

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

MARCO MARCHIORI DA LUZ

QUAL A RELAÇÃO ENTRE ENDIVIDAMENTO PÚBLICO E  
CRESCIMENTO ECONÔMICO?

Porto Alegre  
2012

**MARCO MARCHIORI DA LUZ**

**QUAL A RELAÇÃO ENTRE ENDIVIDAMENTO PÚBLICO E  
CRESCIMENTO ECONÔMICO?**

Dissertação submetida ao Programa de Pós Graduação em Economia, ênfase em Economia do Desenvolvimento, da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre.

**Orientador: Prof. Dr. André Moreira Cunha**

Porto Alegre  
2012

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)

Responsável: Biblioteca Gládis Wiebelling do Amaral, Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS

L979q Luz, Marco Marchiori da  
Qual a relação entre endividamento público e crescimento econômico? / Marco  
Marchiori da Luz. – Porto Alegre, 2012.  
127 f. : il.

Orientador: André Moreira Cunha.

Ênfase em Desenvolvimento.

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul,  
Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto  
Alegre, 2012.

1. Dívida pública : Brasil. 2. Crescimento econômico : Brasil. 3. Política fiscal :  
Brasil. 4. XXX. I. Cunha, André Moreira. II. Universidade Federal do Rio Grande do  
Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-Graduação em Economia. III.  
Título.

CDU 336.27

Marco Marchiori da Luz

**Qual a relação entre endividamento público e crescimento econômico?**

Dissertação submetida ao Programa de Pós Graduação em Economia, ênfase em Economia do Desenvolvimento, da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre.

Aprovada em 16 de maio de 2012.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. André Moreira Cunha – UFRGS

---

Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates – Unicamp

---

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho – UFRGS

---

Prof. Dr. Octavio Augusto Camargo Conceição – UFRGS

## **AGRADECIMENTOS**

Durante toda a minha vida tive a felicidade de estar entre pessoas que contribuíram para o meu crescimento e criaram as condições para que eu desenvolvesse o meu potencial da melhor forma possível. Obviamente, as primeiras pessoas que me vêm à cabeça neste momento de agradecimento são os meus pais. Não só me deram a vida como, cientes da importância da educação, sempre se esforçaram ao máximo para que eu e o meu irmão tivéssemos acesso as melhores oportunidades.

Mais recentemente tive a sorte de conhecer uma pessoa incrível que, para a minha sorte, acabou se tornando a minha namorada. Não tenho como esquecer o apoio constante e os incentivos para que corresse atrás dos meus objetivos, me dando ainda mais coragem para tomar decisões importantes acerca do meu futuro. Sem dúvida o seu apoio foi fundamental para que eu chegasse até aqui.

Gostaria de agradecer também a toda minha família, irmão, avós, tios, primos que sempre estiveram ao meu lado me apoiando e fazendo parte dos momentos mais felizes da minha vida. Certamente essa trajetória não seria tão prazerosa sem vocês.

Não posso deixar de agradecer também a todos os professores do Programa de Pós Graduação em Economia da UFRGS, em especial ao meu orientador, professor André Cunha. Com uma grande capacidade de instigar a busca pelo conhecimento, todos têm participação direta ou indireta no resultado deste trabalho. Importante agradecer também ao pessoal da secretaria que sempre esteve a disposição para esclarecer dúvidas e para facilitar a parte burocrática de todo o processo.

Finalmente, gostaria de agradecer a CAPES pela bolsa durante os últimos dois anos. O incentivo ao ensino é fundamental para um país que pretende se tornar realmente desenvolvido.

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é discutir a relação entre crescimento econômico e endividamento público. Para isso, o trabalho inicia com uma análise histórica mostrando a evolução do endividamento público e do sistema monetário ao longo dos últimos séculos, discutindo também alguns episódios clássicos de crises de dívida. Em um segundo momento, o trabalho discute os determinantes para a sustentabilidade da dívida pública através da abordagem de conceitos como *original sin*, *debt intolerance*, *currency mismatches* e *sudden stops*. Com a análise histórica e a definição de alguns dos principais determinantes da sustentabilidade da dívida pública, o trabalho encerra com a discussão a respeito da relação entre crescimento econômico e endividamento público, contrastando as visões ortodoxas e heterodoxas sobre o tema. Através desta análise conclui-se que não é possível afirmar que existe relação negativa entre crescimento econômico e endividamento público como defendem os autores ortodoxos. Além disso, a assimetria do sistema monetário mundial, elemento pouco presente nas análises ortodoxas, é uma fonte importante de tensões na gestão da dívida pública.

**Palavras-chave:** Dívida pública. Crescimento econômico. Crises financeiras. Austeridade fiscal. Hierarquia de moedas.

## **ABSTRACT**

The objective of this dissertation is to discuss the relationship between economic growth and public debt. For that, this dissertation begins with a historic analysis showing the evolution of public debt and of the monetary system over the past centuries, discussing also some classic episodes of debt crises. In a second stage, this dissertation discusses the determinants for public debt sustainability by addressing concepts like original sin, debt intolerance, currency mismatches and sudden stops. With the historical analysis and the definition of some key determinants of public debt sustainability, the work concludes with a discussion about the relationship between economic growth and public debt, contrasting the orthodox and heterodox views on the subject. Through this analysis it follows that it is not possible to say that there is a negative relationship between economic growth and public debt as the orthodox argue. Furthermore, the asymmetry of the global monetary system, a little discussed element in the orthodox analysis, is an important source of tensions in the management of public debt.

**Keywords:** Public Debt. Economic Growth. Financial Crises. Fiscal Austerity. Hierarchy of currencies.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Endividamento Público Bruto como percentual do PIB: Economias avançadas e emergentes selecionadas – 1860 a 2010.....	37
Figura 2 – Irlanda: Dívida bruta do governo como proporção do PIB –1980 a 2010....	45
Figura 3 – <i>Spread</i> (em %) entre os títulos de dívida pública de 10 anos da Irlanda e da Alemanha. Jan/1993 a jul/ 2011. ....	45
Figura 4 – Irlanda: Evolução da dívida externa bruta total e da dívida bruta do governo – 1980 a 2010. ....	49
Figura 5 – Média da taxa de inflação para países selecionados: média móvel de cinco anos - 1500 a 2010.....	51
Figura 6 – <i>Spread</i> (em pontos base) entre as taxas de juros dos títulos soberanos da América Latina e Caribe e os <i>Treasuries</i> americanos .....	61
Figura 7 – Frequência de diferentes tipos de crises financeiras - 1880-1913 x 1980-2004 .....	62
Figura 8 – <i>Sudden Stops</i> e Crises Financeiras. Comparativo entre 1880-1913 e 1980-1997.....	62
Figura 9 – Reservas Internacionais: Países selecionados – 2001 a jun/2011.....	63
Figura 10 – Média do endividamento público nas economias do G7 – 1950 a 2010.....	78
Figura 11 – Taxas de juros dos títulos de 10 anos de países selecionados – jan/1993 a dez/2011. ....	95
Figura 12 – EUA - Taxa de juros dos títulos de 10 anos.....	101
Figura 13 – Evolução da dívida pública nas economias avançadas e emergentes – 1990 a 2010. ....	103
Figura 14 – Brasil: Composição da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna(DPFMi) em poder do público por indexador (por exposição – após swap) – dez/99 a jun/11...	106
Figura 15 – Brasil: Prazo médio (em anos) da DPF por indexador – nov/06 a jun/11.	106
Figura 16 – Brasil: Prazo médio (em anos) da DPF dos títulos atrelados ao câmbio a aos índices de preço – nov/06 a jun/11. ....	107

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>A DÍVIDA PÚBLICA E O SISTEMA MONETÁRIO .....</b>	<b>13</b>
2.1	O surgimento e a consolidação do endividamento público .....	14
2.2	A Evolução do Sistema Monetário Internacional .....	17
2.3	Crises de dívida.....	30
2.3.1	Crises do século XIX .....	33
2.3.2	Crises entre os anos de 1930 e 1950 .....	35
2.3.3	Crises dos anos 1980.....	38
2.4	Considerações finais .....	41
<b>3</b>	<b>SUSTENTABILIDADE E CONSEQUÊNCIAS.....</b>	<b>42</b>
3.1	Relação entre crises financeiras .....	42
3.2	<i>Debt Intolerance</i> .....	52
3.3	Risco moral, <i>original sin</i> , <i>currency mismatches</i> e <i>commitment problems</i> .....	54
3.3.1	Risco moral .....	54
3.3.2	<i>Original sin</i> , <i>currency</i> e <i>maturity mismatches</i> .....	55
3.3.3	<i>Commitment problem</i> .....	58
3.4	A volatilidade dos capitais internacionais.....	59
3.5	Por que os países pagam suas dívidas? Reputação ou retaliação?.....	65
3.6	Considerações finais .....	70
<b>4</b>	<b>DÍVIDA VERSUS CRESCIMENTO ECONÔMICO .....</b>	<b>71</b>
4.1	A visão Keynesiana/Minskyana.....	73
4.2	Dívida pública e crescimento econômico: ortodoxia <i>versus</i> heterodoxia.....	77
4.3	O papel da moeda e o paralelo entre o padrão ouro e uniões monetárias .....	85
4.4	Perspectivas para o futuro e o papel dos órgãos multilaterais .....	98
4.4.1	Endividamento dos países avançados: Perspectivas .....	98
4.4.2	Endividamento dos países emergentes: Perspectivas .....	102
4.4.3	O papel dos órgãos multilaterais e das agências de risco .....	108
4.5	Considerações finais .....	113
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>115</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>119</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A discussão a respeito do financiamento público existe desde o surgimento do moderno Estado-Nação sendo, portanto, anterior ao surgimento da ciência econômica como um campo autônomo do conhecimento. Apesar da antiguidade do tema, claramente ainda não há consenso entre os estudiosos sobre a melhor forma de administrar essa importante variável macroeconômica, em função de ideias divergentes quanto às consequências para o crescimento econômico de longo prazo. Enquanto alguns teóricos defendem a necessidade de manter os níveis de endividamento dentro de alguns parâmetros máximos<sup>1</sup>, para outros a emissão de dívida pode ser a solução para crises econômicas graves<sup>2</sup>. Existem ainda autores que acreditam que a importância dessa variável não pode ser superestimada, visto que, diferentemente do que ocorre com pessoas e indivíduos, um país nunca perderá a capacidade de emitir moeda<sup>3</sup>.

Dentro deste contexto, e influenciado também por uma perspectiva de aumento generalizado (nos países desenvolvidos) dos níveis de endividamento soberanos nos últimos anos (em parte explicado pela forte crise financeira de 2008), esse tema voltou a ser bastante discutido, passando a ser central na política de muitos governos. A explosão da crise do euro no início de 2010 lembrou a todos dos potenciais riscos de uma crise de dívidas soberanas. O desenrolar desse processo ainda parece bastante nebuloso e, portanto, uma análise teórica ancorada no estudo de casos históricos poderá trazer luz a esse tema, permitindo a construção de estratégias sólidas, capazes de dar suporte a políticas econômicas coerentes com o crescimento econômico sustentável.

Este trabalho tem como objetivo principal discutir a relação entre crescimento econômico e endividamento público. Parte-se da hipótese tradicional de que níveis muito elevados de endividamento podem reduzir a confiança nas finanças de um determinado país, tornando-o mais vulnerável a ataques especulativos e a pressões para elevação nas taxas de juros e/ou impostos, reduzindo assim, o seu crescimento econômico no longo prazo. Além disso, espera-se que uma dívida composta por moedas estrangeiras (ou seja, uma moeda não emitida pelo governo) amplie a volatilidade da dívida soberana, tornando-a mais

---

<sup>1</sup> Alguns exemplos são: Barro (1979), Kumar e Woo (2010), Reinhart e Rogoff (2008, 2009a, 2009b).

<sup>2</sup> Keynes (1996) e Koo (2009, 2010) são alguns exemplos.

<sup>3</sup> Paul Davidson (2003, 2010) é um dos autores que defende que não existe sentido comparar, em termos de insolvência, países com capacidade de emitir a própria moeda com indivíduos. O trabalho abordará em detalhes esse ponto de vista.

problemática. Assume-se também que a evolução do sistema monetário internacional, com a crescente elevação da importância dos mercados financeiros, tornou o mercado de dívidas soberanas ainda mais instável e integrado, ampliando o risco sistêmico de eventuais *defaults* ou reestruturações. Desta maneira, o trabalho está estruturado de forma a abordar o tema de forma abrangente, ou seja, não se prenderá a discussões de episódios ou países específicos.

Para testar a hipótese assumida, o trabalho constrói uma discussão teórica sobre o tema, contrastando, sempre que possível, as ideias ortodoxas e heterodoxas<sup>4</sup>. Dentro da heterodoxia, terão destaque as correntes ligadas a Keynes e Minsky, visto que são autores que entendem a centralidade da moeda e das dívidas em uma economia capitalista. A relação entre moeda e endividamento soberano será analisada através de diversas teorias, entre elas a teoria sobre a hierarquia das moedas, o *original sin* e *currency mismatches*<sup>5</sup>. Além disso, são abordadas também questões como a importância do perfil do endividamento, além do seu montante, na explicação de crises de dívida soberanas ao longo dos séculos. Finalmente, outro aspecto destacado será a relação entre diversas crises financeiras, como crises bancárias, cambiais e de dívidas soberanas.

Importante destacar que a escolha do tema deste trabalho se deve à aceleração dos endividamentos públicos a partir da crise econômica de 2008. Como a maior parte dos economistas acredita que esta tendência deve ser mantida, pelo menos nas principais economias do mundo como EUA, Inglaterra, França, Alemanha e com o agravamento da crise em alguns países da Europa como Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha, a necessidade de compreender com profundidade o impacto destas dívidas voltou à tona.

---

<sup>4</sup> Importante destacar aqui como este trabalho define ortodoxia e heterodoxia. Como ambos os conceitos são utilizados para classificar escolas do pensamento econômico dominantes em determinado período de tempo, implicando que a ortodoxia de hoje pode ser a heterodoxia de amanhã, define-se que ortodoxia, para este trabalho, se refere ao grupo de estudiosos que acredita na relação inversa entre endividamento público e crescimento econômico. Além disso, os ortodoxos, nos termos definidos, usualmente defendem que a fragilidade das contas públicas dos países decorre de fraquezas internas, como deficiências institucionais. Por outro lado, a heterodoxia nega a existência de uma relação inversa entre crescimento econômico e endividamento público. Na realidade, em diversas ocasiões, o endividamento público é essencial para a retomada de trajetórias de crescimento. A heterodoxia defende ainda que mais do que deficiências institucionais particulares, a estrutura assimétrica do sistema econômico mundial é uma das principais responsáveis pela dificuldade que alguns países enfrentam para administrar o seu endividamento. Como veremos neste trabalho, estas diferenças implicam em teorias e políticas econômicas bastante distintas, muitas vezes, exatamente opostas. É por isso que ao discutir-se a relação entre endividamento público e crescimento econômico, o contraste entre ortodoxia e heterodoxia é imprescindível. Entre os trabalhos classificados aqui como ortodoxos, destacam-se REINHART (2002); REINHART e ROGOFF (2008, 2009a, 2009b, 2010a, 2010b, 2010c); REINHART, ROGOFF e SAVASTANO (2003); BARRO (1979); CHECHERITA e ROTHER (2010); KUMAR e WOO (2010) entre outros. Com relação aos trabalhos considerados heterodoxos, destaque para DAVIDSON (2003, 2010); KRUGMAN (2011c, 2011d, 2011e); MINKSY (1986, 1992); NERSISYAN e WRAY (2010) e PRATES e CINTRA (2007).

<sup>5</sup> Para evitar o excesso de anglicismos, em alguns momentos os termos *original sin*, *debt intolerance* e *currency mismatches* serão substituídos por termos em português a partir de uma tradução livre, respectivamente, pecado original, intolerância à dívida e descasamentos cambiais.

Para alcançar os objetivos propostos, este trabalho está estruturado da seguinte forma: em um primeiro momento é discutida a origem do endividamento público, assim como a evolução do sistema monetário internacional e algumas das principais crises de dívida soberanas neste período; em um segundo momento são discutidas as relações entre crises de dívida e outras crises financeiras, assim como também são abordados conceitos importantes no entendimento da sustentabilidade da dívida pública; finalmente, no último capítulo, o trabalho discute a relação entre crescimento econômico e dívida pública, desenvolvendo perspectivas para os países avançados e emergentes.

A opção por iniciar o trabalho a partir de uma contextualização histórica se deve ao entendimento de que, em economia, os processos ocorrem de forma contínua, não sendo possível explicar um acontecimento a partir de um ponto zero. Dentro desta lógica, fica evidente que a primeira grande dificuldade é a definição do ponto de partida para a análise, de tal forma que a parte histórica não se sobreponha aos aspectos teóricos, ponto mais relevante para este trabalho. Assim, define-se como ponto de partida para o estudo do endividamento público, o financiamento adotado pelas cidades-estados da Itália no século XIV. Já com relação ao sistema monetário internacional, a análise foca, principalmente, na evolução do padrão ouro para o padrão dólar flexível, passando necessariamente por uma discussão a respeito do Acordo de Bretton Woods. No encerramento do primeiro capítulo é feita uma discussão a respeito das principais crises de dívida dos últimos séculos, focando basicamente nas crises durante a vigência do padrão ouro, as crises da década de 1930 e a crise dos países latino americanos na década de 1980.

No segundo capítulo é feita uma discussão a respeito de três importantes conceitos relacionados à sustentabilidade do endividamento público: *debt intolerance*, *original sin*, *currency mismatches*. Por sua relação com estes conceitos, discute-se também a teoria sobre fugas de capitais (*sudden stops*). Aqui, o entendimento da moeda como variável chave se tornará mais evidente. No encerramento do capítulo é feita uma análise sobre as causas que levam os governos soberanos a quitar suas dívidas.

O último capítulo deste trabalho discute de forma direta a relação entre crescimento econômico e endividamento público. Aqui, são destacadas as visões de Keynes e Minsky visto que ambas teorias se relacionam com o tema. Além disso, neste capítulo também são feitas comparações entre as restrições de políticas econômicas durante o padrão ouro e em uniões monetárias como a União Monetária Europeia. No encerramento é feita uma análise sobre as perspectivas de endividamentos soberanos para o futuro, assim como possíveis políticas capazes de auxiliar a gestão da dívida pública.

## 2 A DÍVIDA PÚBLICA E O SISTEMA MONETÁRIO

O desenvolvimento da economia mundial ao longo de sua história não teria sido tão marcante se não fosse pela evolução na relação entre credores e devedores. Muitos são os elementos que evidenciam este relacionamento, como por exemplo, o dinheiro e os títulos públicos. Como o foco deste trabalho é, principalmente, o endividamento público, será dada ênfase ao segundo elemento.

Ao longo da história os governos desenvolveram diversos mecanismos para financiar seus déficits orçamentários. Entre estes mecanismos destacam-se a emissão de títulos públicos<sup>6</sup>, os empréstimos bancários e a emissão ou *debasement*<sup>7</sup> da moeda. Os títulos públicos surgiram aproximadamente há 800 anos, nas cidades italianas, e hoje em dia seu mercado tem tamanho estimado em 36 trilhões de dólares<sup>8</sup>. Com essa dimensão é natural que o mercado de dívidas soberanas seja extremamente influente em diversos outros mercados, definindo as taxas de juros de longo prazo para a economia como um todo.

Além do tamanho, outras duas características deste mercado reforçam sua capacidade de influenciar as políticas dos países. De um lado, em função de sua liquidez diária, os mercados de títulos funcionam como uma espécie de sinalizador quanto à credibilidade das políticas monetárias e fiscais, posto que títulos em valorização refletem a confiança de investidores quanto à trajetória econômica do país devedor<sup>9</sup>. Por outro e, talvez mais importante, o mercado de títulos dá poder aos investidores, já que estes são capazes, através da venda maciça de títulos, de punir os governos considerados irresponsáveis, forçando o preço destes ativos para baixo e conseqüentemente elevando as taxas de juros. Com taxas de juros mais altas, o custo para a rolagem da dívida cresce, reduzindo o grau de liberdade para determinadas políticas econômicas.

---

<sup>6</sup> Para Ferguson (2009) a criação de crédito bancário e o surgimento do mercado de títulos, são duas das principais revoluções históricas que levaram a ascensão do dinheiro.

<sup>7</sup> Prática de desvalorizar a moeda através da redução na quantidade de metal presente nas mesmas.

<sup>8</sup> *Global Financial Stability Report: Statistical Appendix* (2011). 60% do total correspondem às dívidas públicas dos EUA, União Europeia e Japão.

<sup>9</sup> Além dos aspectos econômicos, valorizações de títulos de dívida soberana podem ocorrer pela percepção quanto à solidez institucional e política do país. Além disso, essa valorização pode refletir o medo dos investidores em aplicar recursos em instrumentos financeiros de maior risco, movimento este que ocorre principalmente durante crises econômicas.

A evolução deste mercado, assim como do sistema monetário internacional ao longo dos últimos séculos, será o foco deste primeiro capítulo.

Sendo basicamente histórico, o capítulo detalhará, na primeira seção, o surgimento dos títulos de dívida pública. Em um segundo momento será feita uma discussão a respeito da evolução do sistema monetário internacional, mostrando a transição de um sistema baseado em metais para o sistema de moedas sem lastro. Na última seção serão avaliados alguns episódios clássicos de *default*<sup>10</sup> na dívida pública, como as crises das décadas de 1930 e 1980.

## 2.1 O surgimento e a consolidação do endividamento público

Foi durante a Renascença Italiana, nos séculos XIV e XV, que surgiram os títulos públicos. Basicamente, o surgimento deste mercado pode ser creditado ao interesse dos governantes em buscar novas fontes de receita, reduzindo a dependência de créditos bancários no financiamento de guerras. Como as cidades-estado da Toscana (Florença, Pisa e Siena) estavam constantemente em guerra entre si, ou contra outras cidades italianas, era preciso desenvolver um mecanismo capaz de facilitar o alto financiamento desses combates (Ferguson, 2009). Para preservar suas vidas, os moradores contratavam exércitos capazes de substituí-los nos campos de batalha. Quando os conflitos se encerravam, era nítida a explosão no endividamento público, que no caso de Florença, passou a ser financiado por cidadãos ricos, mesmo contra suas vontades. Em troca do dinheiro concedido imediatamente aos governantes, os credores da dívida pública recebiam juros e, caso necessitassem de liquidez imediata, poderiam vender estes títulos no mercado secundário.

