Causas e consequências da crise da dívida externa latino-americana da década de 1980

Pedro Rubin – PPGE-IE-UFRJ

1 – Introdução

A história econômica latino-americana é fortemente marcada por sua condição periférica no sistema global. Isto se revela a partir de uma situação de fragilidade externa e da recorrência de crises externas, desde os primeiros anos da independência. Segundo Medeiros (1997), a condição periférica é caracterizada pela dependência destas economias a fluxos financeiros externos.

A crise da dívida externa dos anos 1980 é crucial para a compreensão das características da inserção externa (e da condição periférica) latino-americana, uma vez que esta simbolizou o fim de um processo de desenvolvimento econômico da região cujas origens podem ser datadas a partir da Primeira Guerra Mundial. Com efeito, ela marcou o início de um modelo de crescimento baseado na abertura comercial e financeira, que trouxe à região um maior nível de fragilidade externa.

Apesar de seu papel central na história econômica mundial, o debate em torno da responsabilidade da crise dos anos 1980 ainda não foi resolvido. De maneira geral, as explicações em relação às suas causas se dividem entre: o esgotamento do modelo de industrialização latino-americano do pós-guerra, desequilíbrios macroeconômicos das economias latino-americanas, representadas por altos índices de inflação e desequilíbrio fiscal e, por fim, a expansão descontrolada de empréstimos bancários, levando a uma posição de vulnerabilidade do sistema financeiro global; pode-se argumentar, inclusive, que há uma combinação entre dois ou mais fatores – em especial, há o argumento de corresponsabilidade, levantado pelos países latino-americanos (Devlin, 1989 e Maddison, 1995).

É necessário, portanto, analisar as duas faces deste embate. De um lado, o desenvolvimento econômico latino-americano do pós-guerra, inicialmente marginalizado dos circuitos comerciais e financeiros e sem ajuda externa significativa, posteriormente inundado por capitais externos na forma de empréstimos

bancários. De outro, a expansão dos bancos estadunidenses, a formação e caracterização do circuito financeiro dos eurodólares e o direcionamento de recursos para a América Latina. Estes são, respectivamente, os temas abordados nas seções 2 e
3. A seção 4 apresenta o processo de resolução da crise: as negociações de reescalonamento e o esforço econômico latino-americano, além das consequências para a região. À guisa de conclusão, uma última seção discute o novo padrão de inserção externa que emergiu nos anos 1990, em especial sua extrema fragilidade financeira.

2 – O desenvolvimento econômico da América Latina até a moratória do México

2.1 – A questão da restrição externa

A única forma de superar definitivamente a restrição externa, imposta a todos os países que não são emissores do meio de pagamentos internacional, é a expansão das exportações (Medeiros e Serrano, 1999). Em relação à América Latina, historicamente as commodities têm grande peso na composição das exportações. Como consequência do diferencial de elasticidade-renda entre exportações e importações latino-americanas e da alta volatilidade de preço das commodities, a região apresenta instabilidade em sua capacidade de importar e na demanda por fluxos de capitais.

No entanto, a condição externa é também determinada por um outro fator autônomo e, dada sua persistência, estrutural: o alto nível de endividamento externo da região, causado tanto por "*loan-pushing*" por parte dos centros financeiros, quanto por um excesso de captação de divisas, fruto de decisões internas (Devlin, 1989 e Medeiros, 2008). Estas duas dimensões (comercial e financeira) da inserção externa latino-americana são causa e consequência uma da outra, uma vez que existem diversas interações recíprocas entre ambas (Medeiros, 2008).

A restrição externa, materializada no balanço de pagamentos, pode ter duas naturezas distintas: liquidez e solvência. A primeira, medida pela razão entre a disponibilidade de reservas e os vencimentos externos de curto prazo, diz respeito à incapacidade de arcar com os compromissos imediatos. A segunda, por sua vez, deve ser medida pela razão entre taxa de exportações (simbolizando a capacidade de geração de divisas sem qualquer contrapartida) e a taxa de juros incidente sobre as dívidas acumuladas; esta diz respeito à capacidade de longo de prazo de se manter em dia com o pagamento das obrigações externas. Uma diferença entre as duas é que a liquidez

pode ser afetada pelo acesso (ou não) a novas entradas de capital, afetando a disponibilidade imediata de reservas, o que não é verdade para a solvência, exceto em casos muito específicos. De fato, há uma tendência para que o comércio decorrente de IDE seja deficitário (efeito líquido negativo em relação a divisas) (Medeiros, 1997 e Medeiros, 2008).

Ainda, há uma dominância de longo prazo de eventos externos sobre a recorrência de ciclos financeiros na região. Cabe ressaltar que, em 1870, 1890, 1920, 1970 e 1990, houve uma forte entrada de capitais na América Latina, decorrente de uma oferta gerada por ciclos financeiros de países desenvolvidos, inovações financeiras e redução de taxas de juros dos centros financeiros. Em todos os casos acima, a reversão do ciclo ocorreu pela modificação da função do capital financeiro nos países desenvolvidos seguida de choques externos, transmitidos através de aumentos de taxa de juros nos centros financeiros e queda no preço das commodities. A impossibilidade de arcar com compromissos em moeda estrangeira levou, inevitavelmente, a períodos de recessão e/ou moratórias (Medeiros, 1998).

2.2 Desenvolvimento e industrialização da América Latina

De acordo com Cárdenas et al. (2000), o desenvolvimento latino-americano do pós-guerra apresenta uma continuidade com os anos 1930, quando alguns países da região já teriam, *de facto*, tomado a decisão de serguir pelo caminho da industrialização. Convém, então, apresentar brevemente a trajetória da região nesta época.

Até a Primeira Guerra Mundial, as principais experiências de crescimento econômico foram daqueles países cuja produção era complementar à da potência dominante da época, a Inglaterra. De fato, as maiores economias da região eram as do Cone Sul, em especial a Argentina. A industrialização, nessa fase "precoce", veio como produto natural da expansão das exportações e da integração com os mercados financeiros internacionais.

