dos países latinos por meio de uma política de crescimento voltada para dentro, ampliando o mercado consumidor interno (SALIS, TANAKA, 2002).

Dessa forma, apesar da contínua substituição de importações ainda ser um elemento complementar essencial para a continuidade do desenvolvimento do processo, o objetivo final era acelerar o desenvolvimento das bases capitalistas dentro dos países latino-americanos, de modo a gerar um desenvolvimento autônomo nessas nações e, conseqüentemente, acabar com a dependência histórica em relação aos países industrializados (SALIS, TANAKA, 2002).

## **2.2 Os Gloriosos Anos Pós-Guerra da América Latina**

Já na década de 1950, o nacionalismo estatista que vinha sendo praticado enfrentou grandes mudanças. Isso porque, com o fim da guerra, o capitalismo mundial, liderado pelos Estados Unidos, entrou em uma nova fase de expansão, onde as grandes empresas internacionais dos países industrializados necessitavam de novos nichos de consumo para ampliar a acumulação de capital, ao mesmo tempo em que os países em processo de modernização precisavam de mais recursos para continuar seus processos de industrialização (SALIS, TANAKA, 2002).

O interesse do capital internacional em aproveitar as oportunidades de investimentos geradas pelo processo de substituição de importações fez com que surgisse a ideia de deslocar unidades produtivas para os países latinos, de modo a colocar em prática a nova fase do

movimento de internacionalização do capital, dando a entender que não existiam mais obstáculos intransponíveis que pudessem impedir o avanço da industrialização dos países menos desenvolvidos (SAMPAIO JR.,1999).

Decorrente disso, concluiu-se que a dependência e o desenvolvimento poderiam seguir de maneira conjunta, de modo que o novo pensamento adotado era que o sucesso da modernização latino-americana dependia de estratégias de associação com o capital internacional, de forma a estimular a entrada de investimentos estrangeiros, com a suposição de que o avanço da acumulação capitalista seria o suficiente para garantir o êxito da industrialização, sendo a industrialização o próprio desenvolvimento (SAMPAIO JR., 1999).

Dado esse contexto, a interação entre as duas partes parecia atender ao interesse de ambos os lados. Dessa forma, nos anos 50, se iniciou um grande deslocamento de grandes empresas internacionais para os países latinos, sob a alegação de modernizar a estrutura produtiva desses países, ao mesmo tempo em que se transfeririam novas tecnologias para os países menos avançados (SALIS, TANAKA, 2002).

Como o nacionalismo ainda era muito forte, não bastava simplesmente criar condições para o comércio multilateral. Era necessário que as linhas de montagem fossem transferidas para a América Latina de forma completa, e, em troca, os países latinos ofereceriam vantagens comerciais para as empresas estrangeiras, como subsídios e proteção do mercado interno, por meio da elevação de tarifas alfandegárias (SALIS, TANAKA, 2002).

Esse aprofundamento do modelo de substituição de importações mudou a dinâmica do desenvolvimento econômico dos países da América Latina. Nesse novo contexto, as empresas multinacionais entraram como suporte à industrialização. Dessa forma, o novo modelo de substituição era constituído por um tripé: o Estado-empresário, responsável pela maior parte dos investimentos em infraestrutura, a burguesia nacional, que eram os empresários locais que atuavam como fornecedores de componentes, e a burguesia internacional, que eram as multinacionais responsáveis pelas eventuais inovações tecnológicas trazidas do exterior (SALIS, TANAKA, 2002).

A teoria por trás desse novo modelo era que uma vez que a industrialização tivesse sido concluída, o mercado interno teria se tornado um espaço estratégico da concorrência intercapitalista em escala mundial, e, uma vez que já estivesse implantado nos países latino-americanos, o capital internacional seria absorvido no espaço econômico nacional. Dessa forma não haveria mais grandes divergências entre o mercado interno e externo, de modo que os países

latinos concorreriam em igualdade, através da captação de capital estrangeiro, com os países industrializados e de maior renda per capita (SAMPAIO JR.,1999).

Nesse pensamento, as filiais das multinacionais teriam ido à América Latina de forma permanente, mirando a valorização do capital nas novas oportunidades de negócios abertas nas economias dos países menos desenvolvidos, de modo que o capital internacional que teria que se ajustar aos moldes das sociedades latinas, e não o contrário, que era o que acontecia até aquele momento (SAMPAIO JR., 1999). Contudo, na prática, o que ocorreu foi o aumento da dependência dos países latino-americanos em relação às nações industrializadas (SALIS, TANAKA, 2002).

O modelo de substituição de importações conseguiu conter as tensões sociais até o final da década de 50, alinhando o crescimento econômico e a demanda por melhores salários, esse segundo através do populismo. Porém, já na década de 60, tanto o modelo de substituição de importações quanto o populismo já davam sinais de desgaste, o que tornou esse arranjo insustentável. Aproveitando esse panorama, governos autoritários assumiram o poder por toda a América Latina, onde tinham como característica serem fechados por dentro e abertos ao capital estrangeiro (SALIS, TANAKA, 2002).

No final da década de 1960, a estratégia de substituição de importações já havia esgotado toda a sua potencialidade, de modo que sua continuidade foi sendo arrastada até a década de 1970 de forma artificial, por meio de financiamentos externos (BRESSER-PEREIRA, 1993).

Nesse contexto, os preços reais estavam cada vez mais distantes dos preços de equilíbrio do mercado, devido às distorções ocasionadas pela intervenção estatal. Os subsídios às empresas privadas e o consumo foram mantidos muito além do que era economicamente justificável, de modo que se agravou a alocação ineficiente de recursos (BRESSER-PEREIRA, 1993).

Na década de 1970, após as duas décadas pós-Guerra de intensa expansão produtiva do capitalismo mundial, a etapa seguinte foi a de alta financeirização, marcada pelo significativo aumento das transações puramente monetárias. O aumento foi tanto que, ao final dessa década, essas transações já superavam o valor do comércio mundial (LAIDLER, 2006).

Já em 1971, o padrão de paridades cambiais administrado pelo FMI que havia sido determinado em Breton Woods, em 1944, foi abandonado em função da decretação da

inconvertibilidade pelos Estados Unidos. Dessa forma, iniciava-se um sistema de flutuação livre de câmbio, possibilitando movimentos especulativos contra as moedas. Esse sistema de taxas cambiais flutuantes possibilitava uma liberdade muito alta na emissão de dólares na circulação mundial (LAIDLER, 2006).

Nesse contexto, foram eliminadas praticamente todas as dificuldades que os países latino-americanos poderiam enfrentar para a obtenção de empréstimos. A grande liquidez de crédito disponível nos mercados financeiros possibilitava o financiamento através de empréstimos (LAIDLER, 2006).

Nesse período, o petróleo tinha sido a principal fonte de energia mundial, e as economias desenvolvidas eram altamente dependentes do petróleo importado (SALVADOR, MARQUES, 2001). Em 1973, como forma de retaliação aos países que ajudaram Israel na guerra israelo-árabe de Yom Kippur, os países árabes, através da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), lançaram um embargo econômico. A produção de petróleo foi reduzida em 5% ao mês e a venda para os países apoiadores de Israel foi suspensa, além de um acréscimo de 70% no preço do barril. Esse evento ficou conhecido como o primeiro choque do petróleo (PEREIRA, 2008).

Durante os meses seguintes, o preço ainda aumentou mais vezes, e a situação só foi começar a se acomodar em janeiro de 1974, quando a OPEP decide por estabilizar os preços do petróleo. Porém, mesmo após a estabilização dos preços, eles não voltaram ao preço anterior à crise (PEREIRA, 2008).

Após o primeiro choque do petróleo, a tendência ao financiamento de países por meio de empréstimos ficou evidente. Com o barril de petróleo quatro vezes mais caro do que costumava ser, foram dois os resultados mais imediatos. O primeiro foi o excesso de petrodólares no sistema financeiro internacional. O segundo foi o impacto no balanço de pagamentos das economias nacionais dependentes da indústria petrolífera, que precisaram de empréstimos para honrar seus compromissos e manter seus sistemas suficientemente abastecidos de petróleo. Essas consequências possibilitaram o ciclo em que o capital era remunerado em sua forma financeira (LAIDLER, 2006).

O excesso de liquidez existente da década de 1970 não apenas permitiu, mas praticamente obrigou as economias latinas em desenvolvimento a buscarem recursos internacionais por meio de empréstimos para suas manutenções industriais, de forma que os

índices de endividamento dos países latino-americanos tiveram aumentos absurdos nessa década (LAIDLER, 2006).

Nesse cenário, é importante ressaltar a participação que os bancos privados tiveram nesse processo. Eles foram os responsáveis diretos por possibilitar aos países em desenvolvimento o acesso quase que sem restrições aos empréstimos. Operando em diversos centros bancários *off-shore*, os bancos repassavam os depósitos resultantes do aumento da oferta de dólares entre si, até que chegasse em uma instituição não-bancária e em uma diferente localidade. Essa transferência de depósitos possibilitou que os países latino-americanos obtivessem recursos diretamente no mercado de capitais internacionais, excluindo o intermédio de agências governamentais e bancos de desenvolvimento (DOOLEY, 1994).

Ao disputar clientes, os bancos competiam para fornecer créditos a quaisquer países que, na teoria, fossem dignos de confiança e capazes de honrar seus débitos. Isso causou um acúmulo de moeda nos mercados *off-shore* maior do que era possível reciclar com lucratividade e segurança (LAIDLER, 2006).

Em 1979, ocorreu o segundo choque do petróleo. A revolução islâmica no Irã e a guerra Irã-Iraque que se seguiu fez com que o preço do petróleo disparasse no mercado internacional, de modo que os países desenvolvidos, que já estavam debilitados desde o primeiro choque petrolífero, ficassem em uma situação ainda pior, o que causou um processo recessivo que atingiu os países latino-americanos de maneira ainda mais intensa (SALIS, TANAKA, 2002).

Como resposta, no final da década de 1970, os Estados Unidos assumiram uma política de moeda forte com a finalidade de recuperar a credibilidade do dólar e de centralizar o fluxo financeiro privado internacional. Assim, o governo norte americano implementou uma política de elevação de juros reais onerando os países endividados, os quais tiveram suas economias asfixiadas (LAIDLER, 2006).

O resultado desse aumento na taxa de juros para os países latino americanos foi uma combinação de estagnação econômica, inflação e diminuição abrupta dos fluxos de capitais. Chegava ao fim o período de grande desenvolvimento e crescimento da América Latina (SALIS, TANAKA, 2002).

Apesar dos grandes desajustes econômicos causados pelo modelo de desenvolvimento de substituição de importações, como a concentração de renda, o fechamento externo da economia e o alto endividamento dos países, também tiveram coisas positivas dele, como o

aumento contínuo por mais de 30 anos da renda per capita e diminuição significativa dos níveis de pobreza da América Latina (PORTELLA FILHO, 1994).

Nessas três décadas, o produto nacional bruto quintuplicou em termos reais e a renda per capita cresceu aproximadamente às mesmas taxas que a população, passando de 420 para 960 dólares, considerando preços constantes de 1970. Com o aumento da renda anual nesses termos, o aumento da expectativa de vida também aumentou consideravelmente, de forma que a renda durante a vida cresceu em números bem maiores que os sugeridos pelas estatísticas de renda per capita (HIRSCHMAN, 1987).