A consolidação do mercado de títulos públicos ganhou impulso a partir do desenvolvimento, em Florença, de uma estrutura institucional transformadora, capaz de fortalecer a relação de confiança entre credores e devedores. Nesta cidade, o sistema político, responsável pela administração das finanças públicas, era composto pelos próprios credores da dívida pública, o que reforçava o interesse na quitação completa dos compromissos, diferentemente do que ocorria no financiamento de monarquias absolutas. Como os empréstimos aos reis tinham um caráter personalista, era comum que o soberano seguinte não reconhecesse as dívidas assumidas pelo rei anterior, causando prejuízo aos investidores.

---

<sup>10</sup> Este trabalho considera *default* a suspensão parcial ou total do pagamento das dívidas. Processos de reestruturação também são considerados *defaults* já que geram perdas as credores, seja através da redução das taxas de juros e/ou principal, seja através do alongamento dos prazos de vencimento.

Ainda que Florença tenha tido um papel central na construção de um mercado de títulos públicos, Ferguson (2009) ressalta que o primeiro sistema de endividamento público surgiu, de fato, em Veneza, no fim do século XII. Assim como em Florença, o endividamento da cidade-estado de Veneza era basicamente consequência de dívidas de guerra.

Com o passar dos séculos o sistema de financiamento italiano foi sendo disseminado para os demais países da Europa, sendo a Holanda um dos países pioneiros na evolução deste e outros mercados<sup>11</sup>. O desenvolvimento do mercado financeiro em Amsterdã foi crucial para o financiamento da Guerra dos 80 anos, onde a Holanda, então província espanhola, conseguiu se tornar independente do reino espanhol. Tendo garantido sua independência, não demorou para que os holandeses iniciassem um processo de expansão imperial, que levou à explosão do endividamento público, principalmente ao longo dos séculos XVII e XVIII. Ainda assim, Ferguson (2009) argumenta que as taxas de juros dos títulos holandeses apresentavam trajetória descendente, indicando que os investidores não temiam por um *default* da dívida pública.

A luta contra a independência holandesa foi uma das principais razões para as dificuldades financeiras da Espanha, que entre 1557 e 1662, deu *default* na sua dívida em nove oportunidades. A frequência de *defaults* em dívidas soberanas atuava contra a ampliação do mercado, tornando evidente a necessidade de criação de instituições capazes de evitar, ou pelo menos amenizar, tal comportamento, o que ocorreu em 1688 na Inglaterra.

Com a Revolução Gloriosa de 1688 e a consequente consolidação fiscal do império inglês, ocorreu o grande salto na constituição de um mercado de dívidas públicas seguro. A partir desta data os *defaults* na dívida pública não seriam mais regulares, dando confiança aos investidores dispostos a alocar suas economias em títulos do governo. Além disso, com o parlamento fortalecido, os controles fiscais seriam mais rigorosos, e a monarquia não poderia governar de forma independente. Os *debasements* da moeda também não existiriam mais, principalmente a partir da adoção do padrão ouro em 1717<sup>12</sup>.

Ainda que Hamilton (1947) mostre que o governo inglês já emitia dívidas antes de 1689, o próprio autor defende que foi a partir das melhorias institucionais decorrentes da Revolução Gloriosa, que a capacidade de endividamento público do império inglês se ampliou de forma considerável.

De maneira geral, o processo de consolidação das dívidas públicas na Inglaterra e o desenvolvimento de uma estrutura institucional mais propícia à consolidação deste mercado

---

<sup>11</sup> Ferguson (2009) cita o mercado de loterias e de rendas vitalícias como exemplos.

<sup>12</sup> Foi neste ano, de acordo com Eichengreen (2011), que os britânicos ingressaram no padrão ouro.

foram movimentos sem paralelos na Europa. Enquanto a Inglaterra aprimorava o seu sistema de dívida pública, a França permanecia com uma estrutura de financiamento arcaica. Essa diferença no estágio evolucionário dos mercados financeiros da Inglaterra e da França é, para alguns autores, um dos elementos importantes na explicação das origens da Revolução Francesa e da vitória inglesa sobre as tropas napoleônicas na famosa batalha de Waterloo em 1815 (Ferguson, 2009 e Hamilton, 1947)<sup>13</sup>.

Na prática, poucas nações além da Inglaterra adquiriram capacidade de acumular e não quitar estoques significativos de dívida antes do século XIX. Reinhart e Rogoff (2009b) creditam este fato à incapacidade da maioria dos países em acumular riqueza e criar um ambiente capaz de atrair novos investidores, através da crença de que desta vez as coisas “seriam diferentes”- França e Espanha são bons exemplos de países onde os *defaults* na dívida pública eram comuns antes de 1800.

Feita essa rápida análise histórica do surgimento e consolidação do mercado de títulos públicos, parte-se agora para uma discussão mais aprofundada sobre as especificidades deste mercado.

De acordo com Flandreau e Flores (2009), existem basicamente dois problemas relacionados ao financiamento de títulos públicos: existência de muitos emprestadores para um único tomador; e imunidade do emprestador soberano (ou seja, incapacidade dos credores tomarem medidas mais drásticas contra o devedor). Portanto, a expansão do mercado de títulos de países passava necessariamente pela superação destes entraves.

Diferentemente da visão de autores como Ferguson (2009) e Hamilton (1947), Flandreau e Flores (2009) criticam a noção de que melhorias institucionais, como as ocorridas na Inglaterra a partir da Revolução Gloriosa, sejam capazes de explicar a evolução nos mercados de títulos públicos. Para justificar essa crítica, os autores argumentam que boa parte dos tomadores de empréstimo nas primeiras décadas do século XIX eram países com estruturas institucionais deficientes, como Rússia, Áustria e até mesmo o Brasil, na época uma monarquia com um parlamento bastante frágil.

Por isso, na visão destes autores, o elemento que surge como capaz de explicar a consolidação do mercado de títulos públicos é a capacidade dos intermediários financeiros da época, por exemplo a casa Rothschild, em monitorar de forma eficiente os tomadores de dívida. Como esses intermediários tinham interesse em manter suas reputações para atrair

---

<sup>13</sup> Ferguson (2009) argumenta que mais do que um conflito entre dois exércitos, a Batalha de Waterloo representava dois sistemas financeiros distintos: o inglês baseado no endividamento público, e o francês, baseado na taxaço dos territórios conquistados.

novos investidores, naturalmente se viam na obrigação de fiscalizar os países emissores de dívida. Além disso, na medida em que estes intermediários classificavam o risco de dívida de cada país, garantindo financiamento com taxas de juros reduzidas para aqueles considerados mais seguros, os países também tinham interesse no bom relacionamento com essas casas financeiras, pois assim manteriam seus canais de financiamento abertos e com custos mais baixos. Com isso, havia claramente uma interdependência entre todos os agentes do ciclo, fortalecendo o interesse geral pelo cumprimento das obrigações.

Ainda que uma discussão mais aprofundada sobre as razões que levaram à consolidação do mercado de títulos de dívida pública não seja o foco deste trabalho, a ideia nesta seção foi apresentar as principais hipóteses discutidas acerca do tema. Mais do que tentar definir qual teoria se adapta melhor à realidade histórica, o objetivo aqui foi construir uma descrição sucinta e cronológica da evolução deste mercado, para que a discussão posterior sobre o tema seja mais facilmente contextualizada.

Na próxima seção discute-se o processo evolucionário de outro elemento vital nas análises sobre endividamentos soberanos: a evolução do sistema monetário internacional ao longo dos últimos séculos.

## 2.2 A Evolução do Sistema Monetário Internacional

Durante toda a Idade Média a moeda dominante foi a prata, já que não era tão pesada quanto o cobre e nem tão leve quanto o ouro, facilitando a fundição de moedas com valor conveniente (Eichengreen, 1996). Porém, com a Revolução Comercial no século XIII, a disseminação de moedas de ouro ganhou força, principalmente a partir da Itália. Ainda que a circulação de moedas de ouro já fosse bastante comum no século XIV, a prata seguia sendo o principal metal utilizado em transações pela Europa. Foi só em 1717 que este cenário começou a mudar. Neste ano, Isaac Newton, responsável pela casa da moeda britânica, fixou para a prata um preço em ouro excessivamente baixo, desincentivando a circulação de moedas de prata e colocando acidentalmente a Grã Bretanha no padrão ouro (Eichengreen, 1996). Vale destacar aqui dois pontos: primeiro, a adoção efetiva do padrão ouro pela Inglaterra só se deu em 1774, quando o curso forçado das moedas de prata foi parcialmente abolido<sup>14</sup>; segundo, o autor ressalta que o padrão ouro como um sistema de transações monetárias

---

<sup>14</sup> Eichengreen (1996) cita que em um primeiro momento (1774) foram abolidas as operações com moedas de prata onde o valor da transação fosse superior a 25 libras. Só em 1821 que o curso forçado das moedas de prata foi completamente eliminado.

internacionais só existiu a partir de 1870, quando a maior parte dos países, principalmente europeus, adotou o sistema de câmbio fixo ancorado nas reservas de ouro.

De acordo com Bordo, Meissner e Weidenmier (2006), até 1870 o sistema monetário internacional era composto por quatro grupos de países. No primeiro grupo estavam aqueles adeptos do padrão ouro, principalmente Grã Bretanha, Portugal e Canadá. O segundo grupo era composto pelos adeptos do padrão bimetálico, como a França e outros países da União Monetária Latina. No terceiro grupo estavam os Estados alemães e o Império Austro-Húngaro, defensores do padrão prata. Já no último grupo estavam os países que se utilizavam de papel moeda e não garantiam a conversibilidade de suas moedas em qualquer outro ativo.

Os países adeptos do bimetalismo (principalmente a França) funcionavam como uma espécie de elo entre os países do padrão prata e do padrão ouro. Evidentemente, a existência simultânea de diversos padrões monetários dava margem a operações de arbitragem, onde os agentes tentavam lucrar através da compra e venda dos metais em diferentes mercados. Além disso, como a cada descoberta de novas minas de prata ou de ouro o preço dos metais oscilava fortemente, o sistema era bastante volátil.

Na segunda metade do século XIX, mais precisamente em 1862, a continuidade do sistema bimetálico começava a ser ameaçada com a decisão da Itália de reduzir o grau de pureza de suas moedas de prata para 83,5% do seu valor legal. Como as moedas de prata francesas eram mais puras (90%), iniciou-se um processo de expansão das moedas italianas e entesouramento das moedas francesas (Lei de Gresham), obrigando o governo francês a reduzir a pureza de suas moedas para 83,5%. Quando a Suíça reduziu o grau de pureza de suas moedas à 80%, acaba colocando em risco a circulação de todas as moedas de prata do continente, ficando evidente a necessidade de criação de um mecanismo de coordenação internacional capaz de padronizar a cunhagem das moedas.

Na tentativa de enfrentar o problema, em 1865, Bélgica, França, Itália e Suíça formaram a União Monetária Latina, onde se comprometiam a manter a pureza de suas moedas em 83,5%.

Porém, com o estouro da Guerra Franco-Prussiana em 1870, a estabilidade do sistema ficou ainda mais ameaçada, já que o conflito impediu a manutenção da conversibilidade em diversos países europeus. Enquanto boa parte da Europa enfrentava graves problemas econômicos, a Inglaterra permanecia em situação confortável, baseada no padrão ouro.

Com a vitória do Reino da Prússia (mais tarde Alemanha), e pelo fato de boa parte do comércio alemão ser financiado por libras esterlinas (com valor fixado em ouro), passou a ser

de interesse alemão o acúmulo de ouro, o que foi possível através do pagamento de reparações de guerra por parte dos franceses. Ao mesmo tempo em que utilizava os francos franceses para comprar ouro, a Alemanha vendia seus estoques de prata e comprava ainda mais ouro, dando ao marco alemão a possibilidade de se tornar conversível no metal.

Com a adoção do padrão ouro pela Alemanha, as duas principais potências da época passavam a utilizar o mesmo sistema monetário e, portanto, não existiam mais externalidades positivas na manutenção do sistema bimetálico. Vale lembrar que Holanda e Estados Unidos também optaram pela adoção do padrão ouro, respectivamente em 1875 e 1879.

A sustentação do padrão bimetálico até o final do século XIX surpreende em função da complexidade na sustentação deste sistema. Na tentativa de explicar esse fenômeno, Eichengreen (1996) destaca três hipóteses: o alto valor do ouro (que tornava cara mesmo as moedas de menor valor); a forte influência política dos mineradores de prata; e finalmente, a existência de externalidades positivas decorrentes da manutenção de um sistema monetário adotado por outros países.

Com relação à primeira hipótese, antes da existência de máquinas a vapor capazes de produzir moedas com alto grau de precisão, as moedas de ouro tinham valores muito elevados para serem transacionadas em despesas comuns, o que impedia a adoção de um padrão exclusivamente baseado neste metal. Já a segunda hipótese destacada pelo autor enfatiza mais o papel político na sustentação de um padrão baseado na prata e no ouro. Como a utilização da prata no sistema monetário servia de sustentação para o preço do metal, muitos empresários aproveitaram para ampliar constantemente a capacidade produtiva e, portanto, perderiam muito caso fosse decidido pelo abandono da prata. Além disso, a soma de moedas de prata às moedas de ouro ampliava a liquidez do sistema, gerando pressões inflacionárias e beneficiando devedores com obrigações indexadas às taxas de juros fixas, usualmente agricultores.

No entanto, para Eichengreen (1996), nenhuma das duas primeiras teorias são suficientes para explicar com precisão a manutenção do sistema bimetálico até a segunda metade do século XIX, e por isso o autor desenvolve uma terceira explicação, baseada no papel das externalidades. Estas, neste caso, representam os benefícios da adoção de um sistema monetário comum entre os países. A difusão de um mesmo padrão facilitava as transações comerciais, gerando um incentivo para a manutenção de um sistema único. Só um conjunto de choques muito fortes seria capaz de quebrar essa lógica e reestruturar o sistema monetário europeu, como um conflito de grandes proporções, como a Guerra Franco-Prussiana.

Além da guerra, Eichengreen (1996) cita a Revolução Industrial como determinante na consolidação do padrão ouro como sistema monetário mundial. Isso se deve basicamente a superação do desafio técnico na cunhagem do ouro, através das máquinas a vapor, assim como na consolidação do poder econômico inglês. Rapidamente o ouro passou a ser a âncora para as moedas ao redor do mundo. O único país europeu a não ter sua moeda conversível no final do século XIX era a Espanha<sup>15</sup>. Japão, Rússia e Estados Unidos também estavam alinhados ao novo padrão e, agora, as externalidades que antes impediam a adoção generalizada do padrão ouro, atuavam no sentido de fortalecer a continuidade do sistema.

Block (1977) caracteriza os anos entre 1875 e 1914 como de grande estabilidade econômica, principalmente se comparados aos anos seguintes. Mas quais fatores explicam esta estabilidade no período? O entendimento da lógica por trás do padrão ouro traz boas respostas.

O núcleo do padrão ouro era a fixação das moedas em uma determinada quantidade de ouro<sup>16</sup>. Além disso, o movimento de ouro entre os países era livre, assim como também eram livres as flutuações das taxas de câmbio. Eventuais desequilíbrios na balança de pagamento ou nas taxas de câmbio eram automaticamente resolvidos através de arbitragens. Caso um país tivesse superávit comercial, esse excesso de ouro aceleraria a quantidade de moedas em circulação, elevando a pressão por produtos importados. Com o aumento das importações, o ouro saíria do país e a balança de pagamentos voltaria ao equilíbrio. Com relação ao câmbio, a lógica era a mesma. Caso a moeda do país A estivesse se desvalorizando, os banqueiros seriam tentados a comprar a moeda A, convertê-la em ouro no país A para posteriormente vender este ouro no país B. Ao comprar a moeda A, os agentes criavam uma pressão de valorização na moeda, equilibrando novamente as taxas de câmbio.

O alto grau de abertura das economias permitia a liberdade dos fluxos de comércio e capital. Block (1977) comenta que a abertura econômica favorecia diretamente a principal potência econômica da época, a Inglaterra. Ao disseminar os “benefícios” das vantagens comparativas e da divisão internacional do trabalho, o padrão ouro ajudou a construir um sistema desigual, prejudicando o desenvolvimento dos países da periferia. Para este autor, a supremacia econômica britânica era tanto o ponto forte, como o ponto fraco do padrão ouro e,

---

<sup>15</sup> Eichengreen (1996) comenta que os únicos países a terem adotado um padrão puramente baseado no ouro eram EUA, Inglaterra, França e Alemanha. Ainda sim, a França seguiu permitindo o curso forçado das moedas de prata. Até mesmo os EUA, em função da Lei Sherman que o obrigava a comprar onças de prata, não estava completamente comprometido com o padrão ouro. Esse comprometimento só veio em 1900, com a lei do Padrão Ouro.

<sup>16</sup> Ahamed (2010) mostra que até 1913, pouco mais de três bilhões de dólares (aproximadamente um quarto das moedas que circulavam no mundo) consistiam em moedas de ouro. A grande maioria, aproximadamente 65%, consistia em papel-moeda.

portanto, na medida em que essa supremacia passou a ser ameaçada pela Alemanha e pelos EUA, o padrão ouro também começou a perder força.

No final do século XIX, mais precisamente entre as décadas de 1860 e 1880, as relações comerciais internacionais haviam crescido muito, ancoradas na lógica do livre comércio<sup>17</sup>. Entretanto, a partir de então, o protecionismo passou a ganhar força e diversos países criaram tarifas visando à proteção de suas indústrias nascentes. Além disso, a expansão colonial acirrou a disputa pela divisão da África deixando clara a decadência do imperialismo de livre comércio britânico. Polanyi (2000) destaca que a exasperação das disputas levou ao desaparecimento do Concerto da Europa e a formação de alianças, uma delas entre Alemanha, Itália e o império Austro-Húngaro, e a outra entre Inglaterra, França e Rússia. Cada vez mais ficava claro que o equilíbrio de poder, um dos pilares de sustentação do sistema monetário internacional, estava em xeque. Todos esses elementos evidenciavam a insustentabilidade de um padrão centrado na Grã Bretanha, em um contexto de alianças hostis entre os países.

Finalmente, o agravamento das tensões levou à Primeira Guerra Mundial em 1914, que ao enfraquecer ainda mais o poderio britânico, eliminou as condições para a reconstrução do padrão ouro nos moldes do século XIX, o que para a desgraça econômica de muitos países, só ficaria evidente a partir da década de 1930. Serrano (2002) defende que uma das razões para o fim do padrão ouro em 1914 foi a reversão da conta corrente inglesa, que passava a ser deficitária.

O período do entre guerras foi um dos mais turbulentos na história da economia mundial. Em um intervalo de aproximadamente vinte anos, o mundo vivenciou tentativas fracassadas de retorno ao padrão ouro, assim como a maior crise econômica de todos os tempos, a Grande Depressão<sup>18</sup>.

Boa parte das turbulências pode ser creditada às profundas mudanças no plano político. O movimento de ascensão dos partidos operários, críticos de medidas exclusivamente focadas na manutenção do padrão ouro, combinado com maiores pressões sociais por emprego e melhores condições de vida, fortaleceu-se ainda mais após a guerra. O pilar político, tão importante para a sustentação do padrão ouro nas décadas anteriores havia claramente ruído e, a partir de então, os fluxos de capitais, antes estabilizadores, tornariam-se especulativos, comprometendo o grau de liberdade das autoridades monetárias. Rodrik (2011)

---

<sup>17</sup> Na visão de Rodrik (2011), a explosão do comércio no final do século XIX não se deve tanto ao livre comércio, mas sim, às políticas imperiais (formais ou não) que promoviam o comércio através do exercício da força. Além disso, o autor cita ainda que com exceção da Inglaterra, o liberalismo obteve vitórias limitadas nas políticas domésticas das grandes economias da época.

<sup>18</sup> Sobre a Grande Depressão, ver Bernanke (1995), Koo(2000), Temin (1994) e Eichengreen e Temin (1997).

e Eichengreen (1996) defendem que a manutenção do padrão ouro era a prioridade absoluta da política monetária<sup>19</sup> da época, e quando as pressões para a consecução de outros objetivos, como crescimento econômico e pleno emprego se intensificaram, a solidez do sistema desapareceu<sup>20</sup>.

Com o fim da Primeira Guerra Mundial, os países derrotados, principalmente Alemanha e Áustria, passaram a conviver com taxas de inflação altíssimas, decorrentes da deterioração completa das contas públicas. Na tentativa de controlar a hiperinflação<sup>21</sup> estes países foram os primeiros a restabelecer a conversibilidade de suas moedas em ouro no início da década de 1920. Gradualmente outras moedas retomaram as suas conversibilidades, como a libra esterlina em 1925 e o franco francês em 1926.

Rapidamente as externalidades (discutidas anteriormente) voltaram a atuar como um mecanismo de impulso a adoção de um sistema monetário comum. Evidentemente o retorno ao padrão ouro era delicado, começando pela definição das novas taxas de câmbio. Os ingleses, por exemplo, optaram por retornar a paridade anterior à Primeira Guerra, na tentativa de reforçar a confiança dos investidores. Para muitos (especialmente Keynes), o retorno à paridade anterior deixaria a libra supervalorizada, além de impor uma deflação muito custosa à população<sup>22</sup>. Serrano (2002) mostra que a insistência em retornar à paridade antiga era basicamente defendida por, teoricamente, preservar a confiança dos investidores na economia inglesa, e de fato acabou sendo desastrosa<sup>23</sup>. Como a Inglaterra perdeu competitividade após a Segunda Guerra, o autor mostra que, durante as décadas de 1920 e 1930, o ouro fluía quase que em sua totalidade para os EUA.

Outro elemento importante para explicar a fragilidade do padrão ouro durante a década de 1920 foi a estratégia da economia americana, através do *Federal Reserve*, na administração do sistema. Sendo fortemente superavitária, a economia americana atraía ouro, o que gerava pressão nos preços domésticos. Ao neutralizar essa expansão de liquidez, o FED impedia que o movimento de preços tornasse os produtos americanos menos competitivos no

---

<sup>19</sup> Rodrik (2011) destaca que na época, os principais bancos centrais do mundo eram instituições privadas e não tinham uma função pública a não ser a de emitir a moeda oficial. Além disso, vale destacar que os EUA sequer tinham um banco central nesta época já que o Federal Reserve foi criado apenas em 1913.