A partir da Grande Depressão, contudo, o contexto externo que permitiu altas taxas de crescimento a estas economias agrário-exportadores não estava mais em vigor; particularmente, não havia mais complementariedade entre estas economias e a da nova potência dominante (EUA) e teve início o período da "escassez de dólares" na região. O novo contexto internacional, marcado pela redução do preço das commodities

e dos fluxos de capital, além do fim do padrão ouro-libra, proporcionou uma estrutura de preços que promoveu o desvio de demanda para produtores domésticos, capazes de substituir uma ampla faixa de bens de consumo. O período de escassez e redução do comércio internacional, ambos consequência da Segunda Guerra Mundial, aumentaram estes incentivos, e práticas como a nacionalização de setores estratégicos, tarifas e outros controles de importação começaram a ser adotadas.

No entanto, o avanço no processo de crescimento econômico e de industrialização invariavelmente requer o aumento de importações, na forma de bens de capital e de insumos industriais, tornando essencial a obtenção de divisas e dificultando maiores reduções no coeficiente de importação da economia (Medeiros e Serrano, 1999, Cárdenas et al., 2000).

O início dos pós-guerra foi testemunha de uma ordem econômica global bastante distinta dos anos anteriores. Por um lado, havia o embate entre dois sistemas econômicos antagônicos; por outro, os EUA assumiram a liderança do bloco capitalista. Em conjunto, estas duas características fizeram com que as possibilidades de crescimento acelerado e o acesso aos fluxos financeiros internacionais estivesse subordinados à importância estratégica do país / região dentro do conflito da Guerra Fria (Medeiros e Serrano, 1999).

Assim sendo, rapidamente percebeu-se que a América Latina não era prioridade para o governo estadunidense. Com efeito, não houve qualquer iniciativa parecida nem com o Plano Marshall nem com a reconstrução da economia regional com ajuda e acesso privilegiado aos mercados dos EUA, como ocorreu com a Europa e parte do continente asiático. Além disso, uma suposta conferência econômica foi adiada repetidas vezes, a ponto de serreferida por “a conferência elusiva” (Thorp, 1998). O próprio general Marshall afirmou que os EUA estavam sobrecarregados com a reconstrução da economia global e cabia aos países latino-americanos criar condições para que o capital privado externo pudesse suprir as necessidades de divisas. Tal situação não mudou mesmo após a revolução cubana. A criação do Banco Interamericano de Desenvolvimento e da Aliança para o Progresso não alterou significativamente a condição externa da América Latina (Cárdenas et al., 2000).

O fim da guerra viu a rápida evaporação das reservas internacionais latino-americanas (devido à demanda reprimida nos anos anteriores), uma situação que foi agravada pela inconversibilidade das moedas europeias. Além disso, uma sequência de crises no balanço de pagamentos da região entre o fim dos anos 1940 e o início dos anos 1950 aprofundou os controles de importação, incentivados também por diversas missões técnicas estadunidenses, oriundas do Ponto 4 de Harry Truman (Cárdenas et al., 2000).

Esta fase da industrialização teve como característica uma participação mais "consciente" dos governos, destacando-se a implementação de barreiras tarifárias e não tarifárias, desincentivo a exportação primária, bancos de desenvolvimento, investimento público em setores estratégicos e infra-estrutura, além do racionamento de divisas e taxas múltiplas de câmbio. É o "estágio clássico" do desarrollo hacia adentro, como foi denominado pela CEPAL (Cárdenas et al., 2000).

A fase "madura" da industrialização latino-americana teve início em meados dos anos 1960, e teve como principal característica o início de promoção de exportações, através de uma camada de incentivos a este fim e de racionalização das estruturas de proteção, dando início a um modelo "misto". Em contraste, alguns países optaram por aprofundar a substituição de importações em bens intermediários e de capital. Em muitos casos, a partir dos anos 1970, houve eliminação das taxas múltiplas de câmbio, substituindo-as por diferentes regimes cambiais, que refletiam aspectos políticos e estruturais, além do peso dado à promoção das exportações. Em relação ao modelo "misto", Chile, Argentina e Colômbia estavam mais próximos à promoção das exportações, México e Venezuela (amparados por forte entrada de receitas advindas de petróleo), do aprofundamento da substituição de importações, enquanto o Brasil adotou uma mistura de ambos. Os pequenos países da América Central não expandiram a substituição de importações, que era superimposta no modelo primário-exportador (Cárdenas et al., 2000 e Medeiros, 2008).

Sobre o regime cambial, Brasil e Colômbia adotaram um sistema de crawling-peg, a fim de evitar apreciação real; México e Venezuela observaram uma apreciação real, fruto da entrada de receitas oriundas do petróleo; Argentina e Chile, por sua vez, devido ao escesso de liquidez, adotaram uma estratégia de estabilização baseada em

uma taxa de câmbio fixa. Importante ressaltar que Brasil e Colômbia mantiveram forte controles de capitais, enquanto estes não foram adotados no México e países pequenos. Os países do cone sul promoveu uma grande liberalização financeira próxima ao fim da década (Medeiros, 2008).

Com o alto nível de proteção da região nos anos 1960, diversas multinacionais estrangeiras passaram a produzir nos países latino-americanos, em especial bens de consumo padronizados já estabelecidos em outros mercados, fornecendo através de investimento externo direto as divisas necessárias e promovendo a continuação do processo de industrialização. Entretanto, como mencionado anteriormente (e agravado pelo fato desta produção ser voltada ao mercado interno), o efeito líquido destes investimentos sobre a disponibilidade de divisas foi negativo. O aumento da capacidade de importação dependia substancialmente do aumento das exportações latino-americanas que, mesmo com aumento dos preços de commodities, esbarram no protecionismo das economias centrais (Medeiros e Serrano, 1999). De fato, a participação latino-americana no comércio internacional caiu constantemente (após rápido aumento no imediato pós-guerra), inclusive em commodities (Cárdenas et al., 2000).