Os números do desempenho econômico da América Latina nas décadas que seguiram a segunda guerra mundial são realmente impressionantes. De acordo com a CEPAL, o PIB dos países cresceu em média 5% ao ano na década de 1950, e no período entre 1960 e 1981 cresceu em média 5,5% ao ano, resultando em um crescimento robusto durante mais de duas décadas, superando em muito o crescimento dos países desenvolvidos, que foi de 3,8% ao ano durante esse mesmo período (PORTELLA FILHO, 1994).

Embora esse período tenha aumentado a concentração de renda na América Latina, o crescimento acelerado permitiu uma redução substancial, embora lenta, na incidência relativa da pobreza, diminuindo a porcentagem de famílias latino-americanas que viviam na pobreza de 40% para 35% entre os anos de 1970 e 1980 (PORTELLA FILHO, 1994).

### **2.3 A Crise da Dívida**

Em agosto de 1982, o México declarou a moratória de sua dívida externa, oficializando a existência da crise nos países latino-americanos. Esse acontecimento levaria ao estrangulamento do fluxo de capitais externos para a região da América Latina, resultando em custos econômicos e sociais de larga duração (LAIDLER, 2006).

Porém, esse evento apenas confirmou o que já estava anunciado desde a década anterior, com os países latinos recorrendo aos empréstimos para conseguirem renegociar suas dívidas com os credores externos (LAIDLER, 2006). A verdade é que os bancos demoraram a perceber o superendividamento dos países latino-americanos e subestimaram a gravidade da situação, de modo que, quando a moratória mexicana ocorreu, a estabilidade de todo o sistema bancário internacional ficou ameaçada (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

A semente dessa crise foi plantada nas décadas anteriores, quando a teoria que predominou foi a de que o capital deveria fluir dos países industriais para os menos

desenvolvidos para melhorar a alocação internacional de recursos (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Assim, como se acreditava que os países menos desenvolvidos fossem absorvedores naturais de capital, o pensamento era de que o capital externo deveria ajudar os países em desenvolvimento a expandir suas exportações e ampliar seus produtos nacionais brutos, e assim criar a base para possibilitar futuras reservas de lucros e de juros (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Para que essa ideia fosse viável, os países em desenvolvimento teriam que manter as taxas de exportações crescendo acima da taxa de juros internacional, o que garantiria o sucesso da estratégia mesmo que as entradas de capital estrangeiro nesses países excedessem as remessas de lucros e juros (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Devido ao gigantesco crescimento econômico apresentado nos mais de vinte anos anteriores, as décadas de 1960 e 1970 apresentavam números excelentes, o que, na teoria, validava a hipótese estatística que afirmava que as exportações dos países latino-americanos cresceriam em taxas consideravelmente acima das taxas de juros internacionais para empréstimos aos países em desenvolvimento (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Nesse período, a *London Interbank Offer Rate* (Libor), que era a taxa que correspondia à média das taxas de juros internacionais para empréstimo aos países em desenvolvimento oferecidas pelos bancos de Londres, era de aproximadamente 10,7% ao ano, enquanto as taxas de exportações dos países latino-americanos não produtores de petróleo eram de aproximadamente 21,1% ao ano. Logo, a conclusão que se chegou foi que, estatisticamente falando, os empréstimos para as nações da América Latina apresentavam baixo risco (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Essa estrutura parecia vantajosa para todos os envolvidos, uma vez que, desde que os credores mantivessem os refinanciamentos das dívidas, era pouco provável que houvesse confronto com os países devedores. Já pelo lado dos países devedores, uma vez garantidos os refinanciamentos, e as taxas de exportações se mantendo acima da taxa de juros internacional, a tendência seria a relação entre a dívida e a exportação diminuir gradualmente (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Porém, no início da década de 1980, a taxa de juros média de empréstimo dos bancos comerciais para os países em desenvolvimento subiu para 16,3% enquanto a taxa de

crescimento anual das exportações dos países latino-americanos caiu para 1%, o que desregulou completamente o modelo de desenvolvimento estabelecido. Essa mudança brusca nas taxas envolvidas fez com que a relação entre a dívida e a exportação subissem a níveis alarmantes (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Esse foi o mesmo período em que os Estados Unidos decidiram implementar uma combinação não-ortodoxa de política monetária apertada e política fiscal frouxa para combater a inflação. Dada a natureza dessa combinação de política, foi adotado o câmbio flutuante para alcançar o sucesso dessa estratégia. Contudo, a adoção do câmbio flutuante fez com que as taxas de juros em dólar aumentassem exponencialmente entre os anos de 1980 e 1982 (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

A combinação da alta dos níveis da relação entre dívida e exportação nos países latino-americanos e a explosão da taxa de juros em dólar, decorrente das políticas adotadas nos Estados Unidos, fez com que a relação entre a taxa de juros e a taxa de exportações dos países em desenvolvimento da América subisse a níveis incontroláveis, tornando o estouro da crise uma questão de tempo, o que ocorreu em 1982, com a moratória mexicana (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Portanto, as decisões tomadas nos anos anteriores, por parte dos países da América Latina em insistir em uma estratégia de crescimento com intervenção estatal, através de um modelo de substituição de importações já desgastado, e por parte dos bancos credores em continuar financiando essa estratégia ultrapassada, o que assegurou uma sobrevivência artificial para ela, construíram o cenário propício à explosão dos níveis de endividamento latino-americanos (BRESSER-PEREIRA, 1993).

Essas decisões, que foram responsáveis pelo aumento do endividamento dos países latino-americanos em um primeiro momento, no momento posterior também resultaram em aumento do déficit público, em encolhimento das poupanças públicas, em um aumento ainda maior dos níveis da dívida pública e em evaporação do crédito público, o que acabou por levar o Estado dos países latinos a falência, e, por consequência, à crise fiscal (BRESSER-PEREIRA, 1993).

Do ponto de vista teórico, o excesso de empréstimos tomado pelos países latino-americanos deveria ter sido usado para financiar investimentos produtivos, de modo que o retorno desses investimentos pudesse ser usado para quitar as dívidas no futuro, sendo possível que isso fosse feito à custos sociais aceitáveis. Caso os empréstimos tivessem sido usados para

financiar consumo, sobrevalorização cambial ou fuga de capital, a crise seria a punição aos países por terem tentado viver além do que os seus recursos permitiam (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

É fato que alguns dos países da América Latina realmente usaram o acesso ao crédito disponível para financiar consumo, sobrevalorização cambial e fuga de capital. Existiu uma série de créditos contratados que não significaram quaisquer investimentos produtivos e cuja necessidade é questionada desde então (LAIDLER, 2006).

Porém, a confiança existente devido aos números dos anos 1960 e 1970, tanto por parte de quem emprestava quanto por parte de quem tomava emprestado, era excessiva. Decorrente disso, os bancos não perceberam, ou não quiseram perceber, que o crédito transferido para os países em desenvolvimento estava sendo destinado para o financiamento disfarçado do balanço de pagamentos (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Apesar do uso irresponsável do crédito tomado pelos países latino-americanos, e da irresponsabilidade dos bancos em permitir esse excesso de crédito disponível para as nações menos desenvolvidas, só isso não é suficiente para justificar a crise como um todo. Não há dúvida de que essas decisões não só colaboraram, como também criaram e prepararam o cenário que possibilitou a acontecimento da crise da dívida. Porém, para se ter uma justificativa completa, é necessário que se considere o fator externo e a falha sistêmica desse problema (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

O fator externo foi a mudança de política adotada pelos Estados Unidos para combater a inflação, que resultou na valorização do dólar e no aumento da taxa de juros. Como a imensa maioria das dívidas dos países latino-americanos era dolarizada, a valorização da moeda americana combinada com a alta da taxa de juros fez com que as dívidas ficassem muito mais altas e a duração da crise fosse muito maior (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Caso a dívida desses países fosse denominada em outra moeda que não tivesse tido um aumento tão grande nas taxas de juros, o excesso de endividamento poderia ter sido evitado no final dos anos 1980 e a escassez de crédito não teria sido tão dramática no início dessa década, uma vez que a relação entre exportação e dívida não teria uma disparidade tão abrupta (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

A falha sistêmica foi o fato de que o financiamento pelos bancos comerciais surgiu como uma alternativa rápida para o problema do superávit dos países da OPEP após o primeiro

choque do petróleo, e não como um sistema eficiente, que teria que ser planejado para ultrapassar os desequilíbrios externos existentes em conta corrente. Assim, em contraste com as agências de crédito oficiais, os bancos comerciais solucionaram a tempo esse problema, canalizando o capital excedente para os países importadores de petróleo (SIMONSEN, WARLANG, 1990).

Dessa maneira, o colapso econômico mundial, onde os países em desenvolvimento teriam sido os mais afetados devido a incapacidade de atrair recursos dos países importadores de petróleo, foi evitado. Contudo, iniciou um sistema de financiamento de balanço de pagamentos que gerou um forte viés em forma de externalidade, desregulando os mercados e tornando-os ineficientes, de forma que ofertaram demais antes do choque da dívida e de menos depois. Dessa forma, foi gerada a bolha de crédito nos países em desenvolvimento, que mais tarde seria um dos principais fatores responsáveis por causar a crise da dívida na América Latina (SIMONSEN, WARLANG, 1990).

Contudo, não é errado afirmar que, sem a liquidez mundial que se apresentou de forma abundante, o modelo desenvolvimentista latino-americano teria resultados mais lentos, mas a vulnerabilidade em relação aos choques externos também seria menor (LAIDLER, 2006).

Como as fontes externas de financiamento praticamente foram extintas na década de 1980, isso estrangulou o Estado, que, para responder ao endividamento, deixou de ser financiador ou investidor direto. Logo, é possível afirmar que o modelo desenvolvimentista não entrou em crise por suas contradições nem pela exaustão de suas potencialidades. O principal motivo da ocorrência, e de posteriormente o agravamento da crise, foi a extorsão dos juros impostos internacionalmente (LAIDLER, 2006).

#### **2.4 O diagnóstico da crise da dívida**

Logo após a eclosão da crise da América Latina, com a moratória do México em 1982, os credores a subestimaram, tratando-a apenas como uma crise temporária de liquidez (BRESSER-PEREIRA, 1993). Dada a natureza desse diagnóstico, acreditava-se que a solução para o problema seria um esforço para realizar uma injeção monetária nos países devedores. Dessa forma, era necessário que os bancos refinanciassem a dívida principal e adiantassem novos recursos em moeda, à taxa de juros do mercado. (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

A ideia dessa estratégia consistia na hipótese de que a economia mundial retornaria ao que era nas décadas de 1960 e 1970, de modo que as exportações dos países latino-americanos

voltariam a crescer acima da taxa de juros internacional do mercado, fazendo com que a relação entre a dívida e a exportação diminuísse continuamente, mesmo com o refinanciamento dos credores da dívida principal mais os juros dos novos recursos (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Para que fosse possível convencer os bancos a aceitarem esse movimento, foi necessário que cada país que desejasse o reescalonamento da dívida e novos recursos em moeda adotasse um programa de ajustamento apoiado pelo FMI, e, como resultado do programa, o país devedor transferiria para o exterior, aos credores privados, uma determinada quantia do seu produto nacional. Caso os critérios de desempenho pré-determinados não fossem atendidos, os empréstimos do FMI e dos bancos comerciais privados seriam automaticamente interrompidos (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Essa estratégia foi útil para tratar os estágios iniciais da crise, pois possibilitou uma coalisão entre os bancos comerciais para possibilitar o refinanciamento das dívidas e parte dos juros que venciam, além de convencer os países latino-americanos devedores a transferir entre 4% e 6% do produto nacional bruto para o exterior. Dessa forma, após a implementação dos programas de ajustamento apoiados pelo FMI, era esperado que essas transferências acelerassem a melhora dos coeficientes de credibilidade, até que os países latino-americanos recuperassem o acesso ao mercado voluntário de crédito (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Porém, na prática, a economia mundial da década de 1980 continuava desfavorável para os países devedores, pois as taxas de juros internacional continuavam excedendo amplamente a taxa de crescimento das exportações. Assim, os países latino-americanos tinham que transferir para o exterior grande parte de suas receitas provenientes da exportação apenas para evitar novos aumentos na relação entre dívida e exportação, de modo que essas transferências estavam servindo apenas para evitar sanções sobre inadimplências, e não mais como um investimento para recuperar a credibilidade (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Dessa forma, foi reconhecido que essa estratégia de empurrar com a barriga era baseada em um falso conjunto de crenças, o que levou a percepção de que essa crise seria um problema de longo prazo, e não apenas um problema de liquidez temporária. (SIMONSEN, WERLANG, 1990).