<sup>20</sup> Eichengreen (1996) destaca ainda que a disseminação (na época) da reserva bancária fracionária havia exposto a fragilidade dos bancos à eventuais corridas bancárias resultantes de uma eventual perda de confiança no sistema, sendo esse o calcanhar de Aquiles do padrão ouro.

<sup>21</sup> Ferguson (2009) mostra que a hiperinflação dos anos 1920 não era resultado somente do Tratado de Versailles, (como argumentavam os alemães) mas principalmente, de um sistema de taxaço sem legitimidade. Além disso, o autor defende que hiperinflações são fenômenos políticos no sentido de que não surgem quando existe estabilidade da política doméstica.

<sup>22</sup> Block (1977).

<sup>23</sup> Eichengreen e Temin (2010) comentam que diversos países optaram por retornar a paridade anterior a guerra, mas com os anos as assimetrias acabaram tornando impossível a manutenção do sistema.

exterior, o que equilibraria o comércio internacional. Com isso, os EUA permaneciam acumulando ouro e enxugando a liquidez internacional, impedindo a recuperação econômica dos demais países<sup>24</sup>. Serrano (2002) mostra que a estratégia americana era oposta à praticada pela Inglaterra nas décadas anteriores e que havia tornado o padrão ouro sustentável.

Apesar de todos os problemas associados ao restabelecimento do padrão ouro, foi somente a partir da Grande Depressão que os países perceberam as fragilidades deste padrão e iniciaram o abandono da conversibilidade, sendo a Áustria a pioneira. Com uma economia extremamente vulnerável à crises, em função do enorme volume de dívidas estrangeiras de curto prazo (oriundas de reparações de guerra), a situação austríaca se tornou dramática com a potencial quebra de seu maior banco comercial<sup>25</sup> em maio de 1931 (Block, 1977). Na tentativa de socorrer o banco e garantir a confiança em seu sistema bancário, o governo austríaco optou por expandir o volume de notas em circulação e garantir todos os passivos do *Credit Anstalt*. Evidentemente, ambas as medidas tornaram a manutenção do padrão ouro insustentável. Receosos de que o abandono da conversibilidade traria de volta a hiperinflação do pós-guerra, os governantes decidiram pela adoção de controles cambiais, impedindo a desvalorização da moeda local.

Rapidamente a crise na Áustria se alastrou para outros países, principalmente a Alemanha. Com uma economia bastante enfraquecida em função da Grande Depressão e das reparações de guerra, não demorou para que os ataques especulativos contra as reservas do banco central alemão se intensificassem. Em julho de 1931 o *Danatbank*, terceiro maior banco do país faliu, acelerando as corridas bancárias e a fuga de capitais. Sem conseguir um empréstimo externo capaz de controlar a situação, a crise se intensificou obrigando o governo alemão a também adotar controles cambiais<sup>26</sup>. Além dos controles, o governo alemão decidiu pelo congelamento dos ativos estrangeiros (muitos deles britânicos), gerando desconfiança na libra esterlina, que também passou a ser alvo de ataques especulativos. Na tentativa de preservar suas reservas de ouro, Ahamed (2010) destaca que o Banco da Inglaterra tomou 650 milhões de dólares junto a bancos franceses e americanos.

Com boa parte dos ativos congelados, o balanço dos bancos britânicos se deteriorou rapidamente, “forçando” o Banco da Inglaterra a escolher entre o seu sistema bancário ou a libra esterlina. Eichengreen (2011) defende que ao não elevar a taxa de juros, o que poderia

---

<sup>24</sup> Eichengreen e Temin (2010) mostram que na década de 1920, o EUA já detinham praticamente 40% do estoque mundial de reservas de ouro.

<sup>25</sup> Para se ter uma dimensão do problema, o *Credit Anstalt*, de propriedade dos Rothschilds, tinha passivos maiores do que o orçamento do governo austríaco (Eichengreen, 1996).

<sup>26</sup> Além dos controles cambiais, Ahamed (2010) destaca que o chanceler Heinrich Brüning decretou feriado bancário e restringiu o valor máximo de saques permitidos aos cidadãos.

amenizar a pressão contra a libra esterlina, o Banco da Inglaterra sinalizou que a prioridade era a manutenção de taxas de juros baixas, capazes de facilitar a reestruturação dos bancos britânicos. Ao perceber que a manutenção da libra no padrão ouro não era a prioridade do governo, ficava claro que uma desvalorização da moeda era iminente. Com isso, os investidores seguiram retirando os recursos em libras e convertendo-os em moedas estrangeiras.

Com a pressão contra a libra cada vez mais intensa a Inglaterra decidiu por abandonar o padrão ouro no dia 20 de setembro de 1931<sup>27</sup>. Em apenas uma semana de flutuação, a libra esterlina se desvalorizou em 25% frente ao dólar (Isard, 2005).

Com o fim do padrão ouro na Grã Bretanha, os investidores tornaram-se ainda mais avessos ao risco e buscaram ao máximo converter seus ativos em ouro, pressionando os bancos centrais dos países que mantinham suas conversibilidades. Visando combater a fuga de capitais, o *Federal Reserve* flertou com a possibilidade de elevação nas taxas de juros, o que causou a oposição de diversos grupos políticos, dada a fragilidade da situação econômica do país. Determinado a priorizar a manutenção do padrão ouro em detrimento da economia doméstica, o FED elevou as taxas de redesconto em outubro de 1931, prejudicando a ainda incipiente recuperação econômica. A partir deste momento, cresceu a percepção de que a recuperação econômica era mais rápida nos países que haviam abandonado a conversibilidade de suas moedas, o que incentivou a continuidade deste processo.

Eichengreen (1996) mostra que em 1932, o sistema monetário internacional estava dividido em três blocos: os países do padrão ouro (liderados pelos EUA); a área da libra esterlina (liderada pela Grã Bretanha); e os países onde haviam controles cambiais (liderada pela Alemanha). O bloco do ouro era o mais vulnerável, em função da pressão que seus bancos centrais sofriam para defender suas reservas de ouro forçando-os a adotarem medidas fiscais e monetárias restritivas (como citado anteriormente no caso dos EUA), enfraquecendo ainda mais suas economias, já debilitadas pela depressão. Sem alternativas, um a um, os países do bloco do ouro abandonaram suas conversibilidades, dando fim ao padrão ouro em 1937. Eichengreen e Temin (2010) defendem que as políticas econômicas durante a Grande Depressão acabaram intensificando a crise justamente porque foram pensadas com o intuito de preservar o padrão ouro e não estabilizar o produto e o emprego.

---

<sup>27</sup> A intensidade da Grande Depressão foi tamanha que surgiram boatos de que Montagu Norman, então presidente do Banco da Inglaterra, chegou a insistir pela impressão de cupons de racionamento, para a eventualidade do país retornar ao escambo (Ahamed, 2010).

Com o início da Segunda Guerra mundial, o sistema monetário internacional precisou ser novamente revisto. Mesmo durante o conflito, negociadores da Inglaterra (principalmente John Maynard Keynes) e dos EUA (Harry Dexter White)<sup>28</sup> já elaboravam planos para a estrutura de um novo sistema monetário, capaz de promover a expansão econômica sem as turbulências do entre guerras. Inicialmente rivais, estes planos foram sendo gradativamente aprimorados, até que o acordo fosse selado em 1944. Vale destacar que, de acordo com Eichengreen e Temin (2010), a ideia inicial de Keynes buscava evitar que a economia da Inglaterra fosse forçada a adotar medidas de austeridade (consequentemente recessivas), enquanto White tentava impedir o “*free ride*” inglês.

Em 1944, em Bretton Woods, New Hampshire, a nova estrutura monetária internacional foi definida, quando representantes de 44 países aprovaram a nova ordem monetária. Para Bordo (1992), os arquitetos de Bretton Woods queriam construir um sistema monetário capaz de combinar as vantagens do padrão ouro (estabilidade nas taxas de câmbio) com as vantagens dos sistemas de taxas cambiais flutuantes (independência para buscar políticas de pleno emprego). Segundo Eichengreen (1996) o acordo de Bretton Woods se diferenciava do padrão ouro sob três aspectos: o câmbio seria fixo, mas ajustável; os controles de capital seriam aceitos; e seria criada uma instituição multilateral capaz de auxiliar os países a equilibrar seus balanços de pagamentos, o FMI. Destes três elementos, Eichengreen (1996) acredita que o único que funcionou conforme o previsto foram os controles de capitais.

Neste novo sistema monetário, os países deveriam fixar suas moedas (em um nível aprovado pelo FMI) em dólares, enquanto os EUA fixariam o dólar com relação ao ouro. As taxas de câmbio poderiam flutuar dentro de uma margem de 1%, sendo que na eventualidade de desequilíbrios estruturais no balanço de pagamentos, essas margens poderiam ser ampliadas, desde que o FMI estivesse de acordo. Desta forma, Isard (2005) define o sistema de Bretton Woods como um meio termo entre a filosofia do *laissez faire* e do intervencionismo.

Belluzzo (2005) defende que o Acordo de Bretton Woods visava, primordialmente, criar regras monetárias capazes de regular o balanço de pagamentos, evitando assim, as pressões deflacionárias do padrão ouro. Além disso, Belluzzo (2005) acredita que o Acordo foi desenhado de forma a permitir políticas nacionais de desenvolvimento, industrialização e progresso social.

---

<sup>28</sup> Boughton (2002) discute detalhes sobre os planos de White e Keynes.

Apesar de resultar em forte crescimento e cooperação econômica até o final da década de 1950, o sistema de Bretton Woods tinha falhas intrínsecas que aos poucos foram se tornando mais visíveis. O dilema de Triffin<sup>29</sup> reflete bem os problemas de um sistema onde a moeda central (dólar) tem seu valor fixado em ouro.

Com a recuperação das economias europeias, crescia a necessidade de liquidez internacional, posto que a demanda por ouro crescia a uma velocidade superior à descoberta de novas minas. A solução para este problema de liquidez só poderia se dar de duas formas: através da expansão das obrigações americanas<sup>30</sup>; ou pela valorização do poder de compra do ouro (ou seja, uma desvalorização das moedas frente ao metal). Caso os EUA ampliassem a liquidez global através da expansão de sua dívida, o país enfrentaria um problema de ajustamento no seu balanço de pagamentos. Caso optassem pela segunda alternativa, os americanos assumiriam o risco de uma crise de confiança no dólar, já que os agentes teriam incentivos para acelerar a troca de dólares por ouro, visando obter lucros em uma eventual desvalorização da moeda americana. Eichengreen (1996) argumenta que o acúmulo de ativos denominados em dólares só era possível se não houvesse dúvidas sobre a capacidade dos EUA converterem esses dólares em ouro<sup>31</sup>.

Em 1960, o passivo monetário americano no exterior superou suas reservas em ouro e, três anos mais tarde, as reservas foram superadas pelo passivo americano junto às autoridades monetárias externas. Ficava claro que a sustentação do preço de 35 dólares por onça de dólar estava ameaçado.

De acordo com Isard (2002), o mecanismo encontrado para superar o problema de liquidez foi a criação de um novo ativo de reserva pelo FMI, os direitos especiais de saque<sup>32</sup>. Temerosos quanto à possibilidade de perder o papel central do dólar no sistema monetário, os EUA inicialmente foram contra a criação deste mecanismo. A recusa do governo americano

---

<sup>29</sup> Esta deficiência foi trabalhada originalmente por Triffin (1947). Basicamente, o Dilema de Triffin consiste na ideia de que o padrão ouro-dólar era insustentável no longo prazo porque o crescimento do comércio mundial depende do aumento da quantidade de moeda. Como os EUA não conseguiam aumentar as suas reservas de ouro na velocidade necessária para o crescimento do comércio, ou o crescimento econômico mundial estagnaria ou os EUA emitiram mais dólares. No entanto, se isso ocorresse, os americanos não poderiam mais garantir o preço de US\$ 35 por onça de ouro, já que o volume de dólares em circulação seria superior ao volume das reservas de ouro americana. Eichengreen (2011) afirma que o economista Robert Triffin escreveu tanto sobre o assunto que seu nome passou a definir esta contradição do sistema. Para ver uma discussão a respeito do tema, ver também Serrano (2002).

<sup>30</sup> Isard (2002) argumenta que esta tese se mostrou inválida no final da década de 1960, quando a expansão do mercado de eurodólares mostrou ser possível uma expansão das obrigações em dólares sem gerar pressões de ajustamento no balanço de pagamentos.

<sup>31</sup> Para Serrano (2002) a suposição de que todos os países do centro estão igualmente submetidos à disciplina do padrão ouro e que o ritmo global dependia da criação coletiva de reservas internacionais são dois problemas desta visão.

<sup>32</sup> *Special Drawing Right*.

incomodou os franceses que viam no padrão ouro-dólar um sistema extremamente assimétrico, que favorecia muito os EUA. Charles de Gaulle, então presidente francês, sugeriu o retorno ao padrão ouro e o Banco da França acelerou a troca de dólares pelo metal. Com a pressão francesa os EUA mudaram sua posição e passaram a defender a criação dos DES em 1965.

Com o aumento das pressões inflacionárias no final da década de 1960, a expansão dos DES serviria apenas para agravar o problema. A guerra do Vietnã, ao deteriorar ainda mais a posição fiscal americana, ampliou a desconfiança na conversibilidade do dólar. As pressões foram se intensificando, assim como a recusa do governo americano em colocar a defesa do valor do ouro à frente dos interesses domésticos.

Então, no dia 15 de agosto de 1971, o presidente norte americano Richard Nixon decidiu pela interrupção da conversibilidade do dólar em ouro, encerrando o sistema de Bretton Woods. Com a decisão unilateral americana, a grande maioria dos países, ainda em agosto, acabou optando também pelo fim das conversibilidades. Com o fim do sistema de Bretton Woods, o mundo pendeu para um sistema de taxas de câmbio flutuantes, encaradas na época como uma alternativa temporária e emergencial<sup>33</sup>.

Para Bordo (1992), o colapso do sistema de Bretton Woods decorreu da expansão monetária americana, que ao desencadear inflação pelo mundo, descumpriu a regra implícita de estabilidade de preços, forçando países como Inglaterra e França a pressionarem pela conversibilidade de dólares em ouro. Além disso, outro fator que contribuiu para o fim do sistema foi a dificuldade de manter a estrutura de paridades em um contexto de crescente mobilidade de capitais que resultava, frequentemente, em ataques especulativos às moedas de paridade fixa. Já para Kenen (2005), o fim de Bretton Woods se deve a diversas causas, tais como: a deterioração da posição de reservas americanas; a recuperação das economias da Europa Ocidental e do Japão (que ao competirem com os produtos americanos acabaram reduzindo o superávit comercial dos EUA); e também por uma falha política americana, optar por pagar as dívidas da Guerra do Vietnã através da elevação de impostos. Belluzzo (2005) concorda com Kenen (2005) com relação à importância da recuperação europeia e japonesa para o fim do Bretton Woods e cita como relevante também, os gastos dos EUA em função da Guerra Fria.

Vale destacar que antes mesmo do fim do padrão ouro-dólar a Europa já havia iniciado um processo de integração econômica. No ano de 1969, governantes europeus

---

<sup>33</sup> De acordo com Isard (2002). Eichengreen (1996) se refere à mudança para taxas de câmbio flutuantes como um “salto no escuro”.

havia solicitado ao primeiro ministro de Luxemburgo, Pierre Werner, a elaboração de um plano capaz de criar mecanismos de controle sobre as flutuações nas taxas de câmbio. Visando melhorar a coordenação de políticas econômicas (inclusive políticas orçamentárias) e reduzir as flutuações entre as divisas, o Plano Werner foi concluído em apenas um ano, sendo aprovado pelo conselho europeu no dia 22 de março de 1971. Considerado como o primeiro passo rumo à criação de uma União Econômica Monetária na Europa, o plano Werner previa também uma integração cambial, não através da criação de uma moeda única, e sim da fixação entre diversas taxas de câmbio. O processo de transição se daria em diversas etapas. Primeiramente as flutuações das taxas de câmbio seriam limitadas e as políticas, monetária e fiscal, coordenadas. Nas etapas seguintes as flutuações seriam ainda mais reduzidas, até que pudessem ser fixadas.

Em 1972 alguns dos elementos presentes no Plano Werner foram colocados em prática, no que ficou conhecido como a Cobra<sup>34</sup>. Esse sistema limitava as flutuações cambiais entre os países através de bandas de desvalorização. Com o fim do padrão ouro-dólar e o choque do petróleo em 1973, a volatilidade em diversos mercados explodiu e a economia mundial se desacelerou. Como os choques recessivos foram sentidos de forma assimétrica na Europa, a continuidade desse modelo de controle cambial ficou ameaçada. Alguns países saíram da Cobra de forma provisória, outros de forma permanente, retardando assim o surgimento do Sistema Monetário Europeu, que só seria criado em 1979.

Enquanto na Europa se consolidava um processo de coordenação de taxas de câmbio, em outros países a estratégia foi muito mais arrojada. Hong Kong e Bermudas, por exemplo, optaram pelo estabelecimento de *currency boards* onde, através de emendas constitucionais, obrigavam as autoridades monetárias a atrelar o valor de suas moedas com relação às moedas de seus principais parceiros comerciais. Décadas mais tarde a Argentina optaria por essa mesma estratégia, ao igualar, através da constituição, o valor do peso ao dólar.

Ainda que existisse o interesse de países europeus e do Japão<sup>35</sup> em retornar às paridades, os EUA não se mostravam dispostos a limitar o espaço de ação de suas políticas econômicas, com isso, as taxas de câmbio se tornaram bastante voláteis a partir da década de 1970. A combinação entre controles cambiais e políticas monetárias e fiscais compatíveis com uma maior estabilidade nas taxas de câmbio, permitiu que o aumento da volatilidade na

---

<sup>34</sup> Alguns autores utilizam o termo a Serpente.

<sup>35</sup> A volatilidade do câmbio era uma importante preocupação do governo japonês que frequentemente se utilizava de intervenções neste mercado com o intuito de desvalorizar o iene, estimulando com isso, suas exportações.

década de 1970 não resultasse em fortes desalinhamentos, como acabaria ocorrendo na década seguinte.

A década de 1980 iniciou sob os impactos do segundo choque do petróleo e as consequentes pressões inflacionárias. É neste contexto bastante complicado que Paul Volcker assume a presidência do *Federal Reserve* no EUA e, decidido a interromper o processo inflacionário, inicia um processo de forte ajuste nas taxas de juros, que se tornam extremamente elevadas em termos reais. Focado exclusivamente no combate à inflação, o governo americano não toma ações no intuito de evitar a valorização de sua moeda, que se aprecia a cada ano.

Em 1985, as pressões contra a valorização excessiva da moeda americana (principalmente por parte dos exportadores, maiores prejudicados), se intensificam. Diante da iminência da aprovação, no congresso, de um pacote de medidas neste sentido, o governo Reagan articula junto aos demais países industrializados uma intervenção com o intuito de desvalorizar a moeda americana, no que ficou conhecido como o Acordo do Plaza. Por este acordo ficou definido que os países do G5 interviriam no mercado de câmbio para que o dólar recuperasse parte de sua competitividade.

Eichengreen (1996) mostra que uma vez iniciado o processo de desvalorização do dólar, o movimento de queda não parou mais e, no segundo semestre de 1986, o dólar já havia se desvalorizado em 40% comparativamente ao iene japonês, pressionando agora a competitividade dos produtores japoneses. Ainda que algumas tentativas de controles cambiais fossem tentadas e o dólar se valorizasse frente ao iene em meados de 1988 e 1989, a decisão do governo americano de não intervir mais fortemente pela sustentação do dólar continuou pressionando para baixo o valor da moeda americana, que seguiu se desvalorizando na segunda metade de 1989. Belluzzo (2005) defende que o Acordo do Plaza (juntamente com o Acordo do Louvre de 1987) mostrou que a capacidade americana de coordenar os mercados, submetendo os seus aliados, era bem maior do que se poderia esperar.

Comparando o padrão ouro com o sistema monetário construído a partir da década de 1970, Isard (2005) constata que além de as crises cambiais se tornarem mais corriqueiras, as crises financeiras se tornaram duas vezes mais frequentes. Principalmente a partir de 1992, o mundo se defrontou com uma grande sequência de fortes crises, como a crise mexicana em 1994, a crise asiática em 1997, a crise russa em 1998 e a crise brasileira em 1999. Sendo a relação entre crises cambiais e crises de dívida um aspecto reconhecido por um grande

número de economistas<sup>36</sup>, é evidente que uma análise, mesmo que sucinta, da evolução do sistema monetário internacional, principalmente ao longo do século XX, é vital para o entendimento das dificuldades enfrentadas por muitos países, neste período, para honrar suas dívidas.

Com relação à hegemonia americana a partir do fim do sistema de Bretton Woods, Belluzzo (2005) defende que três movimentos centrais e interdependentes marcaram as últimas duas décadas do século XX: a liberalização financeira e cambial, a mudança nos padrões de concorrência; e a alteração das regras institucionais do comércio e do investimento. O autor ressalta ainda que todos estes movimentos atuaram no sentido de reforçar a hegemonia americana.

As limitações de política econômica durante o padrão ouro são diferentes das limitações atuais, apesar de que muitos elementos relacionados ao tema da dívida são comuns ao longo dos últimos séculos. Feita essa importante contextualização histórica dos sistemas monetários internacionais, é possível, agora, aproximar-se mais do objeto central deste trabalho, a dívida pública. A descrição dos principais casos de crises de dívida nos últimos séculos inicia esta etapa.

### 2.3 Crises de dívida

A coleta de dados sobre endividamento público é uma tarefa bastante complicada. Muitos países não possuem ou disponibilizam dados com séries longas, capazes de permitir uma análise mais profunda sobre a evolução do perfil de seus endividamentos. Além disso, a falta de padrões contábeis, principalmente nos dados mais antigos, dificulta muito a análise comparativa entre países.

Na tentativa de contribuir para o debate sobre o tema, os economistas Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff escreveram recentemente um livro<sup>37</sup> para o qual desenvolveram uma base de dados extremamente ampla, considerando dados de 66 países<sup>38</sup> ao longo de 800 anos. Esses dados enriquecem muito a análise sobre o tema e, por isso, parte destes dados será utilizada ao longo desta seção.