Mais uma vez, o contexto externo seria radicalmente modificado a partir dos anos 1970. Por um lado, houve a integração das regiões periféricas – em especial a América Latina – ao circuito financeiro dos eurodólares, aliviando a restrição externa por meio de vultuosos empréstimos bancários. Por outro, a inconversibilidade do dólar (1971) e posterior desvalorização (1973) fez com que a taxa de juros dos EUA fosse mantida em baixos níveis nominais, chegando a ser negativa em termos reais. Em conjunto, ambas são responsáveis pelo fato de os empréstimos bancários à América Latina fossem inicialmente baratos (em sua maioria, eram denominados em taxas de juros pós-fixadas) e pelo uso das commodities como ativo de especulação. Esta última devia-se também aos controles que muitos países, inclusive desenvolvidos, impunham ao capital estabelecido de curto prazo. Esse uso especulativo de commodities fez com que seu preço aumentasse e levou, em 1973, ao primeiro choque do petróleo, dando início a uma explosão inflacionária nos países centrais inéditas em tempos de paz

(Medeiros e Serrano, 1999). A integração financeira da América Latina acabou por incentivar a exportação de manufaturas de Brasil e México para a OCDE, além de permitir que ambos incorporassem setores produtores de bens de capital e insumos, criando uma base produtiva doméstica integrada (Medeiros, 1997).

Também data dos anos 1970 o início das estratégias de desenvolvimento a partir de maior abertura financeira e comercial, que levou à desindustrialização de países como o Chile e Argentina (Medeiros, 1997). Este pensamento se tornaria hegemônico apenas nos anos 1990. Cárdenas et al. (2000) indicam que, em meados desta década, a gestão macroeconômica de curto prazo se tornou dominante sobre as estratégias de desenvolvimento de longo prazo, mesmo que mantendo as estruturas protecionistas.

A partir do choque de juros de Paul Volcker, presidente do FED, em 1979, o custo dos empréstimos aumentou substancialmente. Por motivos que serão aprofundados na próxima seção, o financiamento externo da época possuía uma dinâmica específica, segundo a qual novos empréstimos eram concedidos para cobrir o pagamento e o serviço de empréstimos antigos. Isso levou à moratória do México, em 1982. Apesar de não ter sido a primeira, o fato de o México ser o país mais integrado aos EUA e ao comércio externo de maneira geral, fez com que os bancos se negassem a conceder novos empréstimos, tornando inviável o pagamento sequer do serviço da dívida externa. A via das exportações estava relativamente bloqueada pela recessão mundial causada pelo mesmo choque de juros. Consequentemente, foi deflagrada a crise da dívida externa, que perdurou por todo o restante da década.

2.3 – Resultados

A performance econômica da América Latina, como um todo, foi extremamente positiva, apresentando crescimento do PIB e do PIB per capita (respectivamente, 5,6% e 2,7% ao ano), tendo a manufatura como principal motor deste processo, crescendo em média 6,8% ao ano. O imediato pós-guerra foi de leve crescimento, interrompido pelas crises do balanço de pagamento da passagem dos anos 1940 para 1950. A partir daí, houve estabilização do crescimento, em torno de 5% ao ano (Cárdenas et al. 2000).

Com a abundância de financiamento externo, a primeira metade dos anos 1970 foram de acelereção, sendo possível determinar uma “era de ouro” latino-americana entre 1968 e 1974, atingindo taxa anual de 7,2% para o PIB e 4,2% para o PIB per capita.

Do fim deste período até a eclosão da crise da dívida, o crescimento caiu para 5% e 2,5%, respectivamente. Contudo, o crescimento dos países desenvolvidos no pós-guerra foi superior ao latino-americano e, portanto, o período foi de aumento da divergência global (Cárdenas et al. 2000).

Em relação à dinâmica intrarregional, houve convergência apenas pelo fato de que as experiências de sucesso da fase exportadora (Argentina, Chile e Uruguai) apresentaram baixas taxas de crescimento, enquanto o Brasil (com baixo PIB per capita inicial), Venezuela e México (os dois com PIB per capita inical médio) atingiram as maiores taxas de crescimento no período. No entanto, diversos países com baixo PIB per capita obtiveram baixas taxas de crescimento, aprofundando a divergência já existente. Como exemplos desse último caso pode-se destacar Paraguai, Bolívia, Honduras e Haiti (Cárdenas et al. 2000).

Entretanto, diversos elementos negativos também estiveram presentes neste período. Cárdenas et al. (2000) destacam que o principal defeito do modelo de industrialização latino-americano foi a incapacidade de aproveitar o dinamismo do comércio internacional, que continuou em expansão mesmo após a desaceleração do crescimento mundial, na segunda metade dos anos 1970. Diversos outros autores, similarmente, apontam como falha do modelo uma suposta valorização excessiva no mercado interno, em detrimento do comércio exterior (ver Maddison, 1985). É preciso considerar alguns pontos. Apesar de ser verdade que a participação latino-americana caiu, mesmo em commodities, grande parte do aumento do comércio internacional se deu entre os países industrializados, que contavam com políticas protecionistas.

Adicionalmente, e talvez ainda mais importante, não houve, para a América Latina, o acesso privilegiado ao mercado estadunidense, muito menos a iniciativa de reconstrução da economia regional, como ocorreu com a Europa e a Ásia. Por fim, como já discutido, a transição para um modelo "misto", com promoção de exportações, evidencia que a América Latina não esteve cega ao dinamismo apresentado pelo comércio internacional durante o período (Medeiros, 1997, Medeiros e Serrano, 1999). Cabe ressaltar ainda que o roteiro "ortodoxo" de que uma maior liberalização financeira traria uma desvalorização cambial e, portanto, deslocaria a produção para as exportações, foi desacreditada pela experiência dos países do cone sul, onde a

liberalização resultou em aumento dos fluxos financeiros, apreciação cambial e déficits em conta corrente (Cárdenas et al., 2000).

Por fim, é preciso considerar que problemas macroeconômicos domésticos como inflação e déficit fiscal estiveram, por muito tempo, em níveis moderados e concentrados em poucos países, como Brasil e o Cone Sul. A aceleração e disseminação destes indicadores negativos ocorreu após a avalanche de capitais externos da década de 1970 (Bértola e Ocampo, 2015).

3 – A oferta de financiamento externo através de créditos bancários

O argumento de corresponsabilidade pela crise da dívida externa entre países latino-americanos e bancos internacionais se baseia na noção de que as características da oferta de crédito para a América Latina foram tão responsáveis pela situação de sobreendividamento da região quanto os tomadores de crédito Um ponto destacado é que, a partir dos anos 1950, houve uma mudança no comportamento das firmas bancárias, que passaram a ter uma postura ativa e até agressiva na busca por novos empréstimos e na conquista e manutenção de parcelas de mercado domésticas ou internacional: “it cannot be escaped that salesmanship goes hand in hand with contemporary banking” (Devlin, 1989, p. 80).