Apesar do evidente fracasso no objetivo de recuperar o acesso ao crédito voluntário dos países latino-americanos e da ineficiência para o objetivo dos credores, que só adiaram o reconhecimento das perdas de risco soberano, essa estratégia serviu para salvar o sistema

bancário internacional a um custo mínimo para os participantes da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OCDE) (SIMONSEN, WARLANG, 1990).

Como após a moratória mexicana a inadimplência dos países devedores ameaçava uma falência generalizada entre os bancos comerciais, essa estratégia serviu para ganhar tempo e permitir que esses bancos reforçassem o capital para amenizar o risco de exposição aos países latino-americanos. Caso isso não tivesse sido feito e o sistema bancário tivesse colapsado, os contribuintes da OCDE que teriam que arcar com os prejuízos para evitar uma nova grande depressão (SIMONSEN, WARLANG, 1990).

Já a partir da segunda metade da década de 1980, a crise latino-americana começou a ser levada mais a sério, mas, mesmo assim, admitiu-se a existência da crise apenas de maneira limitada, de modo que a existência da crise da dívida foi reconhecida, mas foi considerada como superestimada (BRESSER-PEREIRA, 1993). Assim, a partir do ponto de vista neoliberal predominante nesses anos, formou-se o consenso de Washington como estratégia para combater a crise da dívida da América Latina (BRESSER-PEREIRA, 1991).

De acordo com a abordagem de Washington, a crise latino-americana é causada basicamente por, primeiro, o excessivo crescimento do Estado e do protecionismo da economia nacional, o que é resultado do modelo de substituição de importações, o excesso de regulação e o número excessivo de empresas estatais ineficientes, e, segundo, pelo populismo econômico, que foi resultado da incapacidade de controlar o déficit público e de manter sob controle as demandas salariais tanto do setor privado quanto do setor público (BRESSER-PEREIRA, 1991).

Portanto, o consenso de Washington tinha como objetivo resolver os problemas de populismo econômico, que resultou em déficit público, e do excesso de intervenção estatal, principalmente através das empresas estatais, das restrições comerciais e das diversas maneiras de subsídios ao investimento e ao consumo. Pretendia-se alcançar esses resultados por meio de ajustes fiscais, para acabar com o déficit público, e de reformas estruturais ou orientadas para o mercado, principalmente por meio da liberalização do comércio e da privatização, além de uma redução limitada da dívida (BRESSER-PEREIRA, 1993).

Assim, o consenso de Washington propunha a adoção de dez reformas para que a crise da dívida fosse superada. Eram elas: a disciplina fiscal, mirando a extinção do déficit público; mudança das prioridades dos gastos públicos, visando o fim da despesa com subsídios e o aumento do investimento em saúde e educação; reforma tributária, aumentando impostos caso

fosse possível, porém, de maneira moderada; as taxas de juros deveriam ser positivas e determinadas pelo mercado; a taxa de câmbio também deveria ser determinada pelo mercado; o comércio deveria ser liberalizado e voltado para o exterior; investimentos diretos não deveriam sofrer restrições; privatização das empresas públicas; desregulamentação das atividades econômicas; e o aumento da garantia do direito de propriedade (BRESSER-PEREIRA, 1991).

Logo, é possível notar que as primeiras cinco propostas tinham como objetivo proporcionar a estabilização da economia por meio de ajustes fiscais e da adoção de políticas econômicas de vertente ortodoxa, de modo que o papel principal fique por conta do mercado. Já as cinco propostas finais são todas maneiras de reduzir o tamanho do Estado (BRESSER-PEREIRA, 1991).

O ponto crucial dessas propostas é que nada se fala a respeito da dívida externa. Do ponto de vista do consenso de Washington, a crise da dívida não foi considerada como um fator central da crise da América Latina, de modo que as possíveis causas internas foram o foco das propostas (BRESSER-PEREIRA, 1993). A não percepção da necessidade de reduzir a dívida externa foi, possivelmente, a maior falha do diagnóstico da abordagem de Washington (PORTELLA FILHO, 1994).

Dessa forma, para os defensores da proposta de Washington, bastava que se estabilizasse, liberalizasse e privatizasse as economias latino-americanas, que os países em crise retomariam o crescimento econômico. Porém, as evidências não corroboram essa hipótese. Como exemplo, tem-se a Bolívia e o México, que mesmo após a implementação das propostas continuaram com a economia estagnada (BRESSER-PEREIRA, 1991).

Assim, guiados pelas ideias de Washington, os países devedores latino-americanos foram estimulados a tentar realizar, simultaneamente, a estabilização, a liberalização e o pagamento total de suas dívidas. O problema era que alcançar essas três metas de forma simultânea era difícil de executar técnica e politicamente, uma vez que as políticas de ajustamento eram quase sempre drásticas e deveriam mostrar resultados no curto prazo (PORTELLA FILHO, 1994).

Como o modelo de desenvolvimento acelerado por meio de endividamento fora inviabilizado pelo súbito racionamento de crédito gerado pela crise, os países latino-americanos foram obrigados a aceitar, por pura falta de opção, o tutelamento estrangeiro e a implementação das reformas neoliberais (PORTELLA FILHO, 1994).

E até o ano de 1988, que foi quando acabou o governo de Ronald Reagan nos Estados Unidos, o tutelamento estrangeiro foi extremamente rigoroso, onde os credores e as instituições oficiais praticamente se negaram a discutir propostas de redução da dívida externa. Não por coincidência, a maior parte da América Latina teve um crescimento negativo da renda per capita e uma inflação ascendente nesse período (PORTELLA FILHO, 1994).

As políticas de ajustamento do FMI priorizavam o ajustamento do setor externo, onde foi realizado um violento ajustamento da balança comercial, resultando na transformação do déficit de 1,3 bilhão de dólar em um superávit de 31,5 bilhões de dólares. O problema, contudo, foi que esse superávit foi resultado da diminuição do consumo, ao fazerem cortes nas importações. As exportações dos países devedores cresceram consideravelmente abaixo dos números das décadas passadas (PORTELLA FILHO, 1994).

O ajustamento externo foi pensado de forma a maximizar o volume e a velocidade das transferências de recursos para o exterior. O efeito disso foi visto posteriormente, com o agravamento da crise. O PIB, pela primeira em muitos anos, em vez de crescer, regrediu a uma média de 0,7% ao ano entre os anos de 1982 e 1988 (PORTELLA FILHO, 1994).

Esse novo padrão de crescimento era além de lento, problemático, pois tornou a renda mais concentrada do que nos outros anos, além de ter causado uma diminuição no nível geral de empregos, queda dos salários médios e aumento da população economicamente marginalizada (PORTELLA FILHO, 1994).

O ajustamento externo imposto aos países devedores provocou uma alta pressão sobre a capacidade de financiamento do setor público, uma vez que, com o aumento dos custos de rolagem das dívidas e do estreitamento de acesso ao crédito, os governos dos países devedores geravam, sistematicamente, déficits superiores ao que era possível para eles financiarem (PORTELLA FILHO, 1994).

Com a dificuldade cada vez maior de financiar os déficits públicos, o resultado foi uma aceleração da taxa de inflação na maioria dos países latino-americanos. O índice de preços ao consumidor agregado da América Latina, com a exceção do ano de 1986, quando houve o congelamento de preços, subiu em todos os anos da década, atingindo o recorde histórico em 1989, quando alcançou 1205% (PORTELLA FILHO, 1994).

Apesar de todos esses sacrifícios, a dívida externa continuou crescendo em ritmo acelerado durante a década de 80. Tendo como base o ano de 1980, o índice da dívida externa

bruta subiu para 182,7% em 1988, enquanto o índice das exportações subiu para 109,8% e o do PIB para 110,8% no mesmo período. Logo, fica nítido que os principais indicadores da dívida externa, em relação ao PIB e em relação às exportações, estavam piores do que em 1982, período que estourou a crise. Ou seja, é possível afirmar que o setor produtivo dos países latino-americanos foi violentamente prejudicado sem que houvesse qualquer correção do problema da dívida externa (PORTELLA FILHO, 1994).

Somente em 1989, após o início do governo Bush, a dívida externa foi considerada como um problema grave, e, com isso, foi lançado o plano Brady, que tinha como objetivo reduzir os encargos financeiros dos países severamente endividados de renda média (PORTELLA FILHO, 1994). Porém, assim que o plano Brady foi definido, o problema foi considerado solucionado, e os defensores do consenso de Washington voltaram a atribuir a crise à problemas exclusivamente internos e a cobrar dos países latino-americanos reformas internas para ajuste fiscal e da balança de pagamentos, além das reformas estruturais orientadas pelo mercado (BRESSER-PEREIRA, 1993).

Apesar do plano Brady não ter sido uma medida desprezível, ele não foi o principal responsável pela amenização do estrangulamento financeiro da América Latina. O fator responsável por isso foi exógeno, que foi a queda das taxas de juros internacionais. A LIBOR semestral para empréstimos em dólar foi diminuída para 8,32% em 1990, para 6,08% em 1991 e 3,93% em 1992. Com essa substancial redução da taxa de juros para empréstimo, o serviço da dívida externa dos países latino-americanos foi amplamente reduzido, ao mesmo tempo em que possibilitou a esses países maior acesso aos recursos internacionais (PORTELLA FILHO, 1994).

Nesse novo cenário, com o aumento da entrada de capitais e com a diminuição da taxa de juros internacionais, as transferências líquidas de recursos passaram de um déficit de 28 bilhões de dólares em 1989 para um superávit de 27,4 bilhões de dólares em 1992. Dessa forma, o crescimento da dívida externa começou a crescer de forma mais lenta, e gradualmente foi superado pelas exportações (PORTELLA FILHO, 1994).

A partir de 1991, era possível observar uma pequena recuperação nas taxas de crescimento da maioria dos países da América Latina. Porém, alguns dos países latino-americanos mais importantes, como por exemplo o Brasil, ainda continuava em recessão. O índice de preços ao consumidor da região, que começou a decair entre 1990 e 1991, em 1992

sofreu uma nova aceleração, chegando a 410,7%, enquanto a taxa de inflação média dos três primeiros anos da década de 1990 ficou em 598% ao ano (PORTELLA FILHO, 1994).

Logo, é possível ver que, mesmo após mais de uma década de reformas e ajustamento econômico, ainda não existiam resultados satisfatórios na América Latina no que diz a respeito da estabilização econômica (PORTELLA FILHO, 1994).

Não é difícil perceber que as abordagens feitas para combater a crise da América Latina foram incompletas. O consenso de Washington atacou as causas complementares da crise, e não o foco principal dela. E, principalmente, errou em não reconhecer a existência de uma crise fiscal, que foi um dos principais, se não o principal elemento da crise da dívida da América Latina (BRESSER-PEREIRA, 1993).