Ainda no prefácio do livro os autores destacam que o acúmulo excessivo de dívidas, independente do tomador, gera um risco sistêmico superior ao percebido durante *booms*

<sup>36</sup> Reinhart e Rogoff (2009b); Bordo (2006); Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) entre outros.

<sup>37</sup> Reinhart e Rogoff (2009b) – *This time is different: eight centuries of financial folly*.

<sup>38</sup> Para a lista completa de países, ver Reinhart Rogoff (2009b).

econômicos. Além disso, acelerações econômicas, ou de lucros, baseadas no aumento do endividamento podem criar crenças errôneas quanto à capacidade financeira de um país ou empresa. Neste ponto vale destacar a semelhança desta análise com a teoria da fragilidade financeira de Minsky (1986)<sup>39</sup>. Para este autor, ciclos de crescimento levam os agentes econômicos a tomarem cada vez mais dívidas, deteriorando a situação de seus balanços. Quando o ambiente econômico é favorável, a lógica do endividamento acaba sendo validada e o processo de alavancagem segue operando. A crise tem início quando ocorre uma reversão das expectativas sobre a trajetória econômica. Em um cenário de aversão à risco, os agentes procuram reduzir suas dívidas através, muitas vezes, da venda de ativos; essas vendas pressionam os preços para baixo, elevando o custo real dos passivos. No pior cenário, as dívidas superam o valor dos ativos e o país (ou empresa) é obrigado a suspender o pagamento de suas obrigações, agravando ainda mais a crise. Reinhart e Rogoff (2009b) destacam que por mais que dívidas privadas sejam elementos importantes para explicar diversas crises financeiras, dívidas soberanas têm um papel ainda mais relevante na grande maioria dos casos.

Por mais simples que a teoria da fragilidade financeira possa parecer, certamente ela ajuda a entender muitos dos episódios de *defaults* ao longo dos séculos, como será demonstrado a seguir.

A análise dos casos de *default* em dívidas soberanas ao longo dos últimos séculos evidencia um perfil cíclico. Através do estudo de Reinhart e Rogoff (2009b) é possível destacar cinco picos de endividamento desde o início do século XIX: o primeiro durante as Guerras Napoleônicas; o segundo entre 1820 e 1840; o terceiro entre 1870 e 1890; o quarto, durante a Grande Depressão dos anos 1930 até o fim da Segunda Guerra Mundial; e, finalmente, o quinto com as crises de dívida da década de 1980. Em alguns destes casos (ao redor de 1830, 1880, 1935, 1945 e 1990) quase a metade dos países estudados estavam em *default*<sup>40</sup>.

Antes de aprofundar a análise sobre as características principais das crises de dívida é essencial a descrição dos principais conceitos. Reinhart e Rogoff (2009b) classificam dívida externa como o total das obrigações de um país com credores estrangeiros, sejam públicas ou

---

<sup>39</sup> A semelhança se deve ao fato de Minsky também entender que o crescimento econômico através do endividamento privado leva, muitas vezes, a falsa sensação de que o *boom* econômico será sustentável, o que faz com que os agentes se endividem ainda mais, deteriorando a situação dos seus balanços e aumentando a possibilidade de crises econômicas.

<sup>40</sup> Vale destacar que na análise de Reinhart e Rogoff (2009b) processos de reestruturação também são considerados *default*. A lista de países engloba as principais economias do mundo, para a lista completa, ver Reinhart e Rogoff (2009b).

privadas. Usualmente, como estes credores são os responsáveis por definir os termos do contrato, o mesmo fica sujeito à jurisdição internacional. Sendo assim, é possível que dívidas externas sejam atreladas à moedas nacionais, assim como dívidas domésticas à moedas estrangeiras. Como será visto em detalhes na sequência deste trabalho, nesta simples definição já se evidencia uma diferença clara entre a abordagem heterodoxa e as abordagens mais tradicionais. Enquanto para os primeiros a moeda a qual os contratos estão atrelados é um dos elementos mais importantes no estudo sobre endividamento, para os últimos esse ponto não é tão determinante.

A definição do conceito de dívida externa torna óbvia a definição de dívida doméstica, que nada mais é do que o total das obrigações, públicas e privadas, sujeitas à jurisdição nacional. Feitas essas definições é possível retornar a discussão relativa à periodicidade das crises de dívida ao longo dos séculos.

A existência de longos períodos de estabilidade nos mercados de dívida soberana não deve iludir as autoridades, já que a norma do sistema é a ocorrência de calotes em série<sup>41</sup>.

Vale destacar também que mais importante do que observar o número de países em crise em determinado ponto no tempo (como é feito na análise anterior), parece ser dimensionar essas economias e, portanto estes *defaults*, com relação à economia mundial já que crises de dívida na Bolívia e nos EUA têm dimensões completamente distintas.

Ponderando os episódios de *default* pela importância relativa das economias, Reinhart e Rogoff (2009b) percebem que os episódios de crises de dívida soberana de maior relevância são aqueles observados entre a Grande Depressão dos anos 1930 e a Segunda Guerra Mundial. No ápice, ao redor de 1947, o somatório das rendas dos países em *default* representava 40% da renda mundial, mais do que o dobro observado durante outras crises.

Mas por que crises de dívida são comuns ao longo da história? Parece não existir uma única resposta para essa pergunta. Enquanto autores ortodoxos como Reinhart e Rogoff sugerem, em seus diversos trabalhos, que crises de dívida são resultados de fragilidades institucionais, tais como: sistemas financeiros vulneráveis e estruturas fiscais deficientes. Outros argumentam que<sup>42</sup> este fenômeno decorre, principalmente nos países emergentes, em função da estrutura assimétrica do sistema monetário internacional e a consequente incapacidade destes países em se financiarem através de dívidas atreladas às próprias moedas.

---

<sup>41</sup> Reinhart e Rogoff (2008).

<sup>42</sup> Eichengreen, Hausmann, Panizza (2003), Nersisyan e Wray (2010), Carneiro (2006), Prates e Cintra (2007).

Ainda que esta seja uma importante diferença teórica entre a visão ortodoxa e heterodoxa, para ambas alguns fatores são cruciais para entender episódios de crises de dívida nos últimos séculos, como por exemplo: a relevância dos fluxos de capitais; o preço das *commodities*; o regime cambial; a política monetária dos países centrais; o perfil do endividamento etc. A discussão a respeito destes elementos se dará no próximo capítulo.

Como episódios de calotes na dívida pública são comuns ao longo da história, não é possível discutir todos neste trabalho. Em função disso, optou-se pela análise de três períodos importantes: o primeiro se refere às crises do século XIX, onde o desenvolvimento dos mercados internacionais de capitais e o surgimento de novos Estados nacionais levaram a uma explosão no endividamento público, em alguns casos associados ao padrão ouro; o segundo se refere às crises entre a Grande Depressão e a Segunda Guerra Mundial, período este onde os níveis de endividamento como proporção da renda mundial bateram recordes; finalmente, o último período escolhido se refere à crise dos países latino americanos na década de 1980.

### 2.3.1 Crises do século XIX

O estudo das crises ocorridas no século XIX é relevante por apresentar elementos comuns com as crises atuais, tais como: a importância dos fluxos de capitais, do padrão cambial, da deterioração nos termos de troca etc.

Não é difícil de entender, por exemplo, a semelhança nas restrições das políticas monetárias e fiscais sob a vigência do padrão ouro e sob regimes de câmbio fixo. Em ambos os casos, quando as economias desaceleram, é natural que exista o interesse em adotar medidas contracíclicas, como a redução da taxa de juros ou expansão dos gastos públicos. Porém, como existe o compromisso de manter a moeda local atrelada a outro ativo, (ouro ou moeda de um país estrangeiro) essas políticas serão limitadas pela capacidade do país em garantir o valor da moeda local. Caso os investidores percebam a incapacidade do governo em manter a conversibilidade da moeda local, os movimentos de saída de capitais se intensificarão, forçando a utilização das reservas. Se ainda assim a percepção de desvalorização permanecer, a fuga de capitais seguirá até o ponto onde os governantes serão obrigados a flutuar o câmbio ou abandonar o padrão ouro.

Bordo (2006) encontra padrões semelhantes entre choques externos durante a primeira fase da globalização (final do século XIX) com as crises recentes, principalmente em

países emergentes. Esses choques eram, e continuam sendo, normalmente impulsionados por *sudden stops*<sup>43</sup>, reversões na conta corrente e crises financeiras.

Um bom exemplo foi o *boom* no endividamento dos países periféricos em 1880, quando a baixa perspectiva de rendimentos nos países centrais, principalmente Inglaterra, levou à busca de oportunidades em países em desenvolvimento. Quando, no final da década, a economia inglesa começou a se recuperar, em parte pelo fortalecimento da demanda, o Banco da Inglaterra resolveu aumentar as taxas de juros de 2,5% para 6%. Como esse aperto na política monetária foi acompanhado pelos demais países europeus, rapidamente ocorreu uma reversão nos fluxos de capitais, que retornaram aos países centrais. Sem capital, muitos países periféricos enfrentaram problemas, entre eles Brasil e Argentina.

No caso da Argentina, o país havia convivido com um forte fluxo de entrada de capitais na década de 1880, boa parte direcionado para projetos de infraestrutura, tanto na capital como no interior do país. Pouco antes do *boom*, o país acabara de atravessar um processo de consolidação política, onde a criação de novas instituições fortaleceu a confiança dos investidores estrangeiros na capacidade de desenvolvimento do país, reforçando ainda mais o fluxo de capitais. Aproveitando o bom momento, os governos das províncias também ampliaram as despesas através da emissão de títulos. Paralelamente ocorria a expansão de créditos bancários, através da emissão crescente de papel moeda.

Com a melhora na condição econômica dos países centrais e a elevação das taxas de juros, o fluxo de capitais rapidamente se inverteu e passou a sair da Argentina rumo à Europa. Com dificuldade para rolar suas dívidas<sup>44</sup>, o governo argentino acabou optando pelo *default* na dívida.

No primeiro ano da década seguinte a economia argentina se contraiu a uma taxa de 4% e, um ano depois, a taxa foi ainda maior, 11%. Diversas são as causas para a crise da Argentina no período. Certamente os fluxos de capitais tiveram um papel relevante, assim como as dívidas atreladas à libra esterlina, que se tornaram muito mais caras a partir da desvalorização do peso.

No Brasil a história não foi muito diferente. Entre 1880 e 1890 o país viveu um *boom* econômico graças ao aumento nos fluxos de capitais, à abolição da escravidão e ao fim da monarquia. Os gastos cresceram, mas não na mesma dimensão com que cresceram no país vizinho. Mesmo com a reversão nos fluxos de capitais, a economia brasileira só enfrentou dificuldades mais fortes quando o preço de sua principal *commodity*, o café, despencou em

<sup>43</sup> Reversões abruptas no fluxo de capitais. Calvo (1998) e Calvo, Izquierdo e Mejía (2004).

<sup>44</sup> A forte crise na Argentina quase levou a quebra do banco de investimentos britânico Barings.

1893. A reversão na conta corrente veio acompanhada de crises bancárias e de dívidas, assim como de uma forte recessão no final da década de 1890.

Bordo (2006) ressalta que tanto Brasil como Argentina estavam expostos à variações nas suas taxas de câmbio, já que mais de 60% de suas dívidas estavam atreladas ao ouro. Quando as moedas locais se depreciaram, essas dívidas se tornaram mais caras.

Fica claro que o fato de atrelar dívidas ao ouro, como ocorria no final do século XIX, ou a moedas estrangeiras, como foi muito comum na década de 1980, aumenta o risco de *default* nestas obrigações. Isso ocorre porque o país não tem capacidade de emitir a moeda de referência dos contratos, ficando vulnerável a ataques especulativos. Bordo e Rockoff (1995) também fazem esta relação entre o padrão ouro e as taxas de câmbio fixas, reconhecendo que a adoção de estratégias como estas reduzem a flexibilidade de reação a choques, pois limitam a expansão fiscal e impedem a desvalorização cambial. Pelo lado positivo, os autores mostram que durante o padrão ouro, países que aderiam ao padrão pagavam taxas de juros inferiores às dos demais países (o que talvez possa ser explicado pela inexistência de risco cambial).

No próximo capítulo será discutida com mais profundidade a análise sobre a importância do ativo denominador das obrigações, basicamente através do estudo de dois fenômenos: pecado original e descasamentos cambiais. Antes disso, porém, é feita uma breve análise das crises de dívida durante a Grande Depressão dos anos 1930 e a Segunda Guerra Mundial.

### 2.3.2 Crises entre os anos de 1930 e 1950

A Grande Depressão dos anos 1930 é considerada por todos os especialistas como a maior crise econômica de todos os tempos. Ainda que crises de *default* em dívidas soberanas fossem comuns até mesmo nos séculos anteriores, em termos de dimensão, a crise da década de 1930 atingiu proporções inéditas, colocando o equivalente a praticamente 50% da economia mundial em *default*.

Como existem diversos estudos sobre a Grande Depressão, o foco aqui será apenas construir um breve contexto a respeito do endividamento dos países no período, buscando elementos únicos e comuns nas crises de dívida desta época.

Através da análise de Eichengreen e Portes (1989), podemos dividir os *defaults* da década de 1930 em três momentos: o primeiro, em 1931, onde a maioria dos *defaults* ocorreu na América Latina; o segundo, entre 1932 e o primeiro semestre de 1933, onde os *defaults* se

propagaram para o sul e leste da Europa, e o terceiro, na segunda metade de 1933, onde a Alemanha (maior devedor estrangeiro) suspendeu o pagamento de suas obrigações.

Muitas são as causas para as crises de dívida neste período. Entre elas podemos citar: a expansão exagerada na tomada de dívida externa durante a década de 1920, o fracasso da tentativa de reconstrução do padrão ouro, as pesadas reparações impostas aos países derrotados após a Primeira Guerra Mundial, a deterioração nos termos de troca, a reversão do fluxo de empréstimos americanos a partir de 1928, a deflação após a crise de 1929, entre outros. É claro que alguns destes elementos afetaram mais especificamente alguns países, como o caso das reparações de guerra na Alemanha.

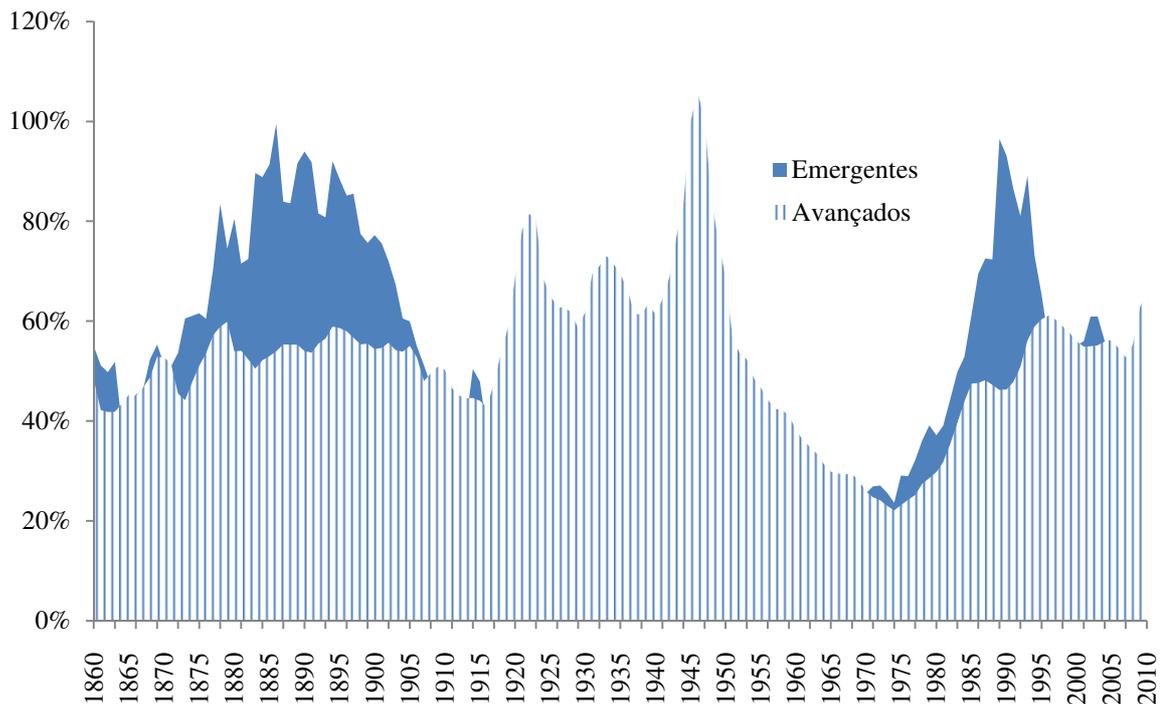
Com respeito à relação entre deflação e *defaults*, Fisher (1933) descreve de forma clara como esse processo atua no sentido de elevar o custo das dívidas. O autor argumenta que na existência de endividamento excessivo, em algum momento, uma cadeia de eventos negativos ocorrerá: primeiro a liquidação das dívidas leva à liquidação de ativos, gerando contração nos depósitos e a redução da velocidade da moeda. Uma queda nos níveis de preços (deflação) levará à redução no valor dos ativos das empresas, levando a falências. Com a queda nos lucros, a produção, o emprego e o comércio são reduzidos, levando a um ambiente de falta de confiança e busca pela liquidez. Esse processo leva à elevação nas taxas reais de juros. Assim, o endividamento e a deflação reduzem a atividade produtiva e alimentam uma espiral deflacionária de preços e ativos, aumentando ainda mais o peso das dívidas. Na medida em que a maioria dos elementos “depende” da deflação para ganhar força, fica claro que o endividamento excessivo por si só não leva a crises tão profundas. O mesmo pode ser dito da deflação sem endividamento. Quando esse processo ocorre, as crises são menos severas.

Ainda que aspectos econômicos sejam fundamentais para explicar os *defaults* de dívida ao longo da história, Eichengreen e Portes (1989) destacam a importância de elementos políticos na análise. Para estes autores, o interesse dos países em adotar medidas fiscais contracionistas, equilibrando o orçamento através do aumento de impostos ou redução das despesas é um aspecto chave para entender a diferença entre os países que optaram por interromper os pagamentos da dívida e os que permaneceram honrando os seus compromissos. É claro que a adoção de medidas fiscais contracionistas em um ambiente já fragilizado pela queda da atividade produtiva, aumento do desemprego e deflação, aprofundaria a crise econômica, mas para muitos autores, caso essas medidas fossem suficientes para impedir o *default* nas dívidas, os benefícios seriam superiores no futuro, através da redução nas taxas de juros demandadas pelos investidores, sabedores da

credibilidade dos governantes. No próximo capítulo será feita a discussão a respeito do papel da reputação dos governantes na gestão da dívida pública.

Ainda na década de 1930, a sucessão de calotes e o abandono por completo do padrão ouro permitiu a recuperação gradual das economias em todo o mundo. Eichengreen e Portes (1989) citam inclusive que os países que deram *default* em suas dívidas externas se recuperaram mais rapidamente da depressão do que países que se esforçaram ao máximo para manter o pagamento das suas obrigações.

Com a recuperação econômica, o ciclo vicioso de queda na atividade produtiva, queda nos preços e aumento do desemprego havia sido interrompido, permitindo a redução nos níveis de endividamento público, até que, em 1939, estourou a Segunda Guerra Mundial. Como é comum em conflitos de grande magnitude, o estouro da guerra elevou em muito o endividamento público pelo mundo, como pode ser visto na figura 1.



**Figura 1** – Endividamento Público Bruto como percentual do PIB: Economias avançadas e emergentes selecionadas<sup>45</sup> – 1860 a 2010.

**Fonte:** [www.reinhartandrogoff.com](http://www.reinhartandrogoff.com). Elaboração própria.

<sup>45</sup> 18 países estão no grupo de economias avançadas:: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, EUA, Finlândia, França, Holanda, Itália, Japão, Nova Zelândia, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça. O grupo de emergentes é composto por 38 países, sendo os principais: Argentina, Brasil, Chile, China, Coréia, Egito, Grécia, Índia, Marrocos, México, Peru, Polônia, Rússia, Singapura, Taiwan, Turquia e Venezuela. Sempre que possível foram utilizados os dados de endividamento bruto do governo central, quando estes estavam indisponíveis, foram utilizados os dados relativos ao endividamento bruto do governo geral. Ambos consideravam dívida pública doméstica e externa.

Considerando apenas as economias avançadas, é possível perceber que entre 1860 e 2010, estas economias nunca estiveram tão endividadas quanto durante a Segunda Guerra Mundial, onde o nível de endividamento superou 100% do PIB. Outro aspecto que chama a atenção é a rápida e contínua redução no endividamento público após a Segunda Guerra, chegando próximo ao patamar de 20% do PIB no começo da década de 1970, onde novamente ocorre uma reversão de tendência, até o final da década de 1990.

Muitas são as justificativas para essa redução rápida do endividamento público até a década de 1970. Alguns autores como Reinhart e Rogoff (2009b) creditam este processo ao próprio perfil do endividamento. Como dívidas de guerra são acumuladas com o propósito de financiarem o arsenal militar, assim que os conflitos são encerrados, a necessidade de financiamento desaparece, podendo o país redirecionar esses recursos para investimentos produtivos. Outro aspecto relevante para a redução no endividamento como proporção do PIB foi o forte crescimento econômico mundial durante a vigência de Bretton Woods. Krugman (2011e) cita ainda que a erosão do valor real das dívidas foi o determinante para o pagamento das dívidas da Segunda Guerra.

Eichengreen e Lindert (1991) destacam outro elemento peculiar durante os anos de calmaria nos mercados de dívidas soberanas. A partir da Segunda Guerra Mundial, os próprios países assumiram a liderança na concessão de empréstimos a outros governos (principalmente países em desenvolvimento) através de ajudas externas e créditos de exportação por meio de instituições multilaterais como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional. Com a crise do petróleo em 1974 esse cenário se alterou.

O excesso de liquidez global derivado principalmente de políticas monetárias expansionistas e superávits, principalmente dos países exportadores de petróleo, deu origem a uma onda de empréstimos, basicamente concedidos através de bancos internacionais. Quando a crise mexicana explodiu em 1982, o crédito foi subitamente interrompido e a situação dos países em desenvolvimento e seus credores se complicou, dando origem a uma série de crises durante a década de 1980, as quais serão analisadas a seguir.

### 2.3.3 Crises dos anos 1980

Até aqui este trabalho mostrou que apesar de algumas diferenças entre as mais diversas crises de dívida ao longo da história, muitos elementos são comuns em todas elas.