Além disso, diversas características específicas ao circuito dos eurodólares e aos empréstimos bancários também contribuíram para o que se tornou, à época, a maior crise enfrentada pelo continente latinoamericano. O objetivo desta seção, baseada principalmente em Devlin (1989) é analisar essas idiossincrasias e apresentar, em linhas gerais, o desenvolvimento do circuito dos eurodólares até a moratória do México em 1982.

3.1 – A formação do circuito dos eurodólares

A política externa dos EUA adotada após a 2ª Guerra Mundial envolvia grande volume de transferências (seja por doações, por investimento externo direto ou por empréstimos) a outros países do mundo, em especial a Europa. Isso levou a sistemáticos déficits na balança de pagamentos, mesmo nos primeiros anos, quando o saldo de sua balança comercial ainda era positivo (Medeiros e Serrano, 1999). Como consequência,

houve acúmulo do meio de pagamento internacional nos países da Europa Ocidental, e seus bancos centrais passaram a buscar aplicações lucrativas para esses recursos.

Ao mesmo tempo, o sistema bancário estadunidense continuava sob forte regulação, ainda como consequência da Grande Depressão. Dentre outras, destacam-se a Regulação Q, que limitava a remuneração a depósitos e, portanto, dificultava a captação de recursos (o que se tornou um problema em momentos de baixa liquidez) e controles de saída de fluxos financeiros. Esta última era especialmente problemática num momento de expansão de multinacionais estadunidenses, pois impedia o financiamento por parte de bancos localizados nos EUA. Como consequência, houve um grande aumento de instituições bancárias com filiais estrangeiras, de 7 em 1960 para 79 em 1970 (Devlin, 1989).

A regulação do mercado doméstico não era exclusividade dos EUA, mas a expansão dos bancos estadunidenses é de suma importância: por um lado, estes estavam sediados no país emissor da moeda internacional e pode ser argumentado que o foco dos empréstimos na América Latina se deu pela preponderância destes no circuito dos eurodólares; por outro, no início da década de 1970, estes ocupavam 6 posições na lista dos dez maiores bancos e eram responsáveis por 70% dos ativos em posse deste subgrupo. No entanto, é preciso considerar também a grande participação de bancos europeus e japoneses (Devlin, 1989).

Ambos os casos acima fizeram parte do estabelecimento do circuito financeiro dos eurodólares, que era muito caracterizado pela ausência de regulações (inclusive não havia nem requerimentos mínimos de reserva)[1] e por inovações financeiras que permitiam redução dos riscos e maiores perspectivas de lucro para os bancos. São quatro as principais.

Em primeiro lugar, o surgimento de um mercado interbancário internacional para compra e venda de dólares no curto prazo, aumentando as possibilidades de alavancagem, uma vez que o acesso a recursos era visto como imediato e relativamente não-discricionário, o que facilitava muito a entrada no mercado de bancos pequenos e médios.

[1] O primeiro acordo de Basileia, por exemplo, é de 1988

Segundo, os bancos passaram a estipular taxas de juros variáveis, compostas geralmente pela taxa de juros interbancários de Londres (LIBOR) de três ou seis meses, acrescida de um prêmio de risco fixo. Ao associar o ganho esperado do empréstimo ao custo de financiamento de curto prazo, os bancos transferiram grande parte do risco de variação nas taxas de juros aos tomadores de empréstimo (Ocampo, 2014).

Terceiro, os bancos passaram a negociar empréstimos em "sindicatos", comumente encabeçados por uma grande instituição. Isso aumentava o poder de barganha dos credores e novamente facilitava a participação de bancos pequenos e médios. Esta última ocorria não só pela associação direta a um banco de maior porte, mas também pela aparente eliminação dos custos de informação, uma vez que considerava-se que os grandes bancos teriam feito estudos compreensivos sobre os países em questão e teriam transferido os riscos ao prêmio cobrado pelo empréstimo. Ambas as afirmativas são contestadas por Devlin (1989).

Por fim, quase todos os empréstimos passaram a incluir uma cláusula de "cross-default", que determinava que o não pagamento a uma instituição do "sindicato" equivalia ao não pagamento a todas as instituições do grupo, evitando o não pagamento a uma instituição específica.

Em conjunto, essas inovações aumentaram o volume de empréstimos concedidos e o número de instituições bancárias no mercado de eurodólares, além de reduzir os custos aos tomadores e aumentar a maturidade dos empréstimos, ao mesmo tempo que diminuíam em muito os riscos aos bancos.

Uma última consideração importante é que o circuito dos eurodólares foi visto por políticos, acadêmicos e banqueiros como um exemplo de eficiência do mecanismo alocativo de mercado, daí a ausência de regulações associadas a ele (Devlin, 1989).

3.2 – Especificidades de empréstimos bancários

Após a Grande Depressão e a generalização de moratórias latino=americanas que se seguiu, os empréstimos bancários estiveram, em grande medida, ausentes da América Latina até 1970. O financiamento externo da região era composto principalmente de empréstimos entre governos, investimento externo direto e instituições multilaterais, como o Banco Mundial e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (respectivamente, a partir de 1950 e 1960). O enorme fluxo de

financiamento oriundo dos bancos comerciais foi bem visto, pois representava a possibilidade de superação das restrições externas que assolavam a região (Devlin, 1989, Medeiros, 2008). No entanto, os empréstimos bancários são um instrumento com inúmeras idiossincrasias, que contribuíram para a condição de sobreendividamento e, posteriormente, na crisa da dívida externa.

A obtenção de recursos através de agência oficiais era um processo longo e trabalhoso, uma vez que envolvia a formulação de projetos econômicos a serem realizados. Isto é, era um financiamento com destinação específica. Além disso, estes costumeiramente estavam associados à disponibilidade de assistência técnica e controle externo, de modo que a preocupação primordial dos governos estava na obtenção de tais recursos, e não no manejo da entrada e saída de fluxos financeiros. Por fim, como eram destinados a projetos de desenvolvimento, os prazos de maturidade eram longos (da ordem de 20 a 30 anos) e as taxas de juros cobradas eram inferiores às comerciais.