Apesar do populismo econômico ser um problema para os países latino-americanos, ele não pode explicar a crise, porque sempre existiu, e mesmo assim a região da América Latina se desenvolveu. De fato, a inexistência da estabilização econômica também é um fator problemático, mas tampouco pode explicar a crise, uma vez que ela é consequência, e não a causa do problema, além de que, após ela ser alcançada, não garante a retomada do desenvolvimento. A intervenção do Estado também não pode ser responsabilizada, uma vez que durante várias décadas ela foi bem-sucedida. Inclusive, não teria existido o desenvolvimento que existiu na América Latina se não tivesse existido essa intervenção (BRESSER-PEREIRA, 1991).

A crise pode ser explicada parcialmente, portanto, pelo crescimento excessivo e distorcido do Estado e pelo esgotamento da estratégia de intervenção, conforme foi combatido. Mas, ela se explica, principalmente, pela crise fiscal ocorrida na América Latina nos anos 1980, que imobilizou o Estado e o transformou em um obstáculo, diferente dos anos anteriores em que promovia o desenvolvimento (BRESSER-PEREIRA, 1991).

A crise fiscal do Estado na América-Latina foi composta principalmente por cinco fatores: o déficit público; poupança pública negativa ou muito pequena; dívida pública, externa e interna, excessivamente elevada; falta de crédito do Estado, incapacitando a constituição de uma dívida pública interna voluntária; e a falta de credibilidade dos governos (BRESSER-PEREIRA, 1991).

Portanto, quando a estratégia para combater a crise foi atacar apenas o déficit público, deixaram passar importantes pontos que impossibilitaram a recuperação do Estado. A poupança

pública tem tanta, se não mais, importância que o déficit, uma vez que ela impacta diretamente nos investimentos públicos realizados, que abrangem os investimentos propriamente ditos, como investimentos em infraestrutura que o setor privado não tem interesse em realizar, os investimentos sociais e os investimentos de segurança, além dos subsídios e incentivos aos investimentos privados, como por exemplo política agrícola e industrial (BRESSER-PEREIRA, 1991).

Nesse contexto, caso a poupança pública se aproxime de zero, a única maneira de manter esses investimentos é financiando por meio do déficit público. Porém, para superar a crise fiscal, o objetivo tem que ser eliminar o déficit público, o que implica que também será necessário eliminar o investimento público (BRESSER-PEREIRA, 1991).

Assim, com a poupança pública zerada, ou o déficit público é mantido e o Estado continua a investir, mas agravando o endividamento e perdendo crédito, ou o déficit público é eliminado, mas os investimentos também são zerados. Em uma situação ainda pior, onde a poupança pública é negativa, mesmo que os investimentos públicos sejam zerados, o déficit público existirá, como alternativa para financiar parte dos gastos correntes. Independente de qual dessas três situações o estado se encontrar, ele estará imobilizado e incapaz de definir ou implantar qualquer política econômica (BRESSER-PEREIRA, 1991).

Logo, não bastaria só estabilizar e liberalizar, apenas combatendo o populismo econômico e reduzindo o tamanho do Estado, uma vez que a intervenção estatal não é nociva em condições normais. É necessário também resolver a crise fiscal e reduzir a dívida pública. Na prática, reduzir a dívida significa encontrar meios de cancelá-la (BRESSER-PEREIRA, 1991).

Através do cancelamento de uma dívida que não tem como ser honrada e de um ajuste fiscal que contemple redução de despesas e aumento de impostos sobre os agentes capazes de pagar mais, seria possível recuperar a capacidade de poupança do estado, de modo que fosse possível executar políticas macroeconômicas no curto e no médio prazo, além de definir uma estratégia de retomada do desenvolvimento, na qual esteja englobada políticas industriais, tecnológicas, sociais e ambientais (BRESSER-PEREIRA, 1991).

Nota-se que tem que continuar existindo intervenções estatais na economia. É um fato que o Estado, na América Latina, cresceu em excesso e com diversas distorções e, por isso, deve ser diminuído, e, portanto, deve haver uma reforma com esse objetivo. Porém, isso não significa que o Estado deixará de ter um papel fundamental na promoção do desenvolvimento

econômico e social dos países da América Latina. Pelo contrário, a reforma deverá ter, junto com o objetivo de redução do tamanho, o objetivo de aumentar a eficiência estatal, de modo que o Estado intervenha de forma moderada, mas efetiva. Como os mercados não funcionam no vácuo, eles precisam de outras instituições, principalmente de um Estado forte, mesmo que pequeno, e de um governo com credibilidade (BRESSER-PEREIRA, 1991).

### **3. A CRISE DO SUBPRIME**

#### **3.1 O Avanço do Setor Bancário**

Após a grande crise de 1929 e a posterior onda de falências do setor bancário, na qual estima-se que cerca de um terço de todos os bancos dos Estados Unidos faliram, foi criado, em 1933, o Ato Glass-Steagall, que proibia qualquer instituição de exercer mais de uma função bancária, inviabilizando que os bancos comerciais, que aceitam depósitos e fazem empréstimos, pudessem atuar também como banco de investimentos ou seguradoras, que aconselham e realizam transações com títulos e ações (EVANS, 2011).

O Ato Glass-Steagall impôs controles rígidos ao setor bancário, incluindo, além da separação jurídica entre os bancos comerciais e os bancos de investimento, a limitação das taxas de juros. Logo depois desse controle imposto aos bancos, criou-se a *Securities and Exchange Commission*, que tinha como objetivo a regulação dos mercados de valores imobiliários (EVANS, 2011).

Tanto os Estados Unidos quanto os outros grandes países capitalistas, que também tinham imposto regulamentações mais rígidas aos seus sistemas financeiros, não tiveram nenhuma crise financeira grave nas quase quatro décadas que seguiram esses limites. Esse período apresentou um grau anormal de estabilidade financeira, que resultou em um constante aumento no padrão de vida da população, uma vez que, com a inexistência de graves recessões, foi possível manter o desemprego excepcionalmente baixo, aumentar os salários reais e ampliar o fornecimento de serviços sociais, evidenciando o sucesso dessas imposições ao setor bancário (EVANS, 2011).

Já no final dos anos 1960, os bancos começaram a pressionar por mudanças nesse sistema. Através de um processo de inovação financeira, eles desenvolveram novos instrumentos que não foram desaprovados pelos regulamentos existentes. Essas inovações ficaram cada vez mais complexas com o avançar dos anos, tanto para burlar as regulamentações quanto para mascarar os riscos envolvidos nas operações (EVANS, 2011).

Desse modo, criou-se o certificado de depósito, que, em termos legais, era um certificado comercializável e não um depósito bancário, o que possibilitou aos bancos comerciais a captação de fundos à taxa de juros acima do limite legal estabelecido pelo governo. Outro desenvolvimento válido de se destacar foi a internacionalização do sistema bancário americano, com o objetivo principal de atuar longe das restrições impostas nos Estados Unidos. Por fim, sob forte pressão das instituições financeiras, somado ao fato do pensamento predominante na época de que os mercados privados se autorregulam, iniciou-se um processo gradual para eliminar as restrições existentes do setor bancário (EVANS, 2011).

Decorrente do processo de inovação e desregulamentação, houve um grande crescimento do setor financeiro, tanto no que diz a respeito das instituições financeiras, sobretudo os grandes bancos, quanto no que diz a respeito de instituições financeiras não bancárias, como fundos de pensão e de investimentos, além de instituições especulativas, como fundos de garantias e fundos de equidade privados. Essa expansão do setor financeiro teve como consequência o desenvolvimento de diversos novos instrumentos financeiros, que envolviam ações complexas e instrumentos especulativos, sendo os derivativos um dos principais (EVANS, 2011).

Assim, com o fortalecimento do setor financeiro, criou-se uma pressão sobre as empresas não financeiras dos demais setores da economia, pois agora precisavam priorizar a obtenção do maior retorno financeiro possível para os acionistas. Por causa dessa pressão por aumento de rendimentos, essas empresas começaram a se envolver em investimentos financeiros que renderiam mais do que investir em seus respectivos negócios, o que resultou em menor investimento do capital fixo dessas empresas. Essa nova fase do capitalismo foi denominada como capitalismo dirigido pelas finanças (EVANS, 2011).

Durante a década de 1980, a reestruturação do sistema financeiro habitacional norte-americano, resultante da combinação entre a liberalização financeira e o desenvolvimento da securitização de títulos hipotecários, fez com que houvesse a integração deste mercado com o mercado de capitais (GONTIJO, 2008). Assim, a criação do mercado securitizado de hipotecas possibilitou a criação de um forte vínculo entre o mercado de capitais e o mercado de hipotecas (CINTRA, CAGNIN, 2007).

Nesse contexto, o mercado habitacional fica mais independente das políticas monetárias, e, por consequência, das taxas de juros (GONTIJO, 2008). Dessa forma, a oferta de crédito hipotecário ficaria menos exposta às drásticas mudanças inerentes à economia, como

as que já tinham ocorrido na década de 1960 e 1970. Esse fator, combinado o aumento da competitividade no mercado primário de hipotecas resultante da desregulamentação, faz com que a contração da taxa de juros seja menos capaz de gerar racionamento do crédito hipotecário, como costumava acontecer antes (MCCARTHY, PEACH, 2002).

O desenvolvimento financeiro da década de 1980 foi muito marcado pelo uso extensivo das obrigações especulativas para financiar uma grande onda de aquisições corporativas. Apesar do maior risco de calote desses títulos, eles ofereciam uma melhor taxa de retorno, e por isso aparentaram ser altamente rentáveis para os bancos de investimentos que administravam suas emissões (EVANS, 2011).

No final da década, mais precisamente em 1989, depois dos consecutivos anos de empréstimos excessivos, os bancos de investimento interromperam abruptamente a expansão de novos empréstimos, colocando um ponto final à expansão econômica. Porém, os impactos dessa possível crise foram amenizados devido a adoção de políticas monetárias extremamente expansivas pelo FED, que manteve a taxa de juros baixas por vários anos (EVANS, 2011).

Já no final dos anos 1990, a economia dos Estados Unidos viveu uma nova fase expansionista, impulsionada pelo boom da tecnologia de informação (EVANS, 2011). Esse período, que ocorreu após alguns anos de estagnação, teve como base, além da criação das novas tecnologias de robótica e informação, a substituição do trabalho pela ciência na produção do valor e o neoliberalismo, que renovava a crença dos mercados se autorregularem, onde o Estado teria que intervir o mínimo possível na economia e privatizar ao máximo (GRESPLAN, 2009).

O aumento dos lucros e o crescente volume dos empréstimos fomentaram o crescimento dos investimentos em novas tecnologias, criando uma bolha no preço das ações. Decorrente disso, as famílias, com participação de ações diretas ou indiretas, experimentaram o efeito riqueza, situação onde, dada uma determinada renda e padrão de gastos, as pessoas consomem mais quando o valor do seu patrimônio aumenta, e, por causa disso, faziam cada vez mais empréstimos para financiar o consumo (EVANS, 2011).

Contudo, a estagnação nos ramos tradicionais da economia, que seriam os criadores de valor, ainda não havia sido completamente superada. Assim, as novas tecnologias, que eram diretamente ligadas capital financeiro, não possuíam estruturas fortes o suficiente para um novo ciclo duradouro de investimentos na produção de mercadorias. Portanto, ao invés do

desenvolvimento esperado, o que aconteceu foi o crescimento de uma bolha de capital especulativo, que havia se iniciado ainda na década de 1980 (GRESPLAN, 2009).