Como discutido anteriormente, é comum que crises de dívida se originem após períodos de grande liquidez, onde um número significativo de países amplia suas obrigações deteriorando sua condição fiscal. Quando esse fluxo é interrompido, seja por um choque externo ou por um conflito interno, as finanças públicas se deterioram rapidamente, levando muitas vezes à incapacidade de seguir com o pagamento integral das dívidas.

Com relação especificamente às crises da década de 1980, é preciso destacar alguns mecanismos novos pelo quais os choques se intensificaram. Primeiramente, vale ressaltar que diferentemente do que ocorria nos *booms* de endividamento nos séculos anteriores, desta vez os empréstimos internacionais não eram negociados através de títulos vendidos a um grande número de investidores, pelo contrário, esses empréstimos permaneciam na carteira de um número reduzido de grandes bancos internacionais, o que se mostrou como um importante ponto de fragilidade do sistema quando os calotes começaram.

Com os *defaults* nas dívidas soberanas, os balanços patrimoniais dos bancos internacionais foram fortemente atingidos, ameaçando os sistemas financeiros dos países desenvolvidos. Temerários quanto ao futuro de seus sistemas bancários, as nações desenvolvidas passaram a se envolver mais na resolução destas crises, na maioria das vezes pressionando pelo pagamento completo das obrigações. Esse forte envolvimento dos governantes dos países credores é, em alguma medida inédito, visto que nas décadas de 1930 e até mesmo antes, como no século XIX, os países adotavam posturas mais neutras. Eichengreen e Portes (1991) destacam que a principal diferença na postura dos governantes nas crises anteriores e nas crises da década de 1980 é que nas crises mais recentes os governos se envolveram para defender um lado único da negociação, o lado dos credores.

Outro aspecto novo relativo às crises da década de 1980 se refere à existência de órgãos multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, criados para auxiliar os países em dificuldades a manejar suas economias de forma mais eficiente. Aqui o foco principal será o FMI, já que este é o principal órgão internacional de intermediação entre credores e devedores de dívidas soberanas.

O FMI foi criado durante os encontros de Bretton Woods em 1944, mas formalmente a instituição só passou a existir a partir de dezembro de 1945, quando os primeiros 29 membros assinaram os “*Articles of Agreement*”. Basicamente, o FMI foi criado com o intuito de garantir um sistema monetário cooperativo, capaz de estimular o comércio internacional, promover a estabilidade cambial e socorrer países com dificuldades na balança de pagamentos. A partir da década de 1980, o FMI passou a se envolver diretamente nas

negociações entre os países devedores e seus credores, sendo a moratória mexicana um dos principais episódios.

A moratória mexicana de 1982 foi um dos episódios de dívida mais relevantes durante a década de 1980. Ainda que a economia mexicana tenha recorrido ao FMI em 1976 devido a problemas resultantes do processo de substituição de importações e da sobrevalorização do peso, poucos percebiam o país como um investimento de risco no começo da década de 1980. O otimismo com relação à economia mexicana decorria principalmente da elevação do preço do petróleo, uma das principais *commodities* do país, em 1979.

Porém este otimismo durou até 1981, quando a situação mexicana começou a se deteriorar. Neste ano, a dívida externa mexicana saltou de US\$55 bilhões para US\$80 bilhões. Pior do que o aumento da dívida foi a mudança no seu perfil. Aggarwal (1991) estima que aproximadamente 20% da dívida passou a ter vencimento inferior a um ano, tornando o país vulnerável a fugas de capital, como de fato acabou ocorrendo. A insegurança dos investidores quanto à capacidade do México em honrar seus compromissos provocou uma grande saída de capitais do país, pressionando a moeda local. Em fevereiro do ano seguinte as autoridades mexicanas decidiram pela desvalorização do peso em 30%, visando amenizar as pressões contra a taxa de câmbio. Não funcionou. Os capitais continuaram fugindo e as reservas se esgotando, até que, em agosto, o país optou pela suspensão do pagamento de sua dívida, gerando uma grave crise financeira.

O Brasil experimentou um processo semelhante. Ainda que Cardoso e Dornbusch (1991) argumentem que boa parte da expansão da dívida externa brasileira no período se deveu a choques externos, como a variação no preço do petróleo e mudanças nas taxas de juros, é preciso reconhecer que havia um descontrole das contas públicas mesmo nas décadas anteriores.

Uma das importantes diferenças entre os calotes da década de 1980 e da década de 1930, diz respeito ao desempenho econômico dos países após a suspensão do pagamento de suas dívidas. Enquanto na década de 1930 os países que suspenderam os pagamentos foram os países que se recuperaram mais rapidamente da depressão, na crise dos anos 1980 o fenômeno se inverteu. Eichengreen e Portes (1989) dão duas explicações: primeiro, os *defaults* da década de 1930 permitiram aos países o redirecionamento de recursos para investimentos produtivos domésticos, enquanto na década de 1980, a suspensão dos pagamentos tinha um caráter parcial e descontínuo, onde as transferências para os credores permaneciam elevadas. A segunda explicação se refere à decisão coletiva de interromper os

pagamentos da dívida. Enquanto na década de 1930 quase a totalidade dos países optou pelo calote, na década de 1980 estes casos foram mais isolados, facilitando a imposição de sanções contra os governos que optassem pela suspensão dos pagamentos.

As crises de dívidas da década de 1980 impediram a continuidade de trajetórias de crescimento positivo em diversos países emergentes, sendo considerada, inclusive, como a década perdida.

## 2.4 Considerações finais

Feita essa análise sobre as crises da década de 1980, encerra-se a última seção deste primeiro capítulo. O objetivo inicial foi mostrar, a partir de uma perspectiva histórica, como se deu a origem dos endividamentos públicos, assim como o processo de evolução do sistema monetário internacional ao longo dos últimos séculos, para que se evidenciassem alguns elementos comuns ao longo da história. A repetição destes elementos (euforia, reversões abruptas de expectativas, alavancagem, entre outros), nas crises de dívida evidencia a crença de alguns autores<sup>46</sup> de que ainda que as instituições mudem ao longo do tempo, a natureza humana não.

No próximo capítulo a análise se centrará nas inter-relações entre crises de dívida, crises bancárias, cambiais e de inflação, assim como se discutirão alguns elementos fundamentais para o entendimento das diferenças entre crises de dívida de países desenvolvidos e países em desenvolvimento, como os conceitos de *original sin* e *currency mismatches*.

---

<sup>46</sup> Por exemplo Reinhart e Rogoff (2009b)

### 3 SUSTENTABILIDADE E CONSEQUÊNCIAS

No primeiro capítulo construiu-se uma análise histórica a respeito do surgimento das dívidas públicas, assim como da evolução do sistema monetário internacional. Agora foca-se no estudo dos riscos associados a estas dívidas. Para isso, aborda-se inicialmente a relação entre crises de dívida e outras crises econômicas, como crises cambiais, bancárias e de inflação. Em um segundo momento, discute-se o conceito de intolerância à dívida que tenta explicar a diferença na capacidade de financiamento entre os países. Na terceira seção trabalha-se principalmente com os conceitos de risco moral, pecado original e descasamentos cambiais. Através destes conceitos, procura-se destacar o papel da moeda na análise sobre sustentabilidade de dívidas soberanas. Na seção seguinte, será trabalhado o conceito de fugas de capitais, elemento presente em diversos episódios de *default* ao longo das últimas décadas. Finalmente, na última seção, é feita uma discussão sobre o que leva os países a quitar suas dívidas mesmo em ambientes de fragilidade econômica.

A análise sobre sustentabilidade e consequências do endividamento público varia de forma considerável entre as diversas escolas econômicas. Enquanto autores como Reinhart, Rogoff e Bordo, creditam o sucesso de alguns países na gestão de suas dívidas a aspectos como o nível das instituições domésticas e a solidez dos mercados financeiros, outros autores como Eichengreen, Wray e Nersisyan acreditam que a estrutura do sistema monetário internacional dificulta a emissão de dívida soberana pelos países em desenvolvimento, obrigando-os a se endividarem em moedas estrangeiras ficando assim, expostos a grandes choques, como fugas de capitais, ataques especulativos, crises cambiais etc. Por isso, neste capítulo, sempre que possível será feito o contraste entre as visões ortodoxas e heterodoxas sobre o tema.

Parte-se, então, da relação entre as diversas crises financeiras.

#### 3.1 Relação entre crises financeiras

Vários economistas já realizaram estudos sobre a relação entre os diversos tipos de crises financeiras<sup>47</sup>. De maneira geral, parece haver consenso de que crises de dívida, crises bancárias, crises cambiais e crises de inflação, têm o potencial de se retroalimentarem durante

---

<sup>47</sup> Bordo e Meissner (2005), Reinhart e Rogoff (2009b, 2011), Kaminsky e Reinhart (1999), Reinhart (2002), Boskin (2011).

choques econômicos<sup>48</sup>. A partir desta percepção, a análise desta seção começa pela verificação da relação entre crises soberanas e crises bancárias.

Reinhart e Rogoff (2008, 2009b) são categóricos em afirmar que, historicamente, existe relação entre grandes crises bancárias internacionais e *defaults* em dívidas soberanas externas. Para estes autores, existem basicamente cinco canais pelos quais turbulências financeiras podem gerar crises de dívida soberana, principalmente em países emergentes.

O primeiro canal se refere à desaceleração econômica derivada de uma eventual crise bancária em um país central, o que em tese, reduziria o volume das exportações dos países emergentes, limitando a quantidade de moeda forte<sup>49</sup> disponível para honrarem o serviço de suas dívidas externas. O segundo canal diz respeito à queda nos preços das *commodities* em função da desaceleração econômica mundial. Como grande parte dos países emergentes ainda tem suas pautas de exportação concentradas em produtos primários, a queda nos preços das *commodities* reduz o ingresso de divisas estrangeiras, dificultando o pagamento das obrigações externas. O terceiro canal ressaltado pelos autores se refere a possibilidade de *sudden stops*, ou seja, interrupções (ou até mesmo reversões) no fluxo de capitais direcionados aos países emergentes em função da retração do crédito nos países centrais, consequência bastante provável na ocorrência de crises bancárias. Com menos divisas estrangeiras, projetos de investimento podem se tornar inviáveis, reduzindo a atividade econômica nos países menos desenvolvidos e, portanto, comprometendo suas capacidades financeiras. O quarto canal através do qual crises bancárias podem desencadear crises de dívida soberanas, diz respeito ao risco de contágio. Investidores que incorram em prejuízos nos países desenvolvidos acabam se tornando mais avessos ao risco em todos os mercados e, possivelmente, reduzirão suas exposições a países emergentes também. Essa fuga de capitais dificulta a rolagem das dívidas, podendo, no caso mais grave, levar ao *default*. Finalmente, o último canal destacado por Reinhart e Rogoff (2009b) trata da confiança. Crises bancárias em determinados países podem levar os investidores a retirar recursos de qualquer país que tenha condições econômicas ou políticas semelhantes a do país afetado. Isso ocorre porque os investidores tentam se antecipar à próxima crise. O problema deste tipo de comportamento é que esse “movimento de manada” acaba precipitando a própria crise que tentava evitar, gerando uma espécie de efeito dominó em diversos países, como pôde ser observado durante a crise asiática da década de 1990.

---

<sup>48</sup> Boskin (2011) cita a crise europeia atual como um exemplo claro da relação entre crises bancárias, cambiais e de dívidas soberanas.

<sup>49</sup> Moeda de países centrais, como o dólar americano, o euro ou o iene, por exemplo.

Em um trabalho mais recente<sup>50</sup> estes autores afirmam ainda que crises bancárias normalmente precedem ou coincidem com crises de dívidas soberanas. Essa sequência temporal é explicada basicamente pelo interesse público na preservação do sistema financeiro, o que o leva muitas vezes a socorrer grandes bancos privados, evitando suas falências através de garantias estatais. Como consequência desta tentativa de socorro, muitas vezes a solvência do próprio país acaba sendo ameaçada, como podemos ver no caso da Irlanda<sup>51</sup> atualmente.

Com o estouro da crise financeira em 2008<sup>52</sup> e a quebra do mercado imobiliário local<sup>53</sup>, o sistema bancário irlandês começou a apresentar sérias dificuldades. Temerários de que as principais instituições financeiras falissem, o governo irlandês optou por garantir todos os passivos de seus principais bancos. Como o problema das instituições era de solvência e não de liquidez (como era o caso em outros países), a garantia governamental serviu apenas para transformar passivos privados em passivos públicos, agravando a situação econômica estatal. Limitado na sua capacidade de utilização de políticas monetárias (devido ao euro) e de políticas fiscais (decorrentes da falta de credibilidade quanto à capacidade de gestão dos déficits e da dívida pública), o país passou a ser alvo de fortes ataques especulativos. Vale lembrar que a o estouro da crise na Grécia, poucos meses antes, exacerbava o ambiente de incertezas na economia mundial, principalmente na zona do euro.

Conforme evidencia a figura 2, com a crise financeira de 2008 ocorreu uma inversão na trajetória da relação dívida/PIB na Irlanda. Esta deterioração econômica levou à explosão das taxas de juros da dívida soberana irlandesa, principalmente a partir do segundo semestre de 2010. Essa elevação pode ser observada na figura 3, que mostra os *spreads* entre as taxas de juros destas dívidas<sup>54</sup> e a dívida alemã, principal ativo de referência na zona do euro.

Com a combinação entre crise bancária, deterioração fiscal, desaceleração econômica e aumento das taxas de juros, dificilmente a Irlanda teria conseguido honrar seus compromissos sem o pacote de socorro fornecido pela União Europeia e pelo FMI no final de 2010. Importante destacar também que em troca da ajuda financeira, o governo irlandês foi obrigado a adotar medidas de austeridade bastante rígidas, colocando em risco a incipiente recuperação econômica, mas sobre isso falaremos com mais detalhes no próximo capítulo.

---

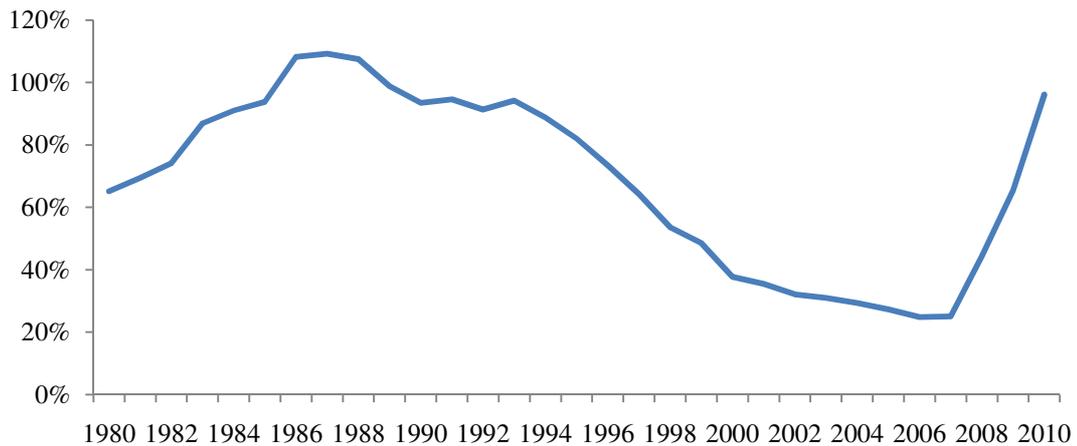
<sup>50</sup> Reinhart e Rogoff (2011).

<sup>51</sup> Lewis (2011) mostra que considerando somente o banco Anglo Irish (um dos três maiores do país) as perdas chegaram a 34 bilhões de euros, o equivalente a aproximadamente 25% do PIB do país.

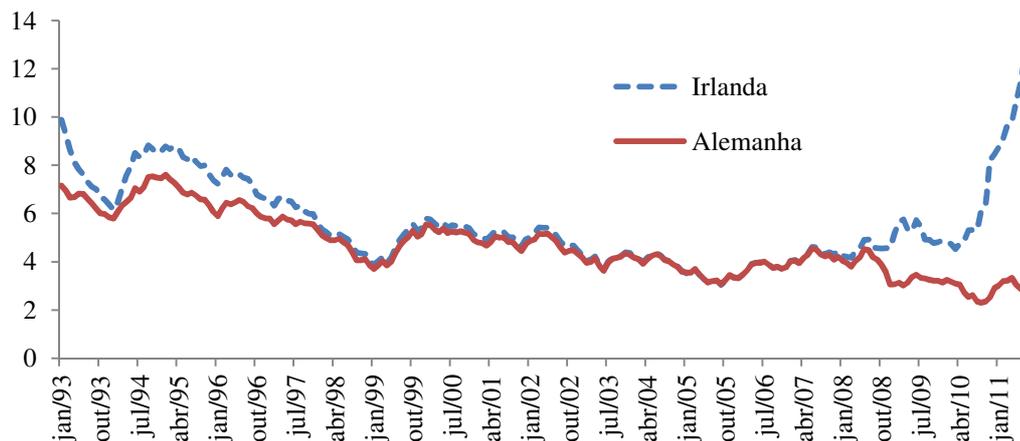
<sup>52</sup> Para mais detalhes sobre a crise financeira recente, ver Roubini e Mihm (2010).

<sup>53</sup> De acordo com Lewis (2011), a indústria da construção correspondia a um quarto da economia irlandesa, quando a média costuma ser de 10%.

<sup>54</sup> Considerando os títulos de 10 anos.



**Figura 2** – Irlanda: Dívida bruta do governo como proporção do PIB –1980 a 2010.  
**Fonte:** FMI – *World Economic Outlook Database* April 2011. Elaboração própria.



**Figura 3** – Spread (em %) entre os títulos de dívida pública de 10 anos da Irlanda e da Alemanha. Jan/1993 a jul/ 2011.  
**Fonte:** *European Central Bank*. Elaboração própria.

Bhidé e Phelps (2011) também discutem a relação entre crises bancárias e crises de dívida soberana. Para esses autores, empréstimos bancários a países deveriam ser limitados quando a avaliação quanto à capacidade e o interesse do governante em honrar a dívida estivesse sob suspeita. Dessa forma, acreditam Bhidé e Phelps, o elo entre crises bancárias e crises de dívida soberana poderia ser rompido.

Ainda sobre crises bancárias, outro elemento que merece destaque é a análise sobre o perfil de endividamento das instituições privadas. Bordo e Meissner (2005) argumentam que a existência de descasamentos cambiais nos balanços pode ser uma importante fonte de instabilidade, o que fica evidenciado pela sua relação positiva com crises bancárias no século XX.

Mas o que torna o descasamento cambial importante? O raciocínio é bastante intuitivo. Imagine uma instituição que gera a totalidade de sua receita através de negócios domésticos, ou seja, toda a receita está denominada em moeda local. Assume-se agora que esta mesma instituição seja completamente financiada por dívidas atreladas a uma moeda estrangeira. Neste caso, variações na taxa de câmbio terão um efeito real no balanço desta instituição, visto que, caso a moeda local se deprecie, os passivos se tornarão mais caros, dificultando o seu pagamento. O oposto é válido da mesma forma, já que uma apreciação da moeda doméstica fará com que os ativos da instituição se valorizem (medidos em moeda estrangeira) enquanto os passivos se tornam menores. No pior cenário, a desvalorização cambial amplia tanto o custo das dívidas em moeda estrangeira que a instituição acaba sendo obrigada a suspender o pagamento, dando o *default* em parte de sua dívida.

Quanto à relação entre crises bancárias e crises cambiais, Kaminsky e Reinhart (1999) estudam este fenômeno através do termo “*twin crises*”<sup>55</sup> e descobrem que, normalmente, crises bancárias antecedem crises cambiais. Como geralmente as crises cambiais acabam intensificando os problemas bancários, um ciclo vicioso acaba se desenvolvendo. Um aspecto interessante ressaltado pelos autores é que essa relação só é observável a partir da década de 1980, quando os mercados financeiros deixaram de ser altamente regulados.

Ainda que crises cambiais ocorram, usualmente, após crises bancárias, não é possível creditar ao sistema bancário eventuais desajustes nas taxas de câmbio. Na verdade, Kaminsky e Reinhart (1999) mostram que ambas as crises tendem a surgir após desacelerações econômicas, onde as fraquezas estruturais da economia se tornam mais evidentes, permitindo inclusive a intensificação de ataques especulativos. Ou seja, ainda que fugas de capitais tenham um papel importante no agravamento de crises cambiais e bancárias, sendo muitas vezes profecias autorrealizáveis, é raro encontrar casos onde estes ataques tenham ocorrido em países com estruturas econômicas sólidas.

Outro ponto que merece destaque se refere ao papel da escolha do regime cambial para evitar que essas crises venham a ocorrer. Enquanto para alguns estudiosos a adoção de um regime de câmbio fixo eliminaria os riscos de crises bancárias e cambiais, na prática, a adoção de taxas de câmbio fixas em nada impedem a ocorrência de crises cambiais ou bancárias, sendo este padrão inclusive mais vulnerável a choques em alguns casos. Esta vulnerabilidade deriva principalmente de duas fontes. Primeiro, ao atrelar o valor da moeda

---

<sup>55</sup> Crises gêmeas.

doméstica a uma moeda internacional, o governo incentiva a tomada de dívidas estrangeiras, posto que o risco de eventuais variações cambiais “desaparece”. Caso o país não tenha reservas suficientemente grandes para manter a paridade na eventualidade de fugas de capitais, cedo ou tarde o governo será obrigado a abandonar a taxa de câmbio, que ao se desvalorizar, tornará as dívidas em moeda estrangeira mais caras, ameaçando a solvência de diversas empresas. Em segundo lugar, durante a vigência do regime de câmbio fixo, a capacidade dos países de executarem políticas contracíclicas acaba sendo prejudicada, tornando as recessões econômicas mais longas. Historicamente é possível observar diversos episódios onde, na tentativa de manter o câmbio fixo, os governos optaram por adotar políticas monetárias contracionistas mesmo em momentos de recessão econômica<sup>56</sup>. A defesa do padrão ouro nos séculos XIX e XX também evidencia este fenômeno, sendo inclusive parte da explicação para as profundas turbulências enfrentadas pela economia mundial no período entre as duas guerras mundiais.