Os empréstimos bancários, por sua vez, são um instrumento cuja aprovação e disponibilidade é extremamente veloz. Mesmo com a intensa competição no circuito dos eurodólares, os custos associados eram maiores e os prazos de maturidade eram menores se comparados aos empréstimos de agências oficiais. Por fim, em geral não havia qualquer tipo de assistência técnica e os empréstimos eram de livre disposição, não estando necessariamento associados a um projeto. Este último ponto fez com que muitas vezes os recursos advindo de bancos fossem utilizados em atividades pouco lucrativas ou para o simples acúmulo de divisas. Contudo, mesmo quando foram alocados em projetos rentáveis, o tempo de maturação dos investimento produtivos é superior ao dos empréstimos bancários, e assim o pagamento dos juros era feito através da contratação de novos empréstimos, uma tendência que se agravou com o passar do tempo.

Por fim, dois pontos adicionais são dignos de nota. Primeiro, a competição no mercado dos eurodólares por acesso a tomadores de empréstimo fez com que os bancos relaxassem não só seus critérios mas também seus limites de endividamento para evitarem a perda de parcela de mercado. Segundo, o acesso de recursos externos permitia a manutenção do crescimento econômico, o que dava ao país uma imagem

positiva em relação aos credores, aumentando a disponibilidade de crédito mesmo com altos índices de endividamento (Devlin, 1989).

3.3 – Uma breve história do circuito dos eurodólares

Como visto no início desta seção, o início do mercado de eurodólares se relaciona com o acúmulo de dólares por parte dos países da Europa Ocidental, fruto dos déficits de balança de pagamentos dos EUA e com a projeção internacional de bancos de diversas nacionalidades (especialmente estadunidenses).

Durante a década de 1950 até a metade da década de 1960, o foco dos eurodólares estava na área da OCDE, com a América Latina tendo uma posição apenas marginal. De fato, no início da década de 1960, a distribuição entre recursos oficiais (agências multilaterais e governos) e privados era de 60/40, com apenas 2% de empréstimos bancários. Estes se dedicavam principalmente às necessidades financeiras de empresas multinacionais com filiais na região (Devlin, 1989).

A partir da segunda metade da década de 1960, a percepção de saturação do mercado dos países da OCDE levou os grandes bancos a expandirem seus negócios para países em desenvolvimento, com grande ênfase para a América Latina. Esse processo começou no Brasil e no México (e, em menor escala, no Peru), onde os bancos já tinham alguma experiência, dada a presença das já citadas multinacionais. Com o passar do tempo, mais instituições começaram a atuar no mercado latinoamericano, aumentando a concorrência e, consequentemente, reduzindo custos e aumentando a maturidade e o volume dos empréstimos. Ainda, o aumento da concorrência fez com que os empréstimos fossem estendidos a mais países da região.

Desta forma, o mercado latinoamericano de eurodólares já estava avançando a pleno vapor, mesmo antes do primeiro choque do petróleo, em 1973. O enorme aumento dos preços de petróleo e de seus derivados determinado pela OPEP deu ímpeto aos eurodólares por dois canais principais. Pelo lado da demanda, aumentou o custo de insumos e máquinas importados pelos países em desenvolvimento em geral, aumentando a necessidade de novos empréstimos. Pelo lado da oferta, os recursos externos acumulados pelos países produtores de petróleo foram alocados no mercado de eurodólares, num processo que ficou conhecido como a “reciclagem de petrodólares” e foi amplamente incentivado pelos governos da OCDE (Devlin, 1989).

Nos dois anos subsequentes (1974 e 1975), dois fatores tiveram impactos distintos sobre o circuito financeiro. Por um lado, houve uma crise generalizada de confiança no mercado interbancário, que resultou na quebra do Bankhaus Herstatt, da Alemanha Ocidental, e do Franklin National Bank, dos EUA. Como consequência, o mercado passou por uma nova etapa de concentração, aumentando os prêmios cobrados e reduzindo as maturidades dos empréstimos. Por outro lado, a recessão enfrentada pelos países industrializados fez com que os países em desenvolvimento (em especial a América Latina) se tornassem o pólo dinâmico para os empréstimos bancários (Ocampo, 2014).

Já no final de 1975, o nível de recursos alocados à região já era superior ao antes da crise de 1974, o que indicava a superação sem maiores problemas das dificuldades enfrentadas. No entanto, havia uma diferença fundamental que pode ser interpretada como um primeiro sinal de saturação do processo de endividamento da região: a desaceleração das atividades dos bancos estadunidenses na região. Tal movimento não foi amplamente considerado por dois motivos. Primeiro, ele foi mais que compensado pela retomada dos bancos japoneses e europeus, dispostos a radicais cortes de preço para assegurarem parcelas de mercado. E segundo, não havia qualquer incentivo para que um banco, observando a deterioração das condições de endividamento, divulgasse essa perspectiva, uma vez que sua saída seria facilitada pela entrada de outros bancos – muitas vezes inexperientes ou com pouco acesso a informações detalhadas (Devlin, 1989).

O final da década de 1970 viu a continuação da expansão dos empréstimos, mesmo com a deterioração das condições de endividamento dos países latinoamericanos. É relevante que, com a exceção de Brasil, Venezuela e Panamá, para os quais é possível observar aumento dos prêmios de risco, nenhum país da região recebia sinais de deterioração a partir do mercado, com os prêmios de risco estáveis ou sem uma tendência definida (Devlin, 1989).

O evento mais importante do final da década, contudo, foi o choque de juros dos EUA, determinado por Paul Volcker, como uma forma de combater a inflação doméstica estadunidense. Com isso, houve enorme aumento dos juros a serem pagos pelos países latinoamericanos, uma vez que as taxas cobradas eram flexíveis, o que levou a um

aumento de demanda por novos empréstimos ao mesmo tempo em que a oferta começava a vacilar.