O motivo disso foi que o aumento da taxa de lucro era quase restrito ao setor não produtivo de serviços e finanças, de forma que pouco se estendia aos setores de indústria, extração e agropecuária. Dessa forma, quando se percebeu que essas novas empresas gerariam um retorno menor do que o esperado, o preço das ações despencou nas Bolsas de Valores Estadunidenses e de outros países centrais da economia, expondo os frágeis alicerces das bases as quais as expectativas haviam sido construídas (GRESPLAN, 2009).

Dessa forma, logo no início dos anos 2000, a bolha do preço das ações estourou, levando a um colapso dos preços, e, a crise que se seguiu só não foi mais longa e devastadora porque as autoridades monetárias agiram rápido e incentivaram o direcionamento do volume de capital excedente para aplicações em outros tipos de ativos, principalmente imóveis, de forma a combinar as oportunidades de lucro do setor de construção civil às de crédito imobiliário e da renda em terra urbana (GRESPLAN, 2009).

Assim, mais uma vez o FED conseguiu limitar os impactos da crise por meio da implementação de políticas monetárias altamente expansionistas, mantendo as taxas de juros baixas por mais alguns anos. Exemplo disso foi a principal taxa de juros do FED, que foi reduzida de 6,5%, em janeiro de 2001, para 1% em 2003 e 2004 (EVANS, 2011).

Como resultados das inovações financeiras introduzidas nas gestões do ex-presidente Ronald Reagan, na década de 1980, e depois com a revogação da Lei Glass-Steagall, no final da década de 1990, no governo do ex-presidente Bill Clinton, a regulamentação dos mercados financeiros americanos já era praticamente inexistente nos anos 2000 (MENEZES, RAMOS, 2018). Combinando esse fator com a criação do lastro imobiliário baseado nas construções feitas após o direcionamento do capital excedente da crise anterior, foi possível alcançar níveis ainda maiores de especulação, inflando novamente a bolha da década de 1990 (GRESPLAN, 2009).

Nesse contexto, entre os anos de 2002 e 2007, a economia americana viveu um novo período de expansão, dessa vez impulsionada pelo boom nos preços de habitações. As instituições financeiras expandiram de forma agressiva seus empréstimos hipotecários, incluindo nessa expansão as hipotecas subprime, que eram os empréstimos feitos aos agentes com baixa capacidade creditícia. Devido à ausência de regulamentação financeira, esses empréstimos estavam sujeitos a condições de obtenção bem mais leves do que as hipotecas

tradicionais, apesar das taxas de juros serem bem mais altas. Enquanto as taxas de juros de uma hipoteca tradicional ficavam entre 5% e 6%, nas hipotecas subprime, que eram de maior risco, essas taxas podiam chegar a 10% (EVANS, 2011).

Com o aumento da demanda, veio também o aumento dos preços das habitações. Dessa forma, muitas famílias, diante do aumento do valor de seus imóveis, tomaram novos empréstimos hipotecários em cima do novo valor de suas residências que foram usados para refinarçar os imóveis a menores taxas de juros e, com o que sobrava, financiar o consumo (EVANS, 2011).

Outro fator importante para a construção do contexto da crise foi a entrada da China no cenário econômico como potência, o que permitiu o aumento, em parte especulativa, dos preços dos *commodities* mundiais. Diante disso, com os enormes superávits comerciais e a grande entrada de dólares no país, a China foi obrigada a comprar enormes quantidades de títulos da dívida pública dos Estados Unidos, o que facilitou consideravelmente o financiamento dos gastos do governo americano (GRESPLAN, 2009).

Embora os salários reais tenham se mantido praticamente estagnados, os gastos de consumo cresceram de tal modo que possibilitaram o crescimento econômico estadunidense por vários anos. Porém, como o sistema hipotecário era lastreado na concessão de crédito ao consumo, quando a situação do consumo se inverteu, a bolha de preços das casas estourou, desencadeando a crise do subprime, a mais grave desde a Grande Depressão, em 1929 (EVANS, 2011).

### **3.2 O Estouro da Crise do Subprime**

Em setembro de 2008, a falência do banco Lehman Brothers, uma das instituições que eram consideradas grande demais para quebrar, foi sucedida por uma cadeia de quebras na economia dos Estados Unidos, oficializando a crise do subprime, e, à medida que as informações iam aparecendo, constatou-se que ela não estava restrita aos norte-americanos. Em poucas semanas a crise se espalhou por todo o mundo, atingindo fortemente a Europa e colocando o Euro à prova (MENEZES, RAMOS, 2018).

Contudo, como já foi visto, apesar do estopim da crise ter sido em 2008, as raízes desse fenômeno datam de pelo menos algumas décadas antes. Além de todo o processo já exposto, um evento importante que contribuiu para o acontecimento da crise foi o acordo internacional de Basileia, ocorrido em 1988. Neste acordo, ficou determinado que os bancos deveriam manter

reservas equivalentes a 8% de seus empréstimos, como forma de assegurar capital para o banco absorver prejuízos e evitar falência caso os empréstimos não fossem pagos (EVANS, 2011).

Porém, o efeito desse acordo foi o incentivo ao processo de titularização, também conhecido como securitização, onde os bancos faziam um grande número de empréstimos, que no caso eram milhares de hipotecas, e depois criariam uma obrigação que poderia ser vendida à investidores financeiros através do mercado de capitais. Assim, os bancos ganhavam comissões e, como os empréstimos eram removidos dos seus registros, o capital emprestado não entraria na conta do acordo de Basileia, e, portanto, não limitaria a quantidade de empréstimos. Na outra ponta, os investidores recebiam os pagamentos dos juros e do capital dos devedores das hipotecas (EVANS, 2011).

Entre os títulos lastreados em hipotecas, também foram criados aqueles que eram compostos por um elevado número de hipotecas subprime, que estavam ligados às dívidas hipotecárias das famílias de baixa renda, onde muitas tinham empregos irregulares. Por esse motivo, eram considerados mais arriscados do que outras formas de títulos (EVANS, 2011).

Como alternativa a esse problema, os maiores bancos de investimento de Nova Iorque desenvolveram as obrigações de dívida garantida, que eram um negócio altamente lucrativo. Os bancos pegavam os títulos iniciais, considerados de alto risco, e criavam novos títulos, de alta complexidade, com o objetivo de mascarar os riscos envolvidos na operação (EVANS, 2011).

Nessas obrigações de dívida garantida, o direito aos reembolsos era dividido em tranches. Assim, a primeira tranche, ou a mais antiga, tinha a preferência na hora da quitação da dívida, e, portanto, maiores chances de ser paga, de forma que era considerada muito segura e, por isso, pagava um prêmio menor. Após todos os proprietários das tranches preferenciais terem sido pagos, os detentores das segundas tranches, conhecidas como mezanino, receberiam seus prêmios. Essas já eram consideradas mais arriscadas, logo pagavam um prêmio um pouco maior. Por fim, a tranche mais baixa, ou de capital próprio, só receberia algum prêmio quando todas as outras tranches tivessem sido pagas, portanto, caso algum dos devedores não honrasse sua dívida, seriam os titulares dessa última tranche que arcariam com as perdas. Naturalmente, essa fração apresentava um considerável maior risco, e, portanto, pagavam o maior prêmio (EVANS, 2011).

O argumento por trás dessa titularização era que, ao dispersar o risco de perdas entre um considerável número de investidores, abriria a possibilidade para que eles fossem capazes de

selecionar o nível de risco, e assim, eles mesmos lidarem com as consequências, o que tornaria o sistema financeiro mais estável (EVANS, 2011).

A crise do subprime começa a ser desenhada de forma mais clara no último ciclo de construção residencial dos Estados Unidos, com a fase expansionista que ocorreu na segunda metade dos anos 1990, apresentando um ritmo de crescimento moderado de 2,3% ao ano entre 1995 e 2000. Porém, após o estouro da bolha do mercado acionário no ano 2000 e do ataque terrorista de 11 de setembro de 2001, o *Federal Reserve* promoveu seguidos cortes da taxa de juros, o que resultou em um novo impulso na expansão econômica (GONTIJO, 2008).

Os seguidos cortes na taxa de juros americana fizeram com que, em 2003, ela chegasse a 1%, resultando nos menores custos do crédito hipotecário dos últimos 40 anos. Essa impressionante redução da taxa de juros junto com o desenvolvimento do processo de securitização e com as inovações financeiras implementadas no período, transformaram o boom do mercado residencial em um verdadeiro frenesi, o que fez com que a taxa média de elevação dos preços dos imóveis fosse de 6,4% ao ano entre os anos de 2000 e 2005, sendo este último o ano em que os preços atingiram o topo histórico, onde os preços das residências foram elevados em 14% (GONTIJO, 2008).

Assim, com o cenário favorável para a expansão, as operações de securitização cresceram ainda mais, desenvolvendo aceleradamente o mercado de hipotecas subprime, que foi fortemente incentivado pelas inovações financeiras do início da década, objetivando atrair os credores com maior aptidão ao risco (GONTIJO, 2008).

Esse rápido crescimento do mercado subprime se deve, primeiro, às instituições fornecedoras de crédito hipotecário, que foram responsáveis por adotar as mesmas técnicas de classificação de crédito existentes no segmento subprime do financiamento de automóveis. Porém, apenas isso não seria o suficiente para a fomentação do crescimento acelerado desse mercado, pois as instituições financeiras não tinham como criar e vender os créditos aos investidores na forma de títulos garantidos por hipotecas residenciais. Por isso, para contornar essa situação, foi criada a proteção contra *defaults*. Assim, a difusão de novos produtos que ofereciam proteção contra *default* foi o segundo desenvolvimento importante que possibilitou esse rápido crescimento do mercado subprime (DIMARTINO, DUCA, 2007).

O passo seguinte desse período de forte expansão do segmento subprime foi o desenvolvimento de CDOs com créditos hipotecários subprime. Uma CDO é uma obrigação de dívida colateralizada, que é um derivativo lastreado em operações de crédito. Assim, os títulos

hipotecários subprime eram colocados em tranches diferenciadas das CDOs, misturadas com títulos mais confiáveis, de modo a conseguir o grau A ou maior das agências que determinavam o risco do ativo (GONTIJO, 2008).

Assim, dada a alta confiança que os modelos quantitativos de medição de risco de inadimplência possuíam, esses CDOs geraram um mercado bastante movimentado de títulos garantidos por empréstimos *subprime*. A soma de novas técnicas de classificação de risco com os produtos derivados dos títulos garantidos por hipotecas residenciais não asseguradas por agências federais possibilitou a diversos agentes subprimes receberem crédito hipotecário, de forma que uma nova classe de tomadores de crédito foi considerada apta a receber o fluxo de capital dos poupadores (DIMARTINO, DUCA, 2007).

Isso quer dizer que, as carteiras de crédito imobiliário foram rapidamente securitizadas, englobando hipotecas dos mais diversos riscos, recebíveis de cartão de crédito, recebíveis de automóveis e outras coisas. Cada pacote desses era identificado apenas pelo grau de risco determinado pelas agências *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch*. Os ativos classificados com pelo menos o grau mezanino, o BBB, eram adquiridos por investidores institucionais e fundos hedge, enquanto as tranches de maior risco, as *equitys*, eram transferidas para agências que contavam com linha de crédito de controladores para garantir liquidez dos papéis, o que era garantido por companhias de seguros através dos derivativos (GONTIJO, 2008).