De acordo com a teoria das crises gêmeas, quando crises cambiais e bancárias ocorrem simultaneamente, seus efeitos são muito maiores do que se ocorressem de forma isolada, em função do ciclo vicioso que desenvolvem. Ainda sobre essa teoria, Kaminsky e Reinhart (1999) enfatizam a improbabilidade de que tais crises sejam resultado de meros ataques especulativos, e sugerem que os fundamentos econômicos são determinantes para prever a possibilidade de tais choques. Outro elemento importante destacado pelos autores é a aceleração no número de crises bancárias a partir da década de 1980. Como os autores creditam esta aceleração à expansão da liberalização financeira, defendem que o fortalecimento da regulação e supervisão do sistema bancário é imprescindível para que o processo de liberalização ocorra de forma segura.

Feita a análise a respeito da relação entre crises bancárias e crises cambiais, cabe agora relacioná-las com as crises de dívida, objeto de estudo deste trabalho. Anteriormente foi dado o exemplo de uma instituição que tem receitas em moedas domésticas e dívidas em moeda estrangeira para ilustrar a importância dos descasamentos cambiais. No caso das dívidas soberanas o conceito pode ser aplicado diretamente. Um país cujo montante de dívida em moeda estrangeira é superior aos ativos atrelados na mesma moeda, ficará vulnerável a variações cambiais. Caso a moeda nacional se desvalorize, as dívidas em moeda estrangeira se tornarão mais caras, dificultando o pagamento dos serviços da dívida. A eventual percepção, por parte dos credores, de que o governo não será capaz de honrar seus compromissos pode

---

<sup>56</sup> A crise do padrão ouro nos anos 1930 é um bom exemplo deste fenômeno.

desencadear um movimento de venda nos títulos de dívida deste país, elevando as taxas de juros e desvalorizando ainda mais o câmbio. No pior cenário, caso a confiança dos investidores não seja reestabelecida, o governo acaba sendo obrigado a interromper o pagamento de sua dívida ou a buscar pacotes de socorro junto a órgãos multilaterais.

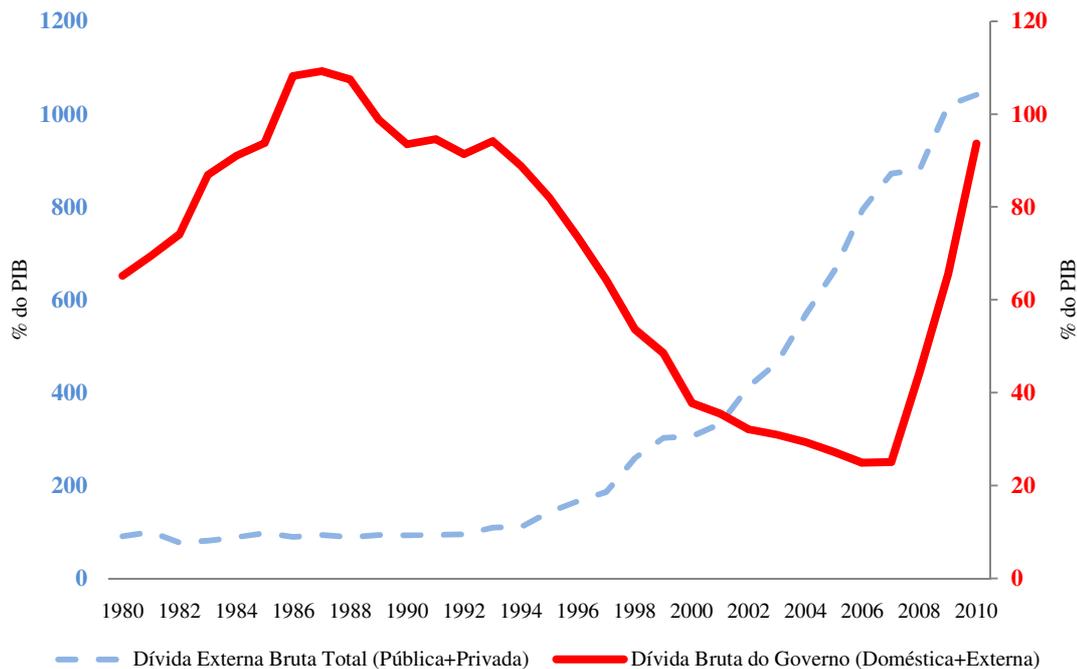
Outra relação importante entre dívidas soberanas e crises bancárias se evidencia através das garantias implícitas do sistema financeiro. Como os países dependem deste setor para manterem o funcionamento adequado de suas economias, é bastante provável que os agentes financeiros se utilizem de estratégias agressivas na busca por maior rentabilidade, menosprezando, muitas vezes, os riscos associados às suas ações. Isso ocorre, em parte, porque os agentes sabem que serão salvos na eventualidade de grandes crises e a este fenômeno é dado o nome de risco moral.

A reação da maioria dos países frente às dificuldades oriundas da crise financeira de 2008 evidenciou ainda mais esta questão, surgindo inclusive o termo “*too big to fail*” (TBTF). O termo, popularizado pelo livro de Andrew Sorkin<sup>57</sup>, se refere à importância sistêmica de algumas instituições financeiras consideradas importantes demais para falirem. Como a quebra destas instituições teria, supostamente, um alto custo social, os governantes optam por socorrê-las mesmo cientes da sua insolvência. A explosão do endividamento público irlandês pode ser creditada em parte a este fenômeno. Como dito anteriormente, na tentativa de impedir a quebra de seu sistema financeiro, o governo da Irlanda decidiu por garantir todos os passivos de seus principais bancos, colocando em risco a solvência do próprio país.

A existência de garantias governamentais implícitas reflete um dos problemas do estudo a respeito de dívidas públicas. Como estes passivos não são contabilizados como públicos até que a crise estoure, os níveis de endividamento de alguns países podem ser subdimensionados, levando os estudiosos a conclusões equivocadas a respeito da capacidade de solvência do país. Mais uma vez é interessante utilizar o exemplo da Irlanda para ilustrar esse comentário. Conforme mostra a figura 4, enquanto a dívida pública irlandesa apresentou trajetória de queda entre 1994 e 2007, o endividamento privado apresentou trajetória inversa, saindo de um patamar de aproximadamente 100% do PIB em 1980 para mais de 1000% em 2010. Quando parte destes passivos privados se tornou público, naturalmente a solvência do país foi ameaçada.

---

<sup>57</sup> Sorkin (2009).



**Figura 4** – Irlanda: Evolução da dívida externa bruta total e da dívida bruta do governo – 1980 a 2010.  
**Fonte:** <http://www.reinhartandrogoff.com/>

Finalmente, a última crise a ser relacionada com crises de dívida são as crises inflacionárias. Reinhart e Rogoff (2009b) encontram uma relação positiva entre *defaults* da dívida externa e níveis elevados de inflação (nos critérios dos autores, uma inflação anual superior a 20%). De acordo com estes autores, como a inflação é uma forma de *default* parcial em dívidas não atreladas a variações de preços e de taxas de câmbio, este resultado não é inesperado. Historicamente é possível perceber que esta correlação cresce a partir de 1940, em virtude do abandono do padrão ouro, de viés deflacionista. A utilização da inflação como mecanismo de redução dos juros reais funciona também para evitar o processo de *debt-deflation* da década de 1930, onde a deflação tornava as dívidas cada vez mais caras em termos reais. Irving Fisher (1933) descreveu com clareza os riscos econômicos envolvidos durante ciclos de *debt-deflation*. Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) demonstram ainda que países conhecidos como caloteiros em série (*serial defaulters*), ou seja, aqueles que frequentemente interrompem o pagamento de suas dívidas têm níveis de inflação bastante superiores a países que nunca deram *default* na dívida pública.

Reinhart e Rogoff (2009b) observam que após o calote em dívidas externas, a inflação tende a se agravar, transformando-se, em alguns casos, em episódios de hiperinflação. Este processo não chega a ser surpreendente de acordo com os autores, visto que não há razões para esperar que um governo que não honre suas dívidas, vá garantir o valor da moeda doméstica. A emissão descontrolada de moeda, além de gerar pressões

inflacionárias, impacta também no câmbio, sendo esta uma das explicações para diversas crises cambiais.

Ainda que a inflação tenha se elevado para um novo patamar com o fim dos padrões metálicos, vale ressaltar que mesmo durante esse período os governos encontravam formas criativas para dar o *default* em suas dívidas soberanas através de um processo chamado *debasement*.

*Debasement*<sup>58</sup> nada mais é do que o processo de redução na quantidade de metal “nobre” presente nas moedas metálicas seja através da mistura com metais menos preciosos, ou através da redução no tamanho das moedas. A emissão de moedas de mesmo valor nominal, mas com menor quantidade de metal, gerava expansão da oferta monetária, reduzindo o custo real das dívidas. Estratégia comum entre os grandes países da Europa, esta estratégia só foi abandonada<sup>59</sup> com a transição para o papel moeda, a partir de 1800.

A partir do século XX, com as duas guerras mundiais e a consolidação de um novo sistema monetário, a inflação se consolidou em um novo patamar, conforme mostra a figura 5.

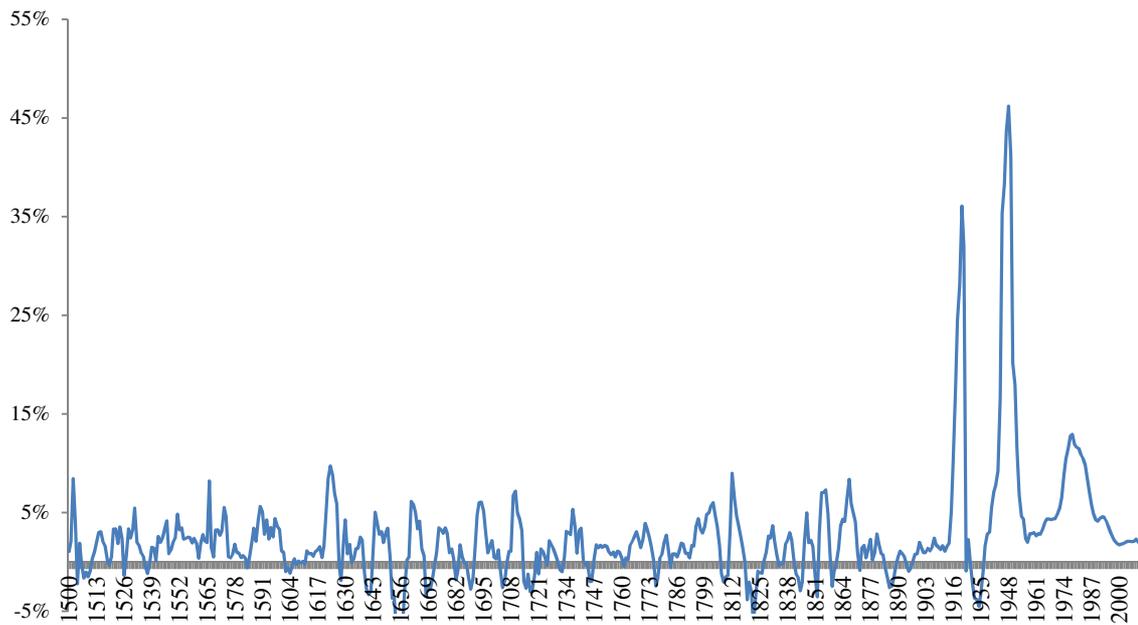
Outro ponto interessante é a inexistência de períodos de deflação<sup>60</sup> após a Grande Depressão, em parte explicado pelo receio das autoridades monetárias quanto ao ciclo vicioso inerente ao *debt-deflation*. Além de Fisher (1933), os perigos da deflação são abordados também por Keynes (1924) em seu *Tract on Monetary Reform*, onde cita que a queda geral nos níveis de preços leva a restrição da produção e conseqüentemente ao aumento do desemprego. Excluindo períodos de hiperinflação, Keynes argumenta que a deflação é mais danosa à economia do que a inflação. Mais recentemente, Bernanke (2002) também abordou o tema em um discurso onde debateu os riscos inerentes a processos deflacionários, citando o Japão como exemplo. Bernanke é direto ao afirmar que o FED faria o que fosse necessário para evitar um nível significativo de deflação nos EUA<sup>61</sup>. Neste caso, a prática realmente condiz com a retórica, visto que o FED agiu rápido e com força para evitar que a crise financeira recente conduzisse a economia americana à deflação.

<sup>58</sup> Sobre o tema, ver Roubini e Mihm (2010).

<sup>59</sup> Ainda que o *debasement* em seu sentido original tenha sido abandonado, já que o sistema monetário não é mais baseado em metais, a desvalorização da moeda doméstica segue sendo uma estratégia comum de política econômica em diversos países e para diversos fins.

<sup>60</sup> Belluzzo (2006) argumenta que a estrutura do Acordo de Bretton Woods foi projetada para que não houvesse propagação das forças deflacionárias inerentes ao padrão ouro.

<sup>61</sup> No original: “[...] the FED would take whatever means necessary to prevent significant deflation in the United States.”.



**Figura 5** – Média da taxa de inflação para países selecionados: média móvel de cinco anos - 1500 a 2010<sup>62</sup>.  
**Fonte:** www.reinhartandrogoff.com. Elaboração própria.

Variações frequentes nos preços internos também impactam no câmbio. Na tentativa de amenizar estas variações alguns países optaram, inclusive, pela dolarização do câmbio, ou seja, fixaram, através da constituição, o valor da moeda local em dólares. A Argentina é um exemplo de tal estratégia econômica. Na medida em que o peso argentino foi igualado ao dólar, a inflação doméstica rapidamente convergiu para valores mais próximos aos encontrados nos países desenvolvidos. Como a conversibilidade de pesos em dólares era garantida pela constituição, muitas empresas se endividaram em dólares para financiarem a expansão de suas operações. Quando, no começo dos anos 2000, a crise econômica se tornou insustentável, a Argentina foi obrigada a abandonar a paridade, colocando em risco a solvência de diversas companhias.

Com uma visão mais heterodoxa sobre a relação entre inflação e endividamento público, Nersisyan e Wray (2010) argumentam que quando as economias estão operando abaixo de suas capacidades de pleno emprego, aumentos nos gastos governamentais e/ou reduções nos impostos não geram pressões inflacionárias. Além disso, mesmo que pressões inflacionárias sejam utilizadas como forma de reduzir o custo real das dívidas, os autores

<sup>62</sup> Países considerados: Alemanha, Áustria, Canadá, França, Itália, Japão, Espanha, Portugal, Holanda, Estados Unidos e Reino Unido. O período entre 1922 e 1927 foi desconsiderado já que a hiperinflação na Áustria e na Alemanha distorcia a inflação média dos países.

defendem que isto não pode ser considerado calote visto que os países não garantem a conversibilidade de suas moedas em uma determinada cesta de produtos.

A discussão a respeito da relação entre crises de dívida, crises bancárias e crises cambiais se faz necessária para mostrar que episódios de *default* em dívidas soberanas impactam a economia sobre diversas formas, sendo um erro imaginar que o principal impacto destas crises é o prejuízo imposto aos credores.

Até aqui foram abordados alguns importantes conceitos relacionados a crises de dívida, assim como sua relação com outras crises financeiras. Entretanto um ponto central para o entendimento deste tema ainda não foi abordado. Afinal, quais são os elementos que tornam determinada dívida pública insustentável? Na tentativa de responder a esta pergunta serão apresentados, nas próximas seções, alguns dos principais conceitos sobre o tema, tais como: *debt intolerance*, *original sin*, *currency mismatches* e *sudden stops*.

### 3.2 Debt Intolerance

O termo *debt intolerance* surgiu em 2003, como título de um artigo de Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff e Miguel Savastano. Através deste conceito, os autores procuraram mostrar que países emergentes têm dificuldade no gerenciamento de níveis de endividamento considerados seguros para países avançados. Em alguns casos, uma dívida externa equivalente a 15% do PNB parece ser o teto para os países emergentes.

Para estes autores, o nível de endividamento seguro de cada país depende basicamente de duas variáveis: seu histórico de calotes e seu histórico de inflação. Ou seja, o passado é fundamental para projetar a capacidade futura de endividamento dos países, seja este endividamento baseado em dívida doméstica ou externa<sup>63</sup>. Ainda que destaquem essas duas variáveis, os autores reconhecem que fatores tais como o grau de dolarização da economia, níveis das taxas de juros de curto prazo e a estrutura de maturidade das dívidas soberanas são elementos relevantes. Entretanto, destacam que estes elementos nada mais são do que manifestações referentes a fraquezas institucionais. O fato de que geralmente países com “intolerância a dívida” apresentam sistemas financeiros frágeis e estruturas fiscais delicadas não chega a ser, portanto, surpreendente.

O que realmente chama a atenção é o fato de existirem países onde o *default* é uma prática comum, enquanto para outros esta nunca foi a estratégia. Vale ressaltar que para

---

<sup>63</sup> Vale ressaltar que os autores classificam dívida externa como dívida sujeita a jurisdições internacionais, assim como a dívida doméstica se sujeita à jurisdição local, não fazendo, portanto, nenhuma distinção com relação a moeda a qual estas dívidas estão atreladas.

Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) os *defaults* na dívida externa têm custos elevados, atingindo principalmente o comércio, o fluxo de investimentos e o crescimento econômico.

Se o histórico de calotes de um país é um dos elementos centrais para explicar o interesse dos investidores na compra de títulos de dívida soberana, então como explicar que países com histórico de crises continuem tendo acesso aos mercados internacionais? Para Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) a explicação pode estar no caráter pró-cíclico dos mercados de capitais. Quando as taxas de juros nos países centrais estão baixas, a liquidez é abundante, e não existem boas oportunidades de investimento local, os capitais dos países desenvolvidos procuram retornos superiores em outros lugares, permitindo que os emergentes acumulem dívidas. Quando ocorre a reversão deste ciclo, os capitais retornam aos países centrais, dificultando a rolagem das dívidas nos países em desenvolvimento. Como a fuga de capitais implica, normalmente, em desvalorização das moedas periféricas, as dívidas em moedas fortes se tornam mais caras levando muitos países a suspender o pagamento de suas obrigações. É curioso observar, conforme argumentam os autores, que os países que não cumprem suas obrigações são justamente os que mais tomam empréstimos.

Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003b) criticam o conceito de *debt intolerance* porque acreditam que seus criadores não conseguem mostrar através de quais mecanismos o histórico de pagamentos de um país afeta sua capacidade de endividamento no presente. Além disso, o fato de que os países que interrompem o pagamento de suas dívidas no presente são os mesmos que já haviam optado pelo *default* no passado, implica que as dificuldades em honrar as dívidas soberanas podem decorrer de características intrínsecas ao sistema, que levam tempo para serem modificadas.

Uma das razões para a existência de caloteiros em série parece ser o perfil de exportação destes países. Países que dependem de *commodities* estão sujeitos a maior volatilidade nos seus termos de troca, o que dificulta o pagamento das dívidas quando a economia entra em recessão. Outra explicação plausível é elaborada no conceito de *original sin*. Este conceito credita à estrutura do sistema financeiro mundial a incapacidade de alguns países em se financiarem na própria moeda. Mais adiante o trabalho discutirá este tema com profundidade.

Na mesma linha de Eichengreen Hausmann e Panizza (2003b), Carneiro (2006) também critica o conceito de intolerância à dívida por considerar o conceito insuficiente para entender a fragilidade das moedas periféricas. Para este autor, a classificação de moedas periféricas utilizando o histórico de *defaults* como critério acaba invertendo o problema central. Na realidade, é a incapacidade de alguns países periféricos em emitir dívida na

própria moeda, somada a uma pauta exportadora baseada em *commodities* e ao caráter pró-cíclico dos mercados que leva à acumulação de níveis de dívida insustentáveis. Para Carneiro (2006), assim como para Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003a e 2003b), a moeda tem um papel central na explicação do porquê os países periféricos têm níveis de sustentabilidade da dívida pública inferiores ao dos países centrais. Nesta linha teórica, dois são os conceitos com maior destaque: pecado original e descasamentos cambiais. Além de discutir ambos, na próxima seção analisam-se também outros dois elementos importantes, o risco moral e o *commitment problem*.

### 3.3 Risco moral, *original sin*, *currency mismatches* e *commitment problems*

Originalmente, o termo *original sin* foi cunhado por Eichengreen e Hausmann (1999) em um trabalho onde os autores procuraram estudar a relação entre taxa de câmbio e fragilidade financeira. Para tanto, os autores analisaram três conceitos relacionados a esta discussão: risco moral, *original sin* e o *commitment problem*.

#### 3.3.1 Risco moral

Como visto anteriormente, risco moral deriva da lógica de que cientes da garantia implícita dos governos, bancos e demais agentes financeiros tomarão mais risco do que o conveniente, expondo-se desnecessariamente a eventuais choques adversos. A mesma lógica pode ser aplicada para países já que, na eventualidade de grandes crises, a comunidade internacional, através de órgãos como o FMI, costuma socorrê-los com volumosos pacotes financeiros. A partir desta hipótese, assume-se que a solução para o risco moral viria do aprimoramento e expansão da regulação e supervisão do sistema financeiro. No caso dos países, deveriam ser alterados os mecanismos de socorro, impondo perdas também aos credores privados.

Com relação ao regime cambial, considera-se que o câmbio fixo, ao funcionar como um mecanismo de garantia implícita acaba sendo uma fonte importante de risco moral, devendo ser evitado.

### 3.3.2 *Original sin, currency e maturity mismatches*

O segundo conceito, *original sin*, refere-se à incapacidade de alguns países, usualmente emergentes, de se financiarem através de títulos atrelados à moeda doméstica e/ou de longo prazo. Duas são as consequências diretas deste problema: *currency mismatches* e *maturity mismatches*.

A primeira delas se refere ao descasamento cambial, onde projetos que geram receitas em moedas domésticas serão financiados por moedas estrangeiras. A segunda consequência aborda o lado da maturidade dos investimentos, já que na existência do pecado original, projetos de longo prazo poderão ser financiados através de empréstimos de curto prazo, colocando em risco a liquidez das instituições. Evidentemente ambos os descasamentos atuam no sentido de ampliar a vulnerabilidade dos agentes (sejam empresas ou países) expondo-os a riscos significativos na eventualidade de crises. Importante destacar que esses descasamentos não resultam do desinteresse dos agentes em proteger (*hedge*) suas posições, mas sim de sua incapacidade para tanto.

Na presença de descasamentos cambiais, variações na taxa real de câmbio acabam gerando efeitos na renda agregada (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003), tornando o controle sobre esta variável um ponto importante. Outro aspecto importante é o fato de que estes efeitos na renda agregada acabam limitando a eficiência tanto da política monetária quanto da política fiscal.