Em 1982, no meio de uma recessão global, os serviços da dívida superaram o montante de empréstimos realizados, indicando um esgotamento do processo de rolagem. Como resposta, os bancos exigiram o pagamento imediato, algo que os países latino-americanos não tinham capacidade de realizar. Consequentemente, em agosto de 1982, o México declarou unilateralmente a moratória de seus pagamentos externos, interrompendo o fluxo de recursos para a América Latina e dando início à crise da dívida externa, que se estenderia por toda a década de 1980 (Stallings, 2014, Devlin 1989).

4 – A década perdida de 1980. Renegociação das dívidas e a resposta latino-americana

4.1 – O processo de renegociação da dívida externa da América Latina

Após a declaração de moratória do México em 1982, todos os países latino-americanos (com a exceção da Colômbia) entraram em situações de moratória *de facto*, sendo incapazes de honrar com o pagamento dos serviços da dívida externa, dando início à crise da dívida externa latinoamericana. A situação não era nova: cinco países já haviam negociado uma reestruturação dos prazos de pagamento (Peru, Bolívia, Jamaica, Guiana e Nicarágua) e a Costa Rica havia declarado moratória em 1981 (Bárcena, 2014, Stallings, 2014). No momento inicial da crise, a relação entre pagamento de juros e exportações chegou a uma média de aproximadamente 40% para a região, atingindo cifras ainda maiores para os principais devedores: Brasil, 57%; Argentina, 54% e México, 47% (Devlin, 1989).

Os bancos comerciais também não estavam preparados para enfrentar a crise, o que pode ser observado pelos enormes índices de vulnerabilidade. Havia mais de 1000 bancos com dívidas latinoamericanas, sendo 2/3 estadunidenses. Em relação aos últimos, os empréstimos a Brasil, Argentina e México correspondiam a 80% do capital do sistema bancário, e os empréstimos dos nove maiores bancos correspondiam a 180% de seu capital (Devlin, 1989, Ocampo, 2014).

Para evitar uma crise financeira global, que poderia ocorrer em caso de não pagamento, os bancos criaram "comitês" para o processo de renegociação (uma experiência que já tinha tido sucesso nas renegociacões anteriores), com o apoio de seus governos e de instituições financeiras internacionais, com ênfase para o FMI, que atuou

como coordenador do processo, além de aportar fundos e estabelecer condições a serem cumpridas pelos países devedores. De acordo com Medeiros e Serrano (1999) e Medeiros (2008), o FMI não só estava subordinado aos interesses estadunidenses, mas também passou a atuar, na década de 1980, mais como um representanto dos bancos credores do que uma instituição multilateral para países que necessitavam de assistência financeira.

Uma das principais funções desses comitês era garantir a cooperação dos bancos menores. Em função das já mencionadas cláusulas de "cross-default", caso estes não aportassem fundos, os bancos maiores deveriam aportar por eles, uma vez que o default a uma instituição de determinado contrato de empréstimo significava o default a todas as instituições.

A criação desses comitês e o apoio dos governos e do FMI originou uma assimetria de poder significativa no processo de renegociação da dívida, ainda mais se for levado em consideração que não havia alternativas factíveis aos empréstimos bancários. Em outras palavras, havia sempre uma ameaça implícita de interrupção duradoura de fluxos de financiamento em caso de não cooperação dos países devedores (Stallings, 2014).

É preciso ressaltar ainda que os bancos não desejavam renegociar prazos de pagamento dos juros, pois isso poderia significar uma declaração de perdas, dependendo das regulações domésticas de cada país. A solução encontrada foi, novamente, a concessão de novos empréstimos (Devlin, 1989).

Por fim, era possível identificar dois perfis de endividamento na região. O primeiro, cujos principais representantes eram Brasil e México, tinha contraído empréstimos para financiar projetos de desenvolvimento, e se caracterizavam por endividamento do setor público, seja do governo, de empresas estatais ou de bancos de desenvolvimento. Nesse caso, as renegociações eram feitas diretamento com os respectivos governos. O segundo, simbolizado por Argentina e Chile, tinham um perfil de dívida relacionada ao setor privado, direcionada ao financiamento de consumo e especulação. As negociações com estes países envolveram a nacionalização da dívida, isto é, a garantia de cobertura, por parte do governo, do endividamento externo privado (Stallings, 1983 *apud* Stallings, 2014).

O processo de negociação pode ser dividido em 3 fases, que se distinguem entre si pela abordagem proposta para a resolução da crise. A primeira fase compreende o período entre os anos 1982 e 1985, e baseava-se na suposição de que a crise teria originado de um problema de liquidez dos países latino-americanos. Assim, a solução proposta englobava três aspectos: novos empréstimos para o pagamento dos juros, renegociação dos prazos para o pagamento do principal da dívida e medidas para geração de divisas, como redução dos déficits fiscais e desvalorização cambial, afim de reorientar a produção para exportação.

Contudo, o contexto externo adverso (deterioração dos termos de troca e recessão mundial) fizeram com que a contrapartida do aumento das exportações tenha sido o advento de recessão econômica e aumento da inflação (Medeiros e Serrano, 1999). Adicionalmente, as condições impostas pelos bancos foram extremamente rígidas e impactavam apenas a metade dos juros devidos, agravando a situação financeira latino-americana e iniciando um período de significativa saída de recursos financeiros da América Latina (Stallings, 2014, Ocampo, 2014).

O alto custo dos novos empréstimos provocou uma reação no sentido de maior cooperação entre os países latino-americanos, cuja principal expressão foi o Consenso de Cartagena, em 1984, que reivindicou a redução desses custos e afirmou o compromisso da região com o pagamento das dívidas.

Os bancos, por sua vez, atenderam às demandas dos países credores, incrementando as condições de novos empréstimos, mas ainda a termos muito favoráveis. Para evitar maiores perdas por cooperação dos países devedores, os bancos passaram a estabelecer acordos “laterais”, com melhores condições para aqueles com maior cooperação, como o caso do México. De fato, diversos países passaram a pedir um acordo nos mesmos moldes do mexicano, demosntrando o relativo sucesso da estratégia.