Logo, o terceiro desenvolvimento que possibilitou todo esse crescimento dos mercados subprimes foi a possibilidade de os tomadores de recursos com perfis econômicos problemáticos conseguirem acesso ao crédito habitacional. O argumento por trás do crédito subprime era possibilitar ao consumidor a aquisição de uma residência financiada ao mesmo tempo em que reconstruía seu crédito. Assim, surgiram, como instrumentos de transição, as hipotecas com taxa de juros ajustáveis, que tinha 2 ou 3 anos de taxas de juros fixas, geralmente baixas, e depois eram ajustadas de acordo com um índice, como por exemplo o Libor, mais uma margem (GONTIJO, 2008).

A característica financeira principal das hipotecas subprime era a possibilidade de o devedor refinar sua residência, aproveitando os ganhos de capital resultantes da apreciação do valor de seus imóveis em um curto período de tempo, e assim, conseguir garantias para uma nova hipoteca ou usar para consumo (GORTON, 2008).

Nesse contexto do boom habitacional, pouco importava a qualidade do crédito fornecido, já que, caso o devedor não honrasse suas dívidas, o prestamista poderia tomar o

imóvel e vender rapidamente, uma vez que o mercado estava muito aquecido, e assim, graças a apreciação das residências, recuperar qualquer prejuízo que viesse a ter (GONTIJO, 2008).

No cenário da expansão creditícia independente de qualidade, os corretores imobiliários tiveram um importante papel, onde vendiam grandes quantidades de contrato ninja, onde o tomador de crédito não tinha nem comprovação de renda, nem comprovação de emprego e nem comprovação de ativos. Para cada empréstimo feito, eles ganhavam generosas comissões, o que os incentivava a fazer isso. Estima-se que, em 2004, os corretores foram responsáveis por 68% de todos os empréstimos habitacionais dos EUA, onde os empréstimos subprime correspondiam a 42,7% do total de empréstimos (GONTIJO, 2008).

Desse modo, a securitização de créditos era vantajosa tanto para as instituições financeiras quanto para os corretores. Para os tomadores de empréstimos, tinha a vantagem da aquisição de imóveis que seriam impossíveis obter de outras formas. Porém, no caso dos tomadores de recursos, o custo da transação era uma barreira, pois chegava a ultrapassar 10% de juros ao ano. Esse obstáculo era contornado devido ao contínuo aumento dos preços dos imóveis, o que possibilitava aos devedores o refinanciamento a taxas de juros menores e ainda a obter mais crédito, de modo a financiar o consumo (GONTIJO, 2008).

As bolhas de crédito e de construção residencial alimentavam uma a outra, de forma que se reforçavam mutuamente. Devido à forte demanda, imperava a crença de que os preços dos imóveis aumentariam perpetuamente, de forma que o crédito continuou a expandir e os tomadores de recursos tomavam cada vez mais empréstimos (MIZEN, 2008).

Como resultado disso, os créditos subprime tiveram uma taxa de crescimento exponencial, chegando ao seu ápice em 2005, quando foram emitidas 665 bilhões de dólares em hipotecas subprime, o que representava 12,1% do estoque de hipotecas titularizadas e a 54% de todas as hipotecas existentes no mercado (GONTIJO, 2008).

O mercado hipotecário subprime funcionou de forma muito boa até 2006. Porém, o FED voltou a subir as taxas de juros a partir de março de 2004, chegando a 5,25% em junho de 2006. Assim, no verão de 2006, os preços dos imóveis começaram a cair. Iniciado esse movimento baixista, todo o mercado subprime começou a ruir (GONTIJO, 2008).

Isso aconteceu devido ao fato de que, como a maioria dos devedores dependiam da valorização de seus imóveis para continuar honrando seus compromissos, com a queda dos preços imobiliários eles não conseguiam mais refinanciar suas residências para manter as

hipotecas a juros baixos e, conseqüentemente, manter os pagamentos em dia. Logo, ao serem obrigados a se manter em contratos com altas taxas de juros, grande parte dos tomadores de recursos começou a atrasar os pagamentos dos empréstimos (GONTIJO, 2008).

Além do problema inicial da impossibilidade de pagamentos das dívidas, existia o fato de que os contratos de empréstimo hipotecários previam pagamentos adicionais em caso de desvalorização do imóvel abaixo do valor da dívida hipotecária, o que aumentou ainda mais a dívida dos tomadores de empréstimo *subprime*, e, por conseqüência, ampliou ainda mais as taxas de inadimplência (GONTIJO, 2008).

Somado a isso, o próprio fato do encerramento do movimento de alta já espantou especuladores do mercado habitacional, agravando os efeitos baixistas já existentes, o que resultou em um aumento da oferta de imóveis no curto prazo, pressionando os preços imobiliários para baixo e aumentando cada vez mais a falta de pagamentos dos empréstimos hipotecários (GONTIJO 2008).

Em março de 2008, mais de 10% do total de hipotecas apresentavam um saldo devedor maior do que o valor dos imóveis, o que fez com que muitos dos agentes que tinham tomado recursos simplesmente suspendessem o pagamento das prestações (GONTIJO, 2008).

A disparada das taxas de inadimplência causou danos irreparáveis ao mercado hipotecário. No mesmo período em que ocorreu o início do movimento baixista dos preços de imóveis, diminuiu também a procura pelos títulos lastreados em hipotecas, que foram acumuladas nas carteiras dos bancos originadores, que não tinham parado de emitir esses títulos. Com a crença de que essa queda era um fenômeno passageiro, muitos bancos adquiriram títulos hipotecários problemáticos, de forma que incorporaram o risco das hipotecas subprime. Dessa forma, ao invés da perda ser dos investidores, conforme a ideia original do modelo de securitização, as perdas se concentraram nas instituições financeiras, principalmente nos bancos originadores de títulos lastreados em hipotecas e nas instituições que asseguravam esse tipo de título contra perdas de capital (GONTIJO, 2008).

Nesse contexto, começou uma série de falências no meio das instituições financeiras, tanto americanas quanto internacionais, além das agências de classificação de risco começarem a mudar a classificação de risco dos títulos lastreados em hipotecas, e dos bloqueios de resgate dos fundos, sob alegação de não ser possível avaliar os CDOs existentes em suas carteiras, e de interrupção de liquidez a esses ativos (GONTIJO, 2008).

Diante dessa situação caótica, os bancos começaram a entesourar liquidez e a desconfiar da liquidez de outros bancos, interrompendo assim os empréstimos entre as instituições. O resultado disso foi o colapso interbancário, que teve o *spread* entre os títulos públicos de curto prazo ampliado de forma absurda. Logo, o FED, o Banco Central Europeu e o Banco do Japão alocaram enormes quantidades de capital no mercado financeiro para acalmar o pânico que se instaurara (GONTIJO, 2008).

Essas medidas serviram apenas para adiar o estopim da crise, pois apesar dos sucessivos cortes da taxa básica de juros e de outras medidas do FED para conter o colapso, novos choques abalaram a economia, resultando na falência do banco de investimentos norte americano *Bear Stearns*, após uma tentativa fracassada do FED de salva-lo. Por fim, na segunda quinzena de setembro de 2008, o tesouro americano se negou a socorrer o banco *Lehman Brothers*, que até aquele momento era considerado muito grande para falir, oficializando a existência da crise do subprime (GONTIJO, 2008).

O colapso do *Lehman Brothers* iniciou uma série de falências generalizada, incluindo outras grandes financeiras, como por exemplo a *American International Group*, que era a maior seguradora do mundo, e que tinha adquirido grandes responsabilidades em duvidosos títulos hipotecários (EVANS, 2011).

Esse evento também causou uma gigantesca instabilidade no mercado monetário interbancário, causando o colapso quase total dos empréstimos bancários nos Estados Unidos. Por fim, no início de outubro daquele ano, a crise chegou ao mercado internacional de ações, que perderam aproximadamente 20% do valor em uma semana, tanto nos Estados Unidos quanto na Europa, e até mesmo na Ásia, que até então estava praticamente intocada pela crise (EVANS, 2011).

Já no final da segunda semana de outubro de 2008, a ideia de que o sistema financeiro internacional estava à beira de um colapso era senso comum. Por isso, os governos do Estados Unidos e dos principais países europeus, oficializaram planos para investir capital diretamente nos bancos a ponto de falir. Na prática, esses planos consistiam na nacionalização parcial do sistema bancário. No caso dos Estados Unidos, o governo se tornou proprietário principal do *Citybank* e do *Bank of America*, os dois maiores bancos do país (EVANS, 2011).

Além da injeção de capital, os governos anunciaram medidas de incentivo para garantir os empréstimos interbancários, objetivando o retorno da fluidez de capital interbancária. Porém, apesar da forte intervenção estatal coordenada ter evitado a cadeia de falências financeiras, ela

se provou ineficaz no que diz a respeito de impedir o colapso dos empréstimos bancários, fosse nos Estados Unidos ou na Europa. Assim, depois de algumas vezes bem-sucedido em impedir o impacto de crises anteriores, dessa vez, o FED não conseguiu repetir esse sucesso (EVANS, 2011).

### **3.3 O Pós-Crise do Subprime**

A crise do subprime deixou duas lições logo após ter ocorrido. A primeira foi a confirmação de que todos os instrumentos de regulação e supervisão disponíveis em relação ao setor bancário deveriam ser modificados, principalmente no que diz a respeito da capacidade de auto-regulação do mercado, uma vez que o mecanismo de securitização de créditos hipotecários possibilitou, por parte das instituições financeiras, um nível de alavancagem extremamente alto acompanhado da disseminação sistêmica de risco (BORÇA JÚNIOR, TORRES FILHO, 2008).

A segunda lição foi que, definitivamente, teria que existir maior intervenção por parte do Estado na economia, principalmente no que diz respeito ao funcionamento dos mercados e instituições financeiras. Inclusive, em alguns casos mais extremos, acreditava-se que seria necessário um novo acordo de Bretton Woods (BORÇA JÚNIOR, TORRES FILHO, 2008).

Dessa forma, o retorno da legitimidade do Estado como ator econômico ocorreu por meio das políticas adotadas justamente para resguardar e recompor o patrimônio das grandes instituições financeiras, como os bancos e seguradoras (MENEZES, RAMOS, 2018).

Nos Estados Unidos, algumas das primeiras medidas adotadas para combater o cenário da crise vieram no governo Obama, no início de 2009, através de um programa de aumento de despesas, no valor de 789 bilhões de dólares, e do corte de impostos, de cerca de 3% do PIB em 2009 e 2010 (EVANS, 2011).

Esses programas governamentais serviram para compensar parcialmente o colapso dos gastos das empresas privadas. Em contrapartida, a combinação entre esses programas, o elevado montante destinado ao socorro do setor financeiro e a considerável queda nas receitas fiscais, resultou em grandes déficits orçamentários e um impressionante aumento do endividamento das principais potências capitalistas (EVANS, 2011).

Como consequência disso, a produção foi estabilizada, e a nova prioridade da crise passou a ser a capacidade dos governos de financiar seus empréstimos. Isso porque, durante pelo menos três décadas, os governos estadunidenses tiveram acesso a volumosos fluxos de

capital estrangeiro para auxiliar a financiar o déficit orçamental. Porém, com a crise de 2008 os maiores financiadores da dívida americana apresentaram dificuldades para aumentar suas posições na dívida dos Estados Unidos (EVANS, 2011).