Como a taxa de câmbio dos países emergentes tende a se desvalorizar durante crises econômicas (em função do “voo para qualidade<sup>64</sup>”), é natural que a confiança no pagamento de dívidas atreladas às moedas estrangeiras seja afetada, visto que em moeda local, as mesmas se tornarão mais caras. Ciente da necessidade de evitar a desvalorização da moeda é comum que nestes casos os governos optem por políticas monetárias restritivas, afetando negativamente o crescimento econômico e agravando o outro lado da equação, o *maturity mismatch*. A redução da liquidez no sistema pode levar a um processo de desalavancagem, onde os bancos dificultam o refinanciamento de dívidas, tornando a economia vulnerável a crises bancárias.

Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003a) destacam ainda que, por definição, países que sofrem com o pecado original terão dívida bruta em moeda estrangeira, mas como

---

<sup>64</sup> Do inglês “*fly to quality*”. Refere-se ao processo de vendas de ativos em países emergentes, visto como menos líquidos e de maior risco, e compra de ativos considerados mais seguros, como os títulos de dívida americana, por exemplo.

existem estratégias para reduzir essa exposição, por exemplo, o acúmulo de reservas em moedas fortes, não necessariamente estes países terão descasamentos cambiais. Quanto maior o volume das reservas, menor será a exposição ao descasamento cambial.

A partir da segunda metade da década de 1990, mais precisamente após a crise asiática, a acumulação de reservas em moedas estrangeiras se tornou uma prática comum na tentativa de reduzir, ou até mesmo eliminar, os descasamentos cambiais e a volatilidade das taxas de câmbio. Quando confrontados com saídas de capitais significativas, os governos utilizam estas reservas para intervir diretamente no mercado de câmbio, evitando flutuações capazes de desestabilizar a economia. O problema deste tipo de estratégia é que o acúmulo de reservas em moedas estrangeiras tem um custo, medido pelo diferencial de juros entre os ativos em moeda estrangeira e os ativos domésticos emitidos para a compra destas reservas. Normalmente, os juros que remuneram as reservas são inferiores aos juros necessários para a sua acumulação gerando, com isso, prejuízo financeiro ao país. Este custo faz com que, para Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003b), esta seja uma alternativa *second best*, já que o ideal seria que todos os países tivessem condições de emitir, no mercado internacional, dívidas atreladas a sua própria moeda.

Importante destacar que mesmo o *original sin* sendo uma das principais fontes causadoras do *currency mismatch*, os autores ressaltam que problemas institucionais também podem ser relevantes. Caso o gerenciamento de risco e a supervisão prudencial doméstica sejam limitados, as empresas locais podem recorrer a financiamentos em moeda estrangeira, com taxas de juros menores, para ampliar suas atividades domésticas, ignorando o fato de que desta forma estarão se expondo a variações nas taxas de câmbio.

Sendo o câmbio uma variável tão importante na existência do pecado original, uma questão se torna fundamental - qual o regime cambial mais adequado, o de câmbio fixo ou de câmbio flutuante? Para Eichengreen e Hausmann(1999), na existência do pecado original, a escolha entre câmbio fixo ou flutuante se torna complexa, posto que ambos trazem riscos. Caso o governo decida pela desvalorização cambial, o descasamento cambial causará falências. Se optar por manter a paridade fixa, terá que vender reservas e subir a taxas de juros, dificultando o pagamento das dívidas de curto prazo. Em um trabalho mais recente com Ugo Panizza (2003b), estes autores mostram certa preferência pelo regime de câmbio flexível<sup>65</sup>, já que acreditam que o câmbio fixo, por ser uma importante fonte de risco moral, pode agravar o descasamento cambial do governo e das empresas.

---

<sup>65</sup> Vale destacar que esta inclinação maior para o regime de câmbio flexível é em parte explicada pela modificação da própria definição do termo *original sin*. Inicialmente o termo se referia a duas limitações. A

Como o controle do câmbio é fundamental na administração de dívidas atreladas a moedas estrangeiras, espera-se que em países onde essas dívidas são parte significativa da dívida total, a volatilidade cambial seja inferior, o que de fato se comprova nos modelos de Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003a), explicando em parte o fenômeno do medo da flutuação (*fear-of-floating*), ou seja, o medo que alguns países têm de deixar o câmbio flutuar conforme as leis do mercado.

Dentro deste contexto, parece claro que dívidas em moeda estrangeira limitam as políticas internas dos países em desenvolvimento, tornando suas economias mais voláteis e suscetíveis a ataques especulativos e fugas de capitais. A ideia de que o endividamento em moeda estrangeira é prejudicial ao crescimento dos países também é corroborado por Bordo, Meissner e Stuckler (2009). Os autores afirmam que este tipo de endividamento eleva a probabilidade de crises cambiais e crises de dívida, apesar de que o tamanho das reservas de um país, assim como a credibilidade de suas políticas, são elementos importantes na análise. Além disso, crises financeiras oriundas de dívidas expostas ao câmbio resultam em perdas permanentes de produto.

Para Eichengreen e Hausmann (1999), uma alternativa para amenizar as consequências do *original sin* seria adotar a dolarização, onde o problema dos descasamentos praticamente desaparece. Porém, a análise sobre o processo de dolarização na Argentina mostra que esta estratégia também cria uma série de distorções capazes de evoluir para uma grave crise econômica.

Empiricamente não é difícil de visualizar o pecado original. Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) mostram que dos 5,8 trilhões de dólares de títulos colocados em circulação nos mercados internacionais entre 1999 e 2001, 5,6 trilhões foram emitidos em dólares, euros, ienes, libras esterlinas ou francos suíços. Ainda que estas moedas representem as principais economias do mundo, os autores mostram que destes 5,6 trilhões de dólares, apenas 4,5 trilhões foram emitidos por residentes destes países, ou seja, 1,1 trilhão foi emitido por residentes de outros países. Como o total de títulos emitidos por residentes destes outros países chegou a 1,3 trilhão de dólares, fica evidente que a maior parte foi emitido em moedas estrangeiras.

Considerando o período entre 1993 e 1998, é possível observar ainda que os principais centros financeiros do mundo tinham emitido o equivalente a 34% do total de

---

primeira dizia respeito à incapacidade de emitir, internacionalmente, dívida na própria moeda, e a segunda se referia a incapacidade de emitir, domesticamente, dívidas com prazo longo de maturação. Com a evolução do mercado de dívidas em muitos países emergentes, a segunda limitação acabou sendo superada, o que fez com que o termo *original sin* se referisse apenas à primeira limitação.

dívidas em circulação, mas suas moedas denominavam 68% do total de títulos. Ainda neste mesmo período, os autores mostram que os países em desenvolvimento haviam emitido 10% do total de títulos, mas suas moedas denominavam apenas 1% do total.

Ao analisar a composição cambial dos portfólios de residentes nos EUA, Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) observam que os investidores americanos estão mais dispostos a se expor a risco de crédito estrangeiro do que a risco cambial, já que os investidores americanos possuem mais crédito sobre estrangeiros do que créditos em moeda estrangeira.

Para os autores, estes exemplos permitem concluir que o *original sin* é um fenômeno global e inerente à estrutura do sistema monetário internacional. Diferentemente do conceito de intolerância à dívida que relaciona as dificuldades financeiras dos emergentes a fraquezas institucionais domésticas, os defensores do conceito de pecado original acreditam que o centro dos problemas está na estrutura global de portfólios e no funcionamento dos mercados financeiros internacionais, que impossibilitam a construção de uma estrutura de dívida mais adequada e menos volátil nos países periféricos. Ainda que estas duas teorias busquem explicar basicamente o mesmo fenômeno, a diferença teórica existente entre elas gera políticas completamente distintas sobre a forma de combater o problema. Enquanto os economistas alinhados com a teoria do *debt intolerance* argumentam sobre a necessidade de melhoria nas instituições domésticas, para quebrar o ciclo vicioso entre *defaults* e fragilidade financeira, para os defensores do *original sin*, a solução do problema passa, necessariamente, pela modificação da estrutura financeira internacional, a começar pelo fim da hierarquização do sistema, conforme argumenta Carneiro (2006).

### 3.3.3 *Commitment problem*

O terceiro conceito, *commitment problem*, defende que crises financeiras não são derivadas nem do risco moral nem do *original sin*. Para os defensores desta hipótese, as crises são resultado das fragilidades das instituições responsáveis por gerenciar os “compromissos”. Como as relações financeiras são intertemporais, existe a possibilidade de que transações mutuamente desejáveis *ex ante*, não sejam mutuamente desejáveis *ex post*. Para evitar que o contrato não seja honrado, existe a necessidade de fortalecer os mecanismos de *enforcement*, capazes de garantir o seu cumprimento. Em locais onde as instituições responsáveis por garantir o cumprimento dos contratos não têm credibilidade, o custo de transação se torna mais elevado, assim como a volatilidade.

A correção destas fragilidades passaria então pelo fortalecimento destas instituições de *enforcement*, pela melhoria das leis de propriedade privada, pela ampliação do uso de colateral nos contratos etc. Ao creditar a fragilidade financeira a fraquezas institucionais, esta terceira hipótese mostra uma clara relação com a teoria de intolerância à dívida de Reinhart, Rogoff e Savastano (2003).

Apresentados os três conceitos, pode-se afirmar que o *original sin* é o que melhor parece se adequar as dificuldades apresentadas por alguns países com relação à administração de suas dívidas públicas. Isso ocorre porque ao dificultar o pagamento das dívidas e ao limitar a capacidade dos países em adotar medidas contracíclicas, (além de tornar suas economias mais voláteis) o *original sin* impede que os países periféricos tenham trajetórias de endividamento tão seguras quanto os países desenvolvidos. Além disso, como veremos mais adiante, o fato de existir um grupo de países sem capacidade de emitir a própria moeda, ajuda a explicar, pelo menos na visão heterodoxa, o porquê da existência de *serial defaulters*, ou seja, porque crises de dívida são comuns em alguns grupos de países e não em outros.

Implicitamente à discussão sobre fragilidade financeira e o papel da moeda como elemento chave na análise sobre dívidas, sejam públicas ou privadas, está o papel dos fluxos de capitais. O entendimento deste elemento é vital para entender as razões que levam alguns países a adotarem sistemas cambiais distintos, assim como para explicar um número significativo de crises de dívida, principalmente a partir do século XX. É disso que trata a seção seguinte.

### 3.4 A volatilidade dos capitais internacionais

A volatilidade dos capitais internacionais, mais precisamente, o seu caráter pró-cíclico, traz uma série de consequências para a economia mundial, principalmente para os países emergentes. Historicamente é possível observar o comportamento cíclico dos capitais, fluindo para os países emergentes quando a liquidez internacional é ampla e as taxas de juros nos países centrais são baixas, e o movimento inverso, quando o investimento nos países centrais se torna mais interessante, seja por uma elevação nas taxas de juros destes países ou pela segurança que transmitem em períodos de crise econômica mundial. Para este trabalho, a análise se centra basicamente em um dos conceitos relacionados com este tema, os *sudden stops* (SS).

De acordo com Calvo, Izquierdo e Mejía (2004) SS são reversões abruptas nos fluxos de capitais internacionais que normalmente atingem países emergentes. Geralmente

este fenômeno evolui para crises financeiras, ocasionando depreciações cambiais (na periferia) e reduzindo a taxa de crescimento econômico e o retorno sobre investimentos.

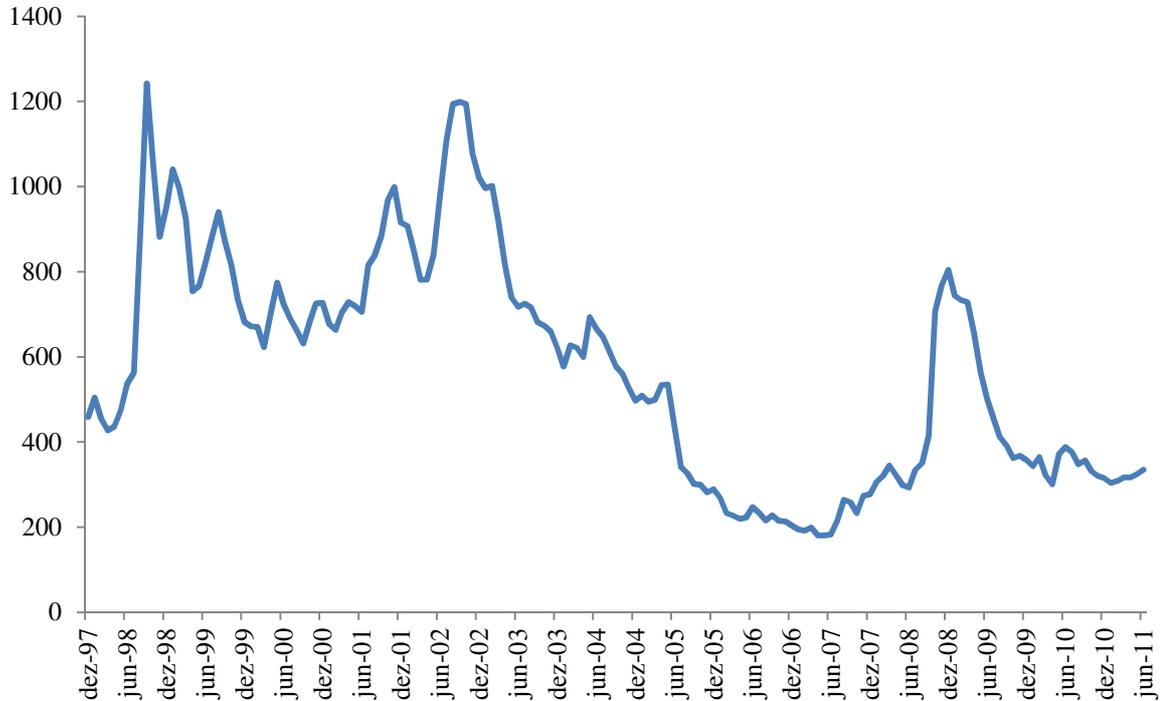
Ainda que fugas de capitais tenham sido muito comuns durante a década de 1990, Bordo (2006) mostra que estes episódios foram muito semelhantes aos ocorridos entre 1880 e 1914. De maneira geral, a fuga de capitais costuma decorrer de grandes choques externos, tais como: elevação das taxas de juros nos países centrais, aumento dos *spreads* nos títulos soberanos e desvalorizações cambiais.

A moratória russa, em 1998, é um dos exemplos recentes mais nítidos sobre as consequências de uma reversão abrupta nos fluxos de capitais. O medo de que outros países também optassem pela moratória fez com que os investidores vendessem os títulos de países emergentes e direcionassem suas aplicações para títulos mais seguros, como os títulos de dívida dos EUA e da Alemanha. Esse movimento fez com que os *spreads* entre os títulos de países emergentes e avançados disparassem, dificultando a rolagem da dívida pública. A figura 6 mostra o impacto deste forte movimento de capitais nos *spreads* entre os títulos dos emergentes e os títulos do tesouro americano.

A redução abrupta nos fluxos de capitais para os emergentes causou elevação nas taxas de juros destes países, assim como aumentou o custo da dívida atrelada a moedas estrangeiras, em função da desvalorização da taxa de câmbio real. No caso da América Latina (sete principais economias), após a crise da Rússia em 1998, os fluxos de capitais que correspondiam a aproximadamente 5% do PIB entre o quarto trimestre de 1997 e o segundo trimestre de 1998, caíram para aproximadamente 1% até o segundo trimestre de 2001.

As consequências de *sudden stops* variam conforme a estrutura financeira dos países, quanto maior a exposição a variações cambiais, maiores serão os prejuízos financeiros e maior será a propensão a falências. O fato de que reversões abruptas no fluxo de capitais podem levar a crises bancárias, cambiais e de dívida, evidenciam a importância da análise deste fenômeno. Galindo e Izquierdo (2003) defendem que dois elementos são cruciais para essa discussão: o componente surpresa das interrupções/reversões dos fluxos de capitais (por definição *sudden stops* têm um caráter inesperado) e sua duração. Com relação à crise da Rússia em 1998, o choque nos fluxos de capitais se mostraram persistentes, já que só se recuperaram após três anos, um ano a mais do que o tempo médio de recuperação de acordo com Bordo (2006). No caso da América Latina, outra consequência importante destacada por Galindo e Izquierdo (2003) se refere à escolha do regime cambial. Os autores mostram que antes do estouro da crise, a maioria dos países da região optava por regimes de flutuação limitada, ou seja, o câmbio era livre dentro de uma determinada banda de flutuação. Com a

crise financeira, os países não conseguiriam manter essa estratégia cambial e acabaram optando por um regime de câmbio flutuante.



**Figura 6** – *Spread* (em pontos base) entre as taxas de juros dos títulos soberanos da América Latina e Caribe e os *Treasuries* americanos

**Fonte:** World Bank – GEM Database 2011. Elaboração própria.

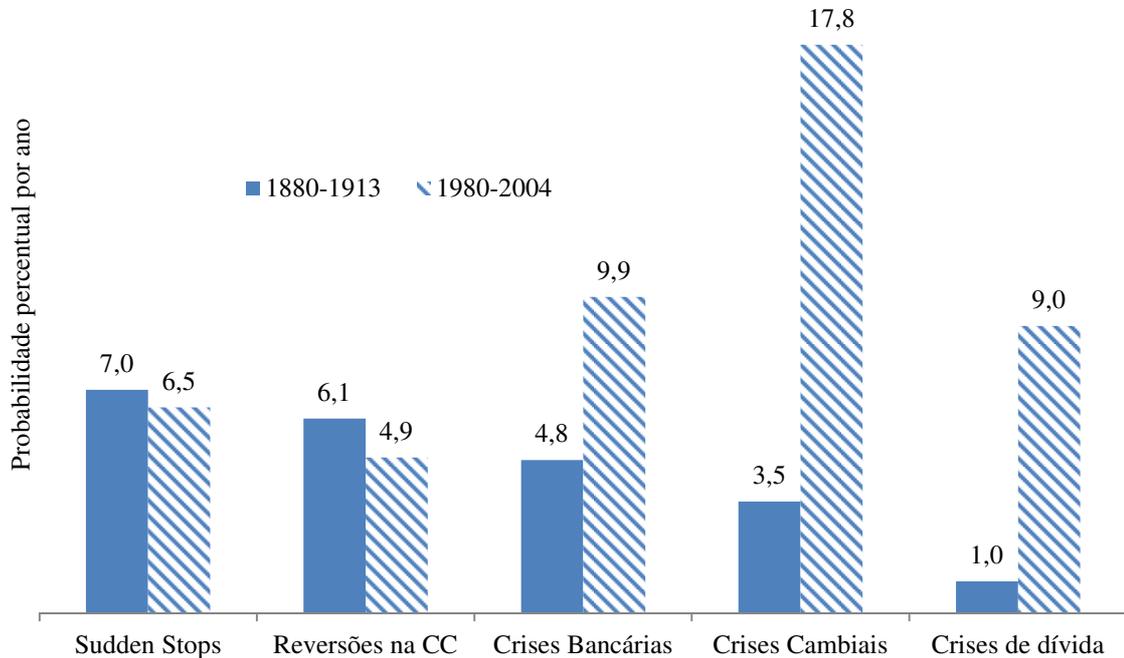
Além dos impactos citados acima, Bordo (2006) argumenta que os *sudden stops* reduzem as taxas de crescimento real do PIB, normalmente em função da desaceleração abrupta dos investimentos. Essa visão é corroborada por Galindo e Izquierdo (2003) que destacam também a importância do regime cambial nas recuperações subsequentes.

Sob o ponto de vista histórico é possível perceber que a incidência de *sudden stops* se reduziu marginalmente se compararmos os episódios ocorridos no final do século XIX com o período mais recente, 1980 e 2004, conforme mostra a figura 7.

Outro dado bastante interessante citado por Bordo (2006) evidencia os riscos de uma conjuntura onde os *sudden stops* se somam as crises financeiras. Conforme a figura 8, tanto entre 1880-1931 como entre 1980-1997, o impacto, em termos de redução do produto, de *sudden stops* combinados com crises financeiras é 10 vezes superior ao impacto econômico sem a presença de crises financeiras.

Ainda na visão deste autor, a única forma dos emergentes escaparem de turbulências financeiras como estas seria através da melhoria na gestão da dívida pública, garantindo uma situação financeira e fiscal adequada. Como o descasamento cambial é relevante, duas

estratégias surgem como capazes de fortalecer a economia de países emergentes: a acumulação de reservas em moedas estrangeiras e a expansão do setor exportador.



**Figura 7** – Frequência de diferentes tipos de crises financeiras - 1880-1913 x 1980-2004  
**Fonte:** Bordo (2006). Elaboração própria.

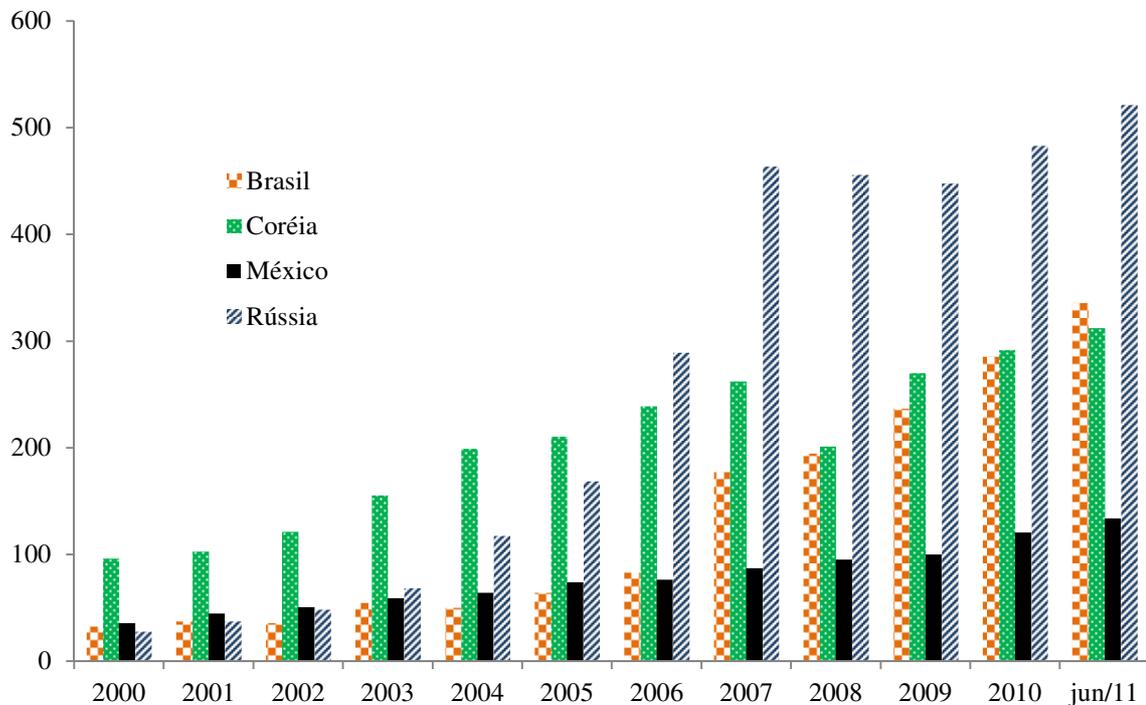
1880-1913	% de <i>Sudden Stops</i> durante o período	Perda de produção média	1980-1997	% de <i>Sudden Stops</i> durante o período	Perda de produção média
<i>Sudden stops com</i> crises financeiras	45%	-4,04%	<i>Sudden stops com</i> crises financeiras	93%	-6,25%
<i>Sudden stops sem</i> crises financeiras	55%	-0,34%	<i>Sudden stops sem</i> crises financeiras	7%	-0,44%

**Figura 8** – *Sudden Stops* e Crises Financeiras. Comparativo entre 1880-1913 e 1980-1997.  
**Fonte:** Bordo (2006). Elaboração própria.