Havia, em 1985, uma expectativa de resolução da crise. A maior parte dos países latino-americanos tinha celebrado acordos e o forte crescimento dos EUA fez com que as exportações da região aumentassem 11% em 1984. No entanto, os índices de endividamento, mesmo no México, não apresentaram qualquer melhora, indicando que tratava-se de uma crise de solvência, e não de liquidez. Além disso, diversos países geraram, a grandes custos sociais, divisas suficientes para não precisar de novos

empréstimos emergenciais, sem que isso incentivasse novos fluxos financeiros voluntários, aumentando a insatisfação de países devedores. Também os países credores estavam insatisfeitos com a demora na resolução da crise, em especial os EUA (Devlin, 1989, Stallings, 2014).

A segunda fase tem início em 1986, com a substituição de Donald Reagan por James Baker como Secretário do Tesouro estadunidense. Além da crescente insatisfação dos países, começam a surgir conflitos no interior do cartel dos credores, especialmente entre bancos grandes e pequenos dos EUA; bancos estadunidenses e bancos europeus e japoneses; e, por fim, entre bancos e o FMI.

O Plano Baker, anunciado em outubro de 1985, representava uma mudança conceitual no combate à crise: ao invés de promover austeridade, o plano objetivava a retomada do crescimento econômico, através de reformas estruturais para aumentar a relevância do setor privado, como liberalização finaneira e comercial e privatizações. Adicionalmente, seriam disponibilizados novos recursos, oriundos de bancos comerciais, Banco Mundial e do Banco Interamericano de Desenvolvimento (Stallings, 2014).

Por um lado, a fragilidade dos credores reduziu a capacidade de captação de recursos do plano, enquanto que por outro, diversos países não sabiam quais políticias deveriam ser desenvolvidos, contribuindo para um início fraco do Plano Baker.

De fato, Devlin (1989) destaca o baixo número de países que aderiram de início. As moratórias equatoriana e brasileira, em 1987, deram ímpeto ao plano, com os bancos aceitando novos empréstimos para evitar outros casos similares. Por fim, houve uma modificação ao Plano Baker, incluindo novas opções aos credores, como redução voluntária da dívida e uma possibilidade de resgate a taxas de juros inferiores às de mercado. De maneira geral, isso demonstrava uma compreensão de que alguns países não tinham condições de pagar a totalidade de suas dívidas e que trata-se de uma crise de solvência, e não de liquidez.

A última fase é composta pelo Plano Brady e marca o início do fim da crise, transcorridos sete anos de sua primeira manifestação explícita. Sua origem está na formulação de um plano de titularização das dívidas latinoamericanas proposto pelo Ministro da Fazenda japonês Keiichi Miyazawa, em 1988 e inicialmente rechaçado pelo

Secretário do Tesouro, Nicholas Brady. Contudo, com a eleição de George H. W. Bush, a proposta Miyazawa foi adaptada e transformada no Plano Brady.

Em linhas gerais, propunha-se que parte da dívida seria convertida em títulos financeiros a serem lançados no mercado internacional e garantidos por um fundo composto por recursos do FMI, do Banco Mundial e do governo japonês. Não só havia a redução do principal da dívida, quanto os países devedores poderiam comprar, no mercado secundário, os títulos de suas dívidas externas, a taxas de juros inferiores. Além disso, incentivou posteriormente a colocação de títulos da dívida pelos próprios países devedores (Stallings, 2014).

O Plano Brady foi acordado com dez países latino-americanos (Argentina, Brasil, Costa Rica, Equador, México, Panamá, Perú, República Dominicana, Uruguai e Venezuela), representando uma redução da dívida entre 30 e 45% (Bustillo e Velloso, 2014).

4.2 – O padrão de resposta das economias latino-americanas à crise da dívida e suas consequências

Com o fim do mecanismo da obtenção de novos empréstimos para cobrir o pagamento do serviço da dívida contraída, restava aos países latino-americanos (com exceção de Chile e Colômbia) aumentar a geração de receitas de exportação, a fim de cumprir com os compromissos externos acordados anteriormente. Contudo, a combinação de deterioração de termos de troca, aumento dos juros internacionais e recessão mundial traziam dificuldades adicionais a este ajuste (Medeiros, 1997).

Medeiros e Serrano (1999) destacam que a região buscou a consecução deste objetivo através de controle recessivo e administrativo das importações e forte desvalorização cambial. O aumento das exportações ocorreu em detrimento da demanda interna e teve como consequência uma combinação de estagnação e explosão inflacionária, com o agravante de interromper as estratégias desenvolvimentistas de Brasil e México.

As exceções a essa regra geral foram a Colômbia, que não apresentava endividamento externo volumoso e o Chile, que não sofreu de racionamento de crédito externo e logrou, a partir de 1985, aumentar suas exportações, a partir de uma base produtiva complementar às economias desenvolvidas (em particular, o cobre). No

restante da América Latina, pouco importavam características como o grau de endividamento e a destinação dada aos empréstimos tomados (Medeiros, 1997 e Medeiros, 2008).

Em razão da recessão das economias europeias, as exportações latino-americanas se concentraram nos EUA, que apresentaram déficit comercial com a região durante grande parte da década de 1980. Como parte do mesmo processo, houve um desvio da produção da América Latina, na direção de commodities agrícolas e industriais (petroquímica, alumínio, celulose, papel, ferro, aço e metais não ferrosos), com exceção de México (único país com produção industrial integrada aos EUA) e parcialmente do Brasil (Medeiros, 1997). Ao longo do período, a inversão dos fluxos de capital foi evidenciada pelo alto nível transferências líquidas negativas (Medeiros, 2008, Bértola e Ocampo, 2015)

O aumento da taxa de juros deu origem a um período de valorização do dólar que se estendeu até 1985, quando os EUA impuseram um realinhamento cambial com Alemanha e Japão, através do Acordo de Plaza, para retomar a competitividade de suas exportações. A partir de então, a América Latina se viu marginalizada dos circuitos comerciais e financeiros até a década de 1990, quando os fluxos de financiamento voltaram à região e esta incorporou-se a um novo padrão de crescimento econômico, liderado pelo setor privado e pela integração aos mercado mundiais (Medeiros, 1997).

5 – Conclusão. Anos 1990: novo modelo, maior fragilidade externa

A partir da reestruturação e securitização da dívida externa promovidas pelo Plano Brady, a América Latina se reinsere nos circuitos financeiros internacionais, principalmente como receptora de investimentos especulativos de curto prazo (portfólio). No entanto, esse acesso renovado ao financiamento externo não permite a retomada do crescimento, uma vez que a região adota políticas de ajuste macroeconômico através da importações (Medeiros, 1997).