No que diz a respeito da Europa, mais precisamente os países da zona do euro, o que se mostrou foi que, apesar do maior endividamento já visto na região, obtido nos tempos de calmaria, os países mais fortes ainda eram capazes de financiar empréstimos substanciais (EVANS, 2011).

Já os países do sul europeu que possuíam grandes déficits na conta corrente encontraram problemas para financiar esses empréstimos. Foi o caso da Grécia, Portugal e Espanha, que chegaram a situações onde foi necessária a intervenção dos demais países da zona do euro, que tiveram que criar um fundo de 440 bilhões de euros para dar suporte aos Estados membros (EVANS, 2011).

Apesar do enorme pessimismo que se instaurou no ápice da crise, após o colapso financeiro que era esperado ter sido amenizado no início de 2009, a pressão pela implantação de reformas substanciais diminuiu. Por isso, já em 2011, muitos dos bancos americanos que resistiram à crise já estavam conseguindo obter bons lucros, e, com as ações de mercado dos grandes bancos aumentando, essas instituições financeiras se beneficiaram do financiamento dos bancos centrais à taxa de juros baixíssima (EVANS, 2011).

Portanto, olhando do ponto de vista geral, embora o modelo de capitalismo conduzido pelas finanças ter sido desacreditado durante a crise, tanto o governo norte americano quanto os governos europeus, voltaram a implantar políticas semelhantes a aquelas do período anterior à crise. No caso dos Estados Unidos isso significou um esforço para a promoção da retomada dos gastos dos consumidores, enquanto na Europa os governos apostaram na expansão das exportações (EVANS, 2011).

A crise do *subprime* exigia mudanças na governança financeira, mas o alcance e as mudanças que foram feitas nos sistemas monetários e financeiros praticamente não alteraram a realidade pré-crise. Considerando a assimetria e a hierarquia do sistema financeiro, onde os países centrais detêm a liderança, em particular os Estados Unidos, detentor do dólar, que é a moeda chave no cenário mundial, as reformas que foram feitas podem ser consideradas quase que indiferentes (MENEZES, RAMOS, 2018).

Apesar do fato de que, em 2011, os bancos que resistiram a crise de 2008 já estivessem alcançando bons lucros, a economia americana ainda não tinha conseguido reestabelecer seu dinamismo. Ainda eram presentes no cenário econômico as elevadas taxas de desemprego e baixas taxas de crescimento, sem que fosse apresentada qualquer perspectiva de alteração no curto prazo ou mudança significativa na composição e repartição da riqueza dos grupos na sociedade (PINTO, 2011).

Assim, a hipótese é de que o centro dos problemas causados pela crise na economia americana não era resultado do endividamento público ou da insolvência estatal, mas sim de uma depressão econômica, caracterizada pelo baixo crescimento dos investimentos e do PIB, além do elevado endividamento familiar e do alto nível de desemprego, e de uma crise política, o que dificultava que o Estado adotasse as medidas, principalmente fiscais, para gerar estímulo ao crescimento (PINTO, 2011).

As medidas de atuação no combate a crise foram implementadas através de, principalmente, três grandes programas. O *Housing and Economic Recovery Act* (HERA) e o *Troubled Asset Relief Program* (TARP), com objetivo de resgatar as instituições financeiras, e o *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), com forte componente fiscal. Sem dúvidas, a implementação desses programas deteriorou as contas públicas dos Estados Unidos (PINTO, 2011).

Uma das principais fontes de deterioração das contas públicas foi a queda da arrecadação, que apesar de já estar acontecendo desde 2001, foi acelerada com os incentivos fiscais do ARRA. Da ótica das despesas, aproximadamente 80% dos gastos resultantes do socorro às instituições financeiras por meio do TARP já havia retornado ao Estado devido a recompra de ações pelo setor privado. Portanto, os EUA não tinham problema nem de dívida nem de déficit fiscal (PINTO, 2011).

Outro ponto é que, mesmo que o nível de endividamento americano estivesse elevado e fora de controle, o que não era o caso, ao menos no curto prazo, os Estados Unidos são os responsáveis pela emissão do dólar, que é a moeda de curso mundial, e pela reserva de valor mundial, que são os títulos do Tesouro. Portanto, esse país enfrenta menos restrições ao financiamento do que o restante dos países (PINTO, 2011).

Também é importante considerar que a demanda por títulos do Tesouro continua existindo, mesmo após a redução das taxas de juros, e conseqüentemente do retorno esperado, o que comprova que não havia problema de solvência do governo. O maior problema da

economia americana era em relação às finanças privadas e ao lado produtivo, o que caracteriza o processo de depressão econômica (PINTO, 2011).

A política monetária expansionista, quando não é convertida em estímulo à demanda agregada, gera um excesso de liquidez. Como os EUA são país emissor da moeda mundial, esse excesso causa a desvalorização do dólar em relação às outras moedas e uma maior quantidade de moeda disponível no mercado mundial. Essa liquidez excedente buscou aplicações mais rentáveis nos países emergentes, como as commodities e o mercado de títulos em ações. Isso valoriza a moeda desses países, e conseqüentemente, compromete a competitividade das exportações americanas, pressionando a indústria nacional, dado o aumento de importações (PINTO, 2011).

Nesse contexto, seria mais adequado colocar a política fiscal como elemento central na recuperação da economia norte-americana, principalmente porque, apesar da deterioração das contas públicas, o governo ainda possuía folga para introduzir estímulos fiscais. Seria possível, assim, coordenar as políticas fiscais e monetárias, para evitar problemas no futuro relacionados à falta de financiamento ou à dívida pública e seus possíveis efeitos inflacionários. Contudo, os estímulos fiscais tinham a tendência de serem reduzidos ou removidos, não por problemas de insolvência, mas sim por questões de conflitos políticos (PINTO, 2011).

#### **4. A COMPARAÇÃO ENTRE AS DUAS CRISES**

As duas crises apresentadas neste trabalho, a crise da dívida na América Latina e a crise do *subprime* nos Estados Unidos, apresentam diversas semelhanças, tanto nos períodos que as precederam quanto nas atitudes tomadas posteriormente.

A primeira semelhança que podemos notar entre essas crises é o fato de que as duas foram precedidas por um período de agressiva expansão financeira com capital terceirizado, possibilitando aos agentes uma grande alavancagem, que foi utilizada para financiar consumo. Nas duas crises, esse cenário só era viável enquanto o mercado continuasse a favor da expansão, e em ambas existia a forte crença de que o mercado continuaria a crescer perpetuamente, o que resultou em descuido tanto por parte dos credores quanto por parte dos devedores. Por fim, nos dois cenários, o aumento das taxas de juros deu início ao movimento baixista que resultou no estouro da bolha especulativa.

No caso da crise da dívida da América Latina, o período de crescimento foi feito através do modelo de desenvolvimento por substituição de importações, onde o capital estrangeiro

deveria ser usado para financiar a industrialização dos países menos desenvolvidos através da importação da estrutura de empresas estrangeiras. Esse modelo já havia sido esgotado no final da década de 1960, e durante toda a década de 1970 os países latino-americanos tiveram que financiar seus respectivos desenvolvimentos por meio de empréstimos estrangeiros. Esses empréstimos poderiam ser honrados enquanto a taxa de exportação dos países menos desenvolvidos fosse maior do que a taxa de juros internacional desses empréstimos, o que acabou por criar uma bolha que começou a ser estourada quando a taxa de juros internacional ultrapassou a taxa de exportação dos países latino-americanos.

No caso da crise do subprime, o período de expansão foi dado pelas baixas taxas de juros e o boom do setor imobiliário, que aumentou a procura por mais consumidores, de modo a incluir agentes subprime, ou seja, que não tinham condições de tomar os empréstimos tradicionais por não terem como comprovar renda. Dessa forma, enquanto o preço dos imóveis subia, os empréstimos poderiam ser quitados através do refinanciamento das residências a preços mais elevados, o que era suficiente para quitar a dívida anterior e ainda financiar consumo com o excedente, o que acabou por gerar uma bolha imobiliária. Quando o FED aumentou a taxa de juros americana, o preço dos imóveis começou a cair, conseqüentemente aumentando a taxa de inadimplência das hipotecas, pois os tomadores de empréstimo não tinham mais como refinar suas dívidas. Isso deu início ao movimento baixista no mercado imobiliário que resultou na crise da subprime.

Ainda dentro do contexto apresentado do ciclo dessas dívidas, outra semelhança presente foi o fato de que, nos dois casos, os empréstimos tomados foram usados para financiar o consumo, o que contribuiu para o agravamento das crises.

No caso da crise da dívida da América Latina, os empréstimos deveriam ter sido usados para financiar desenvolvimentos produtivos, o que, posteriormente, facilitaria o pagamento da dívida sem a necessidade de tomar novos empréstimos. Porém, foram usados para financiar o balanço de pagamentos e a sobrevalorização cambial, de modo que, quando o fluxo de capital foi interrompido, os países latino-americanos não tinham nenhuma maneira de arcar com seus débitos, agravando o déficit existente.

No caso da crise do subprime, os empréstimos hipotecários deveriam ter sido usados para facilitar a obtenção de imóveis que seriam impossíveis de serem obtidos com o capital próprio dos tomadores de empréstimo subprime, e o refinanciamento deles usados para que a dívida fosse quitada aos poucos, à taxa de juros mais baixas, até que esses agentes subprimes

conseguissem chegar ao nível de tomar empréstimos tradicionais. Porém, na prática, o que ocorreu foi que os refinanciamentos das hipotecas subprime foram usados para fins de consumo dos agentes, o que fez com que, quando houve a queda dos preços imobiliários, os devedores não possuíssem recursos para quitar seus empréstimos, aumentando a velocidade do movimento baixista do mercado imobiliário.

Uma semelhança entre as duas crises que foi uma das, se não a mais importante, diz respeito a atuação dos bancos comerciais. Em ambas as situações, a ocorrência das crises só foi possível devido à atuação bancária ao prover recursos para financiar crescimentos artificiais com elevadíssima alavancagem, levando às situações de bolhas financeiras.

E, após a ocorrência das crises, essas instituições financeiras que forneceram a estrutura para a eclosão das catástrofes, tiveram prioridade no plano de recuperação no combate às crises, uma vez que, nas duas crises, existia a ameaça de colapso do sistema bancário mundial.

No caso da crise da dívida da América Latina, foram os bancos comerciais que agiram mais rápido que as instituições de crédito oficiais, como agências governamentais e bancos de desenvolvimento, e solucionaram o problema do superávit dos países da OPEP direcionando os recursos para os países latino-americanos, o que possibilitou a continuidade do modelo de substituição de importação, que já estava desgastado, por meio de empréstimos para financiar o balanço de pagamentos desses países. Caso isso não tivesse sido acontecido, o modelo de desenvolvimento baseado na substituição de importações teria um crescimento mais lento, porém seria menos vulnerável aos choques externos, de forma que a crise teria tido um impacto menor nas economias latinas.

Após o estopim da crise latino-americana, as medidas imediatas tomadas pelo FMI para o combate dela tiveram sucesso apenas em salvar o sistema bancário internacional de forma menos custosa para os países da OCDE, relegando o objetivo de recuperar o acesso ao crédito internacional voluntário por parte dos países da América Latina.

No caso da crise do subprime, os bancos atuaram em mais de uma ponta do problema. Primeiro, pelo lado dos empréstimos às pessoas com baixa capacidade creditícia, onde foram feitos volumosos empréstimos de alto risco. Segundo, por terem usado a titularização desses empréstimos duvidosos, de forma a mascarar os riscos envolvidos na operação através da complexidade e repassar os títulos como se fossem seguros. Terceiro, por possibilitar a alavancagem de todo o sistema americano através do processo de titularização somado aos empréstimos quase que sem restrições. E, por fim, pelo fato de incorporar esses títulos podres

em suas carteiras, o que fez com que, quando houve a baixa dos preços imobiliários, eles estivessem expostos ao risco sistêmico mundial.

Dessa forma, após o estopim da crise do subprime, as medidas imediatas tomadas pelo governo do Estados Unidos tiveram como objetivo injetar liquidez no sistema bancário, com o objetivo de garantir a fluidez dos empréstimos interbancários, que estavam abalados devido a desconfiança entre os bancos, além do fato de ter ocorrido a nacionalização parcial dos dois maiores bancos norte-americanos, onde o governo americano se tornou o principal proprietário deles.

No que diz respeito às semelhanças em relação à percepção das crises, a mais imediata que se pode perceber é que nos dois casos a gravidade da situação foi subestimada, onde se acreditou que os efeitos recessivos eram passageiros, e, decorrente disso, as atitudes iniciais tomadas foram falhas.

No caso da crise da América Latina, quando a taxa de juros internacional superou a taxa de crescimento das exportações, a primeira conclusão tomada foi de que isso era apenas um problema temporário de liquidez, e que, desde que houvesse a injeção de liquidez para segurar as pontas até esse problema passar, logo as taxas de crescimento das exportações voltariam a crescer acima das taxas de juros internacionais. Apesar dessa estratégia ter se provado útil no primeiro momento da crise, posteriormente ela se mostrou incompleta para a solução do problema.

No caso da crise do subprime, quando o preço dos imóveis começou a cair, as instituições financeiras também acreditaram que era uma queda temporária, e, por isso, a atitude tomada foi continuar a produção de títulos hipotecários subprime, além de encarteirar vários dos títulos já existentes, o que fez com que essas instituições assumissem a maior parte do risco que era para ser dos investidores.

Também decorrente da percepção equivocada em relação às crises, outra semelhança entre esses dois eventos foi a predominância do pensamento neoliberal, onde acreditava-se que para que o problema fosse superado, bastava estabilizar, liberalizar e privatizar a economia, reduzindo o tamanho do Estado e os déficits existentes, que automaticamente seria retomado o crescimento econômico. Essa ideia se provou incompleta e ineficaz para superar as duas crises.

No caso da crise da América Latina, a abordagem neoliberal foi mais direta, com a imposição do consenso de Washington aos países devedores. Porém, essa abordagem serviu

mais para acelerar a transferência de capitais para o exterior e beneficiar os demais envolvidos no problema. Para os países latino-americanos, as tentativas de liberalizar, estabilizar e privatizar tiveram como consequência o estrangulamento das economias, tornando a crise mais forte e duradoura, o que evidencia a ineficiência do pensamento liberal nessa situação.

No caso da crise do subprime, a abordagem neoliberal falhou na contenção da crise quando a política expansionista não conseguiu segurar as consequências, onde mesmo depois que se alcançou a estabilidade econômica pós-crise, não houve a retomada imediata do crescimento, sendo necessário diversas intervenções estatais para estimular o aumento do consumo.

Por fim, outra semelhança de grande importância que esteve presente nos dois momentos foi a dificuldade da implementação de políticas fiscais para a solução do problema, o que dificultou a resolução de ambas as crises.

No caso da crise da América Latina, demorou quase uma década até que fosse feito um diagnóstico que reconhecesse o problema como crise fiscal, de modo que foram adotadas inúmeras medidas que não surtiram o efeito esperado. Por fim, quando foi reconhecida a existência de uma crise fiscal, as políticas adotadas foram leves e mascaradas por um novo período de baixas taxas de juros internacionais, facilitando o acesso ao crédito pelos países latino-americanos.

No caso do subprime, as políticas fiscais deveriam ter sido adotadas porque, apesar das contas públicas deterioradas, o governo americano ainda possuía margem para a introdução de estímulos fiscais, o que possibilitava a coordenação entre políticas fiscais e monetárias como forma de evitar problemas futuros relacionados à falta de financiamento ou à dívida pública e seus possíveis efeitos inflacionários. Porém, nesse caso, a dificuldade de implementação era devido a questões políticas.

## **5. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

A crise da dívida na América Latina nos anos 1980 e a crise do subprime nos Estados Unidos apresentaram muitos pontos em comum, desde a preparação do cenário que possibilitou a ocorrência desses eventos até as medidas que foram tomadas com a intenção de superar o problema causado.

As duas crises ocorreram após um período de grande expansão econômica, com fartura de crédito disponível e baixas taxas de juros, o que possibilitou que essas expansões

continuassem a aumentar de forma artificial, enquanto as expectativas de crescimento do mercado se mantivessem positivas.

Nesses dois casos, após o aumento das taxas de juros, a disponibilidade de crédito ficou mais escassa, revertendo as expectativas positivas e dando início a um movimento baixista na economia, que fez com que a economia entrasse em um período de profunda depressão econômica.

Apesar das duas crises terem seguidos trajetórias semelhantes, é possível notar a diferença que a força econômica do país faz na hora de solucionar um problema sistêmico desses.

Na crise da dívida da América Latina, os países menos desenvolvidos ficaram à mercê das decisões tomadas pelos países centrais da economia mundial, tanto antes da crise, com o excesso de capital de estrangeiro, quanto na ocorrência, quando o estopim da crise foi o aumento da taxa de juros norte-americana, e também no período após o estopim da crise, quando ficaram sujeitos às medidas tomadas pelos países estrangeiros, que levaram ao estrangulamento da economia latino-americana.

Já na crise do subprime, apesar do efeito devastador, os Estados Unidos, responsável pela emissão do dólar, que é a moeda referência mundial, e pela reserva de valor mundial, que são os títulos do Tesouro americano, não enfrentaram sérios problemas com dívida ou déficit fiscal.

Mesmo as grandes potências europeias, que possuíam economias mais robustas, diante da crise do subprime, apesar da dificuldade, ainda conseguiram financiar seus empréstimos a taxas de juros aceitáveis.

Portanto, isso reafirma a posição mais fraca dos países menos desenvolvidos na economia global.

## **6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

AMARAL, L; **Crises Financeiras: História e Actualidade**. Relações Internacionais, p. 119-138, set/2009.

ASCHINGER, G; **A Natureza das Crises Financeiras**. Revista Reuna. V. 1, n. 3, 1997.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **A crise da América Latina: consenso de Washington ou crise fiscal?**. Pesquisa e Planejamento Econômico, São Paulo, v 21, n. 1, p. 3-23, abril/1991.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Uma interpretação da América Latina: A Crise do Estado.** *Novos Estudos CEBRAP* 37, p. 37-57, nov/1993.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **A crise financeira de 2008: Crise e recuperação da confiança.** *Revista de Economia Política*, v.29, n. 1, p. 133-134, jan-mar./2009.

CHOMSISENGPHET, S; PENNINGTON-CROSS, A. ***The Evolution of the Subprime Mortgage Market.*** *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 88, n. 1, p. 31-56, fev/2006.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo; e CAGNIN, Rafael Fagundes. **Evolução da estrutura e dinâmica das finanças norte-americanas.** *Econômica*, v. 9, n. 2, p. 296-338, dez. 2007.

DIMARTINO, Danielle; DUCA, John V. ***The rise and fall of subprime mortgages.*** *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Letter*, v. 2, n. 11, p. 17, nov. 2007.

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

ESTEVEZ, T. d. J; **Integração Regional na América Latina: da CEPAL ao consenso de Washington.** *Revista IDEAS*, v. 2, n. 2, p. 172-202, dez/2008.

EVANS, Trevor. **Cinco explicações para a crise financeira internacional.** *Revista Tempo no Mundo*, v. 3, n. 1, p. 9-29, abr/2011.

FILHO, P. P; **O Ajustamento na América Latina: crítica ao modelo de Washington.** *Lua Nova: Revista de Cultura e Política*, n. 32, 1994.

GONTIJO, C; **A Teoria das Crises Financeiras: uma apreciação crítica.** *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, v. 1, n. 60, ago/2021.

GONTIJO, Cláudio. **Raízes da crise financeira dos derivativos subprime.** *Texto para discussão* nº 32, 2008.

GORTON, Gary. ***The Panic of 2007.*** *In: FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY, JACKSON HOLE CONFERENCE, MAINTAINING STABILITY IN A CHANGING FINANCIAL SYSTEM*, 2008, Jackson Hole. *Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas*, 2008.

GRESPLAN, Jorge. **A crise de sobreacumulação.** *Crítica Marxista*, São Paulo, Ed. Unesp, n.29, p.11-17, 2009.

HIRSCHMAN, A. O. **A economia política do desenvolvimento latino americano: sete exercícios de retrospectão.** *XIII International Congress of the Latin American Studies Association*, Boston, out/1986.

JUNIOR, G. R. B; FILHO, E. T. T. **Analisando a Crise do Subprime**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez/2008.

KINDLEBERGER, C. P. (1989). **Manias, Pânico e Crashes. Uma História das Crises Financeiras**. Tradução de Vânia Conde e Viviane Castanho. Porto Alegre: Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992. 2ª Edição.

KRUGMAN, Paul. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. Revista de Economia Política 30 (1), 2010.

LAIDLER, C. A **“Crise da Dívida” e o Estado da América Latina**. “Usos do Passado” – XII Encontro Regional de História. Arquivo Público do Estado do Rio de Janeiro, 2006.

LEWIS, Michael. **A jogada do século**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Best Seller, 2011.

MATTEI, L. JÚNIOR, J. A. D. S; **Industrialização e Substituição de Importações no Brasil e na Argentina: uma análise histórica comparada**. Revista de Economia, v. 35, n. 1, p. 93-115, 2009.

MCCARTHY, J.; PEACH, R. *Monetary Policy Transmission to Residential Investment*. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 139-158, mai. 2002.

MENEZES, Roberto Goulart; RAMOS, Leonardo. **10 anos da crise financeira (2008-2018): Leituras e interpretações**. Conjuntura Internacional, Belo Horizonte, ago/2018.

MIZEN, Paul. *The credit crunch of 2007-2008: A discussion of the background, market reactions, and policy responses*. *Federal Reserve bank of St Louis Review*, p. 531-67, out. 2008.

PEREIRA, E. M; **O Ouro Negro Petróleo e suas crises políticas, econômicas, sociais e ambientais na 2ª metade do século XX**. Outros Tempos: Pesquisa em Foco-História, v. 5, n. 6, 2008.

PINTO, Eduardo Costa. **A crise americana: dívida, desemprego e política**. Boletim de Economia e Política Internacional. Brasília, Ipea 2011. No prelo.

SALIS, C. L. G. d; TANAKA, H; **A América Latina no Pós-Guerra**. *Akrópolis - Revista de Ciências Humanas da Unipar*, v. 10, n. 1 e 2, 2002.

SALVADOR, R; MARQUES P. B; **Geopolítica do Petróleo: de Estrabão à(s) guerra(s) do Iraque**. Revista da Faculdade de Ciências Sociais e Humanas, Lisboa, n. 16, p. 191-200, 2003.

SAMPAIO, P. d. A. JR; **Origem e Desdobramento da Crise da Teoria do Desenvolvimento na América Latina.** São Paulo em Perspectiva, v. 13, n. 1 e 2, 1999.

SIMONSEN, Mario Henrique; WERLANG, Sérgio R. D. C. **O problema da dívida dos países em desenvolvimento: uma análise via teoria dos jogos.** Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, v. 44, n. 3, p. 457-483, jul./set./1990.