Os fluxos de capitais retornaram à região por uma combinação de reestruturação da dívida, inovações financeiras e redução das taxas de juros internacionais, que fizeram com que relação juros pagos sobre exportações se reduzisse. Adicionalmente, o diferencial de juros e as perspectivas de privatizações em massa permitiam a

expectativa de enorme rentabilidade para investimentos na região (Medeiros 1997, Medeiros, 2008).

Além disso, a crise de 1980 serviu de pretexto para a adoção generalizada do "modelo do Cone Sul", que combinava abertura comercial e financeira com estabilidade da taxa de câmbio, sobrevalorizada. Tais políticas refletem parte do que ficou conhecido como o "Consenso de Washington", um modelo de crecimento econômico liderado pelo setor privado e integração aos mercados mundiais, com reduzido papel do Estado (Medeiros, 2008, Williamson, 1990).

A posição deficitária dos EUA, necessária para o serviço da dívida na década anterior, foi rapidamente reduzida através de um enorme aumento das importações latinoamericanas, ocasionadas pela combinação das políticas descritas acima e da relativa facilidade de financiamento de déficits em conta corrente através dos mercados internacionais de capital de curto prazo. Este influxo de capitais tinha ainda dois grandes efeitos negativos. Primeiro, uma vez que não estavam vinculados à capacidade de exportar, eles tinham uma dinâmica própria, que levou à apreciação da taxa de câmbio, reduzindo a competitividade externa dessas economias. Segundo, aumentavam a fragilidade financeira dos países, através de seu maior peso no balanço de pagamentos, sua maior volatilidade e da menor taxa de crescimento das exportações (Medeiros, 1997, Medeiros e Serrano, 1999).

Teve início, asism, uma situação paradoxal no balanço de pagamentos. Pelo lado da balança comercial, as perspectivas eram negativas, dadas as condições descritas acima. Pelo lado da conta de capital, o financiamento dos déficits era relativamente fácil e rápido. Para piorar o quadro, este último era tão mais fácil quanto maior o grau de abertura, o que contribuía para a degradação da condição externa do país, através de uma redução na conexão entre os passivos externos e a capacidade de obter divisas para pagar o serviço desses passivos já contraídos. Segundo Medeiros e Serano (1999, pp. 21): "Quanto menor a taxa de crescimento das exportações, maior o crescimento do coeficiente de importações e, paradoxalmente, quanto maiores os fluxos de capital já atraídos , menor é a taxa de crescimento compatível com a sustentabilidade deste padrão de financiamento externo".

Cabe ressaltar que parcela importante de países latino-americanos permanceram à margem, em especial os pequenos, agrário exportadores (Medeiros, 1997).

Assim, é possível perceber que a crise da dívida externa latino-americana foi causada por uma combinação entre excesso de endividamento dos países da região e uma exposição acima dos níveis seguros dos bancos internacionais, em especial estadunidenses. A conjugação de interesses entre bancos, países credores e instituições internacionais, para evitar uma crise financeira de magnitude global, estendeu o processo de renegociação da dívida, cabendo a quase totalidade do ônus aos países devedores. Estes sofreram não só com a imposição de pesadas condições de pagamento, que geraram recessão e desequilíbrios macroeconômicos na década de 1980, mas também com a interrupção de seus programas de desenvolvimento, através de um novo modelo de crescimento baseado em maior abertura e desregulação.

A década de 1990 deu início a uma nova fase da história econômica da América Latina, preservando, contudo, talvez a sua característica mais marcante: a fragilidade e vulnerabilidade aos ciclos financeiros externos. De fato, tendo como início desta etapa a implementação do Plano Brady, em 1989, foram necessários apenas 5 anos para que em 1994, uma nova crise externa, também iniciada pelo México, assolasse a região (Medeiros e Serrano, 1999, Medeiros, 2008).

Referências:

BÁRCENA, A. La crisis de la deuda latinoamericana: 30 años después. In: OCAMPO, J. et al (Orgs.) La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica. Santiago, CEPAL, 2014

BÉRTOLA, O; OCAMPO, J. O desenvolvimento econômico da América Latina desde a independência. São Paulo: Elsevier, 2015

BUSTILLO, I.; VELLOSO, H. De bonos Brady a bonos globales : el acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales desde la década de 1980. In: OCAMPO, J. et al (Orgs.) La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica. Santiago, CEPAL, 2014

CÁRDENAS, E; OCAMPO, J. A.; THORP, R. Introdução do livro. An Economic History of Twentieth-Century Latin America. Vol. 3: Industrialization and the State, St Antony´ Series; Palgrave , 2000

DEVLIN, R. Debt and crisis in Latin America: the supply side of the story. Nova Jérsei, Princeton University Press, 1989

MADDISON, A. Two crises: Latin America and Asia: 1929-38 and 1973-83. OCDE, Paris, 1985

MEDEIROS, C. Globalização e inserção diferenciada na Ásia e na América Latina. In: FIORI, J.; TAVARES, M. Poder e Dinheiro. Coleção Vozes, 1997

___ Financial Dependency and External Cycles in Latin América. Journal of Post-Keynesian Economics, 31:1, p.79-99, 2008

MEDEIROS, C; SERRANO, F. Padrões Monetários Internacionais e Crescimento. In: FIORI,

J. (Org.) Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações. Rio de Janeiro, Vozes, 1999

OCAMPO, J. La crisis latinoamericana de la deuda a la luz de la historia. In: OCAMPO, J. et al (Orgs.) La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica. Santiago, CEPAL, 2014

STALLINGS, B. La economía política de las negociaciones de la deuda: América Latina en la década de los ochenta. In: OCAMPO, J. et al (Orgs.) La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica. Santiago, CEPAL, 2014

THORP, R. Progress, poverty and exclusion: an economic history of Latin America in the 20th century. Washington D.C.: IDB Publications Section, 1998.

WILLIAMSON, J. The progress of policy reform in Latin America. In: WILLIAMSON, J. (Org.) Latin American adjustment: how much has happened? . Institute for international economics. Washington, DC. 1990.