Por acreditar que a fragilidade financeira dos emergentes é resultado de deficiências nas políticas domésticas, Bordo (2006) argumenta que estes países precisam criar mecanismos capazes de fortalecer a confiança dos agentes em suas dívidas e nas suas moedas. A confiança nas instituições de um país depende da consolidação de uma estrutura jurídica clara e eficiente, assim como de um sistema político estável.

Anderson, Silva e Velandia-Rubiano (2010) mostram que boa parte dos países emergentes aproveitou o ambiente econômico favorável da última década para diminuir e modificar a estrutura de suas dívidas, reduzindo a exposição a variações no câmbio e nas taxas de juros. Essa estratégia reduziu a vulnerabilidade destas economias a choques externos,

tais como fugas de capitais. Essa melhora no perfil da dívida pública surgiu como resposta às crises de dívida da década de 1980 e, principalmente, 1990. Um dos principais cuidados que os governantes tiveram, principalmente a partir da crise asiática na segunda metade da década de 1990, foi a de eliminarem ao máximo suas exposições à variações cambiais. Ainda que o *original sin* impeça que muitos países consigam se financiar com dívidas denominadas na própria moeda, os emergentes buscaram no acúmulo de reservas um mecanismo capaz de evitar os descasamentos cambiais, reduzindo com isso, a volatilidade do câmbio. A figura 9 mostra a evolução das reservas internacionais do Brasil, Coreia, México e Rússia desde 2001 até junho de 2011.



**Figura 9** – Reservas Internacionais: Países selecionados – 2001 a jun/2011.

**Fonte:** Banco Central dos países selecionados.

A figura mostra com clareza a trajetória ascendente de acumulação de reservas internacionais dos países selecionados. A Rússia é um exemplo a ser destacado já que no intervalo entre 2004 e 2007, multiplicou em cinco vezes suas reservas. Atualmente as reservas russas são superiores a 500 bilhões de dólares, sendo a terceira maior do mundo atrás apenas da China (3,2 trilhões), Japão (1,2 trilhão). O Brasil aparece como o quinto maior em reservas, atrás apenas de Taiwan e dos demais países citados.

Skidelsky (2010) mostra que a acumulação de reservas surgiu principalmente dos choques enfrentados pelos emergentes com a crise asiática e russa na década de 1990. A

acumulação de reservas permitia ao mesmo tempo se proteger das fugas de capitais (e consequentemente dos pacotes humilhantes do FMI) e promover uma estratégia de crescimento baseada nas exportações<sup>66</sup>.

Outro elemento presente na melhora do perfil da dívida pública dos países emergentes nos últimos anos se refere à elevação na proporção da dívida doméstica na dívida total, o que em tese reduziria a probabilidade de fugas de capitais. Hanson (2007) destaca, porém, que os riscos de *sudden stops* em dívidas domésticas são subestimados. Para ele, é fundamental entender que este fenômeno está associado à demanda por ativos do governo, pouco importando onde são emitidos ou em qual moeda. O autor argumenta que caso haja uma queda na demanda das obrigações de um país, independente do motivo, as taxas de juros destes títulos terão que subir. Como a elevação das taxas de juros torna a dívida mais cara e, portanto, mais difícil de ser paga, pode ter início um ciclo vicioso onde a crença na fragilidade financeira de um país acaba de fato levando à sua insolvência. Para Hanson (2007) a principal diferença entre dívida interna e dívida externa é a distribuição dos prejuízos na eventualidade de um *default*. No caso da dívida externa, como o prejuízo ficaria com os estrangeiros, enquanto os residentes se beneficiariam, politicamente seria mais fácil de interromper o pagamento sobre estas obrigações. Caso o *default* ocorra na dívida interna, parte da população será beneficiada, em função da suspensão do pagamento das dívidas, enquanto outra parte será prejudicada, pois deixará de receber os juros (ou até mesmo parte do principal) da mesma. A reação interna à essa distribuição das perdas pode levar, muitas vezes, à crises políticas e à derrubada de governos.

Para autores como Galindo e Izquierdo (2003), o grau de vulnerabilidade dos países a interrupções nos fluxos de capital depende basicamente de três elementos: a proporção entre a produção de bens comercializáveis com relação à absorção destes bens; a dolarização dos passivos e o nível de endividamento público.

Finalizando, vale destacar também o conceito de *systemic sudden stops*, ou 3S, desenvolvido por Calvo, Izquierdo e Mejía (2008). Segundo os autores, tal conceito deve ser utilizado para descrever situações onde contrações inesperadas da conta de capital ocorrem durante turbulências sistêmicas. Ainda que creditem a ocorrência destes fenômenos a choques financeiros e externos, os autores defendem que as consequências internas a cada país dependerão de fatores endógenos a cada um deles, sendo o nível do endividamento em moeda

---

<sup>66</sup> A estratégia, principalmente dos asiáticos, de acumular reservas e promover uma estratégia de crescimento baseada nas exportações deu origem à teoria de Bretton Woods 2, já que as moedas destes países foram atreladas ao dólar. Para mais informações sobre a hipótese de BW 2, ver Prates e Cunha (2005), Cunha, Prates e Biancarelli (2007) e Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2009).

estrangeira o principal deles. Esta importância deriva da relação próxima existente entre choques do tipo 3S e desvalorizações na taxa de câmbio real, colocando em risco o balanço de agentes expostos a variações cambiais.

Tendo discutido conceitos importantes como *debt intolerance*, *original sin*, *currency mismatch* e introduzido a lógica por trás do conceito de *sudden stops*, é possível perceber a quantidade de desafios a serem enfrentados pelos responsáveis pela gestão da dívida pública. Enquanto algumas teorias buscam nas fragilidades domésticas dos países a causa para suas dificuldades financeiras crônicas, outras defendem que a estrutura assimétrica do sistema financeiro internacional é a raiz destes problemas.

Além destes aspectos mais empíricos, que outros elementos são importantes para determinar o grau de risco de dívida de um país? Alguns autores defendem que aspectos como reputação e credibilidade são fundamentais, e por isso, o trabalho abordará estes temas na próxima seção.

### 3.5 Por que os países pagam suas dívidas? Reputação ou retaliação?

No capítulo dois deste trabalho comentou-se que o desenvolvimento econômico mundial não seria tão marcante não fosse pela evolução na relação entre credores e devedores ao longo dos últimos séculos. Dentro desta relação, este trabalho se propôs, a investigar uma das relações mais delicadas: entre credores (geralmente privados) e devedores soberanos.

De acordo com Flandreau e Flores (2009) duas são as principais complicações desta forma específica de relacionamento entre credores e devedores<sup>67</sup>: a imunidade do devedor soberano e o fato de existirem muitos credores para um único devedor. De maneira geral os estudos sobre os mecanismos que levam ao pagamento ou não das dívidas soberanas são divididos em dois grupos. Enquanto o primeiro grupo enfatiza o papel das retaliações, o segundo foca na reputação, ou seja, considera que os países se esforçam para honrar seus compromissos para manter uma boa imagem frente aos seus credores. A teoria da retaliação pode, por sua vez, ser dividida em três subgrupos: a diplomacia dos barcos de guerra (*gunboat diplomacy*), as sanções comerciais e a retaliação coletiva dos credores. Esta seção começa pelo estudo do primeiro grupo.

---

<sup>67</sup> Para Bhidé e Phelps (2011) a dificuldade em obter colateral para os empréstimos é o principal risco associado aos empréstimos para governos estrangeiros. Com relação às razões que levam o governo a honrar seus compromissos, os autores afirmam que a principal é o receio de ser excluído dos mercados internacionais de crédito.

A primeira forma de coação, *gunboat diplomacy*, se refere à estratégia utilizada por alguns credores (séculos atrás), de enviar tropas militares para os países devedores, na tentativa de garantir o pagamento das dívidas. Usualmente, as tropas cercavam o país devedor, chegando em casos extremos, à invasão. Tomz (2007) mostra que diversos autores defendem que esta era uma prática bastante comum no século XIX e início do século XX, sendo eficiente para garantir a continuidade na relação entre credores e devedores soberanos. Para testar a validade desta teoria, Tomz (2007) desenvolve uma análise sistemática dos episódios ocorridos entre 1820 e 1913, procurando mostrar que a ameaça militar não era utilizada como um mecanismo direcionado ao pagamento de dívidas. Ainda que num primeiro momento o modelo do autor mostre que durante *defaults* a probabilidade de disputas militares fosse 65% maior, os dados mostram também que os credores só utilizaram a força em 3% do total dos anos em *default*. Na realidade, o autor acredita os episódios de disputas militares a outros aspectos, como o interesse de garantir convenções internacionais e a segurança de seus cidadãos, e não a um esforço para apoiar os credores privados na tentativa de recuperar seus investimentos.

Por outro lado, autores como Mitchener e Weidenmier (2005) defendem que a ameaça de intervenções militares durante a vigência do padrão ouro (1870-1931) foi uma forma eficiente de pressão para o pagamento das dívidas, impactando fortemente na reputação dos países e, conseqüentemente, nas suas capacidades de financiamento. Em função disto, os autores argumentam que as intervenções militares, assim como o controle financeiro estrangeiro, eram formas eficientes para evitar futuros *defaults* e, ao contrário do que defende Tomz (2007), eram mecanismos comuns, empregado em mais de 40% de todos os casos de *default* durante o padrão ouro.

Independente da eficácia ou não deste mecanismo de coerção, o importante, como destacam Lindert e Morton (1989), é que a realidade atual não permite mais tal tipo de intervenção. Na realidade, o número de países devedores punidos através de sanções diretas a partir de 1920 é negligenciável. Sendo assim, essa primeira forma de coação, por mais que possa ter sido importante historicamente, se mostra incapaz de explicar a relação atual entre credores e devedores.

A segunda forma de coação se dá através de sanções comerciais. Através da conexão entre endividamento e comércio, os credores acreditavam que poderiam forçar os governos a honrar suas obrigações financeiras. Tomz (2007) destaca três mecanismos pelos quais os credores (privados) podem retaliar os devedores soberanos: processos em cortes internacionais; retenção de créditos comerciais e pressionar os governos domésticos a retaliar

comercialmente o país devedor. Ainda que processos contra governos tenham se tornado mais factíveis a partir da década de 1970, quando EUA e Inglaterra relaxaram a doutrina da imunidade soberana (Tomz, 2007), ainda assim é difícil de imaginar que uma instituição seja capaz de garantir aos credores o congelamento ou a tomada de ativos de um país. Sendo assim, este mecanismo acaba se tornando frágil e incapaz de funcionar como uma importante ferramenta de pressão sobre os devedores. A segunda forma de retaliação se daria através da retenção de créditos comerciais. Assim como os processos judiciais, esta forma de retaliação não é sólida o suficiente, visto que na maioria dos casos, os agentes envolvidos no comércio não são os credores da dívida, tendo por isso, muitas vezes interesses distintos, dificultando a instrumentalização prática de uma medida nesta direção. Ainda relacionado à hipótese de sanções comerciais, o último, e aparentemente mais sólido, mecanismo pelo qual os credores podem pressionar os países devedores se refere à capacidade de pressão política sobre os seus governos, induzindo-os a sanções comerciais contra os países devedores. Através do estudo das dívidas da Argentina com Inglaterra e EUA na década de 1930, Tomz (2007) destaca que o receio de sanções comerciais não foi o aspecto mais importante na decisão da Argentina em suspender ou não o pagamento de suas dívidas. Na realidade, o autor argumenta que neste caso específico, o maior medo da Argentina não era ser retaliada comercialmente, mas sim, garantir maiores facilidade de financiamento no futuro.

A terceira forma de retaliação bastante discutida na literatura se refere à possibilidade de ação coletiva dos credores, ou seja, a capacidade dos credores de se organizar em grupos e impor penalidades superiores as que seriam possíveis caso estivessem dispersos. Uma das formas mais simples de retaliação através de uma ação coletiva dos credores é impedir que o país devedor obtenha novos financiamentos até que regularize a situação de suas dívidas passadas. Como em qualquer “cartel”, a probabilidade de sucesso depende diretamente da organização e coesão do grupo. Sendo os bancos instituições mais coesas<sup>68</sup> que os portadores de títulos (*bondholders*) é de se esperar que os mesmos tenham tido mais sucesso no financiamento de países ao longo dos séculos. Sendo assim, caso esta teoria esteja correta, seria lógico esperar que os empréstimos bancários, em função do maior poder de sanção destas instituições, fossem a norma do sistema. Na realidade, ocorre justamente o contrário. Historicamente o financiamento dos países se deu basicamente através de títulos

---

<sup>68</sup> Sete são as características destacadas por Tomz (2007) para defender este argumento: 1º existem menos bancos que *bondholders*; 2º bancos são instituições mais visíveis e duradouras; 3º bancos estão localizados como clusters em grandes centros financeiros, facilitando a comunicação; 4º bancos são mais homogêneos; 5º bancos podem criar uma gama mais ampla de mecanismos de cooperação; 6º importância sistêmica dos bancos é superior e 7º bancos possuem vantagens organizacionais e mecanismos de retaliação superiores aos *bondholders*.

públicos e não através de empréstimos bancários. Ainda que na década de 1980 os empréstimos bancários tenham sido relevantes no mercado de dívida pública, historicamente esse não é o padrão que se observa. Outro contra argumento a esta hipótese se refere ao fato de que historicamente os devedores favoreceram os detentores de títulos, quando o esperado seria favorecerem os bancos em virtude de seus poderes retaliatórios.

Eichengreen e Portes (1991) citam como exemplos de união entre credores a criação da *Corporation of Foreign Bondholders* (CFBH<sup>69</sup>) na Inglaterra em 1868 e a *Foreign Bondholders Protective Council* (FBPC), criada nos EUA em 1933. Ambas eram organizações responsáveis por proteger os investidores de dívidas soberanas e substituíram os comitês que representavam os investidores na eventualidade de uma negociação de *default*. No caso da organização inglesa, sua proximidade com a bolsa de Londres, onde a maior parte dos títulos públicos era negociada, permitia que os credores de dívidas pressionassem os países devedores, através da ameaça de que, caso os pagamentos fossem suspensos, o financiamento pelo mercado inglês seria interrompido.

Como destacado aqui, as três principais teorias que consideram a retaliação um aspecto central na relação entre credores e devedores possuem problemas. As duas primeiras, principalmente, não encontram fundamentos sólidos capazes de sustentá-las e a terceira, ainda que bastante plausível, não é comprovada pelos fatos. Sendo assim, Tomz (2007) parte para uma abordagem nova que foca principalmente no papel da reputação.

A teoria da reputação tenta explicar o comportamento de credores e devedores a partir de uma combinação entre dois elementos: jogos repetitivos com incerteza e mudanças políticas. Com relação ao primeiro elemento, o autor relaxa a suposição tradicional de informações completas sobre as preferências, permitindo que as mesmas mudem ao longo do tempo, dando dinamismo à teoria. Essa alteração é uma distinção fundamental entre as teorias tradicionais de reputação e a teoria construída por Tomz (2007). Na teoria deste autor, como a percepção sobre os devedores se altera ao longo do tempo, não é mais possível considerar apenas o número de *defaults* para afirmar que um país é ou não confiável, sendo preciso entender o contexto sob o qual o país optou pela interrupção do pagamento de suas dívidas.

Como cada governo adota uma postura diferente para o mesmo tipo de choque, os credores procuram saber quais serão os mais responsáveis com relação ao pagamento das dívidas. De maneira geral, o interesse dos governantes em honrar a dívida pública depende de diversos fatores como: a capacidade da população em aceitar medidas de austeridades e a

---

<sup>69</sup> Mitchener e Weidenmier (2005) também citam a criação da CFBH como exemplo de organização criada pelos credores visando proteger seus interesses em episódios de *defaults*.

força política dos credores. Visando separar os devedores de acordo com o grau de risco de *default* de cada um deles, Tomz cria três grupos: os *stalwarts*, os *fair-weather*s e os *lemons*.

Os primeiros se referem aos devedores responsáveis, sempre interessados em quitar as dívidas. Já os *fair-weather*s têm “múltiplas” preferências, na medida em que às vezes optam pelo pagamento, outras vezes não. Os *lemons* são os piores tipos de devedores, pois sempre que possível tentam evitar os pagamentos.

Importante destacar que, no caso dos países considerados *lemons*, ainda assim é possível que os mesmos consigam financiamentos. Na prática, quando existe a percepção de que estão negociando com *lemons*, os (futuros) credores podem adotar três ações: primeiro eles cobram pelo risco (demandando taxas de juros maiores, capazes de compensar o risco superior de não pagamento da dívida), em segundo lugar eles procuram formas de se proteger (através de colateral) e, finalmente, caso as condições sejam extremamente adversas, eles podem se recusar a emprestar.

Diferentemente da visão de autores como Reinhart e Rogoff (2009b) que defendem que o fim da prática de *defaults* por alguns países se deve a melhoras institucionais, Tomz (2007) argumenta que a melhora na reputação se dá de forma mais direta. Para este autor, os governos podem alterar suas reputações através de políticas contrárias à lógica do mercado da seguinte forma: caso um país considerado *fair-weather* opte por medidas de austeridade rígidas, mesmo em um cenário econômico extremamente adverso (recessão econômica mundial, por exemplo), na tentativa de honrar o pagamento de suas dívidas, os credores reconhecerão tal esforço e passaram a tratar este país como um *stalwart*.

Finalizando, Tomz destaca que um dos corolários desta teoria é a possibilidade de que as reputações dos países se alterem mesmo em cenários econômicos positivos, o que é possível graças à existência de *lemons*.

Importante destacar que a visão de Tomz parece ignorar as preocupações dos credores quanto à capacidade dos países em retornarem para trajetórias de crescimento consistentes. Na medida em que um país em recessão adota medidas de austeridade extremamente rígidas, muitos credores terão a percepção de que por mais que o governo pareça estar se esforçando ao máximo para quitar seus compromissos, a fragilidade da economia doméstica pode levar a uma trajetória de desaceleração econômica tão acentuada que o curso da dívida pública, ao invés de melhorar, irá deteriorar-se ainda mais, dificultando a gestão da dívida e elevando a probabilidade de calote.

### 3.6 Considerações finais

Neste capítulo procurou-se mostrar a relação entre crises financeiras e crises de dívida no intuito de tornar mais clara a importância do estudo de tais fenômenos econômicos. Depois de destacar a relevância do tema, partiu-se para o estudo específico do objeto, destacando as teorias sobre sustentabilidade da dívida pública. Como a moeda é uma variável central na análise sobre esta sustentabilidade, abordou-se também os conceitos de *original sin* e *currency mismatches* para evidenciar a forte e importante relação entre moeda e dívida pública. Para finalizar a discussão a respeito da sustentabilidade da dívida pública, avaliou-se também o papel dos fluxos de capitais. Na última seção, deu-se especial ênfase ao papel da reputação como forma de avaliar o interesse dos países no cumprimento de suas obrigações.

Já tendo discutido a origem do endividamento público, as crises financeiras e as teorias sobre sustentabilidade, parte-se agora para a análise central deste trabalho, a relação entre endividamento público e crescimento econômico.

#### 4 DÍVIDA *VERSUS* CRESCIMENTO ECONÔMICO

O fato de que crises de dívida impactam negativamente as economias parece bastante intuitivo e é consenso entre os estudiosos. No entanto, as causas e consequências de tais episódios ainda são discutidas sob pontos de vista bastante distintos. Autores mais ortodoxos costumam creditar crises de dívidas soberanas a estruturas institucionais frágeis, que ao gerar incerteza (principalmente nos investidores), impedem o acúmulo e a rolagem de dívidas. Sem alternativas de financiamento, muitos países acabam optando pelo *default*, minando suas reputações e dificultando ainda mais o acesso ao mercado internacional no futuro. Esse ciclo vicioso entre estruturas institucionais frágeis e deterioração da reputação faz com que o processo de graduação<sup>70</sup> seja raro e explique parte das diferenças econômicas entre países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Por outro lado, autores heterodoxos costumam creditar episódios de *default* a elementos exógenos à economia destes países<sup>71</sup>. De maneira geral, estes autores criticam a estrutura hierárquica do sistema financeiro mundial, que ao gerar assimetrias na capacidade de financiamento, divide o mundo em dois grupos de países: os que conseguem emitir dívida em moeda doméstica, e os que não conseguem. Evidentemente, para estes autores a moeda tem um papel central na explicação de crises de dívida ao longo dos séculos. Alguns autores mais radicais como Davidson (2010), argumentam ainda que a preocupação com o endividamento público *per se* é uma tolice<sup>72</sup>, já que o mais importante seria instruir os governantes e a população da necessidade de utilização de políticas fiscais expansionistas até que a demanda agregada seja suficiente para estimular os empresários a contratar funcionários, reduzindo com isso, o desemprego.

---

<sup>70</sup> Em diversos trabalhos, Reinhart e Rogoff utilizam este termo para explicar o processo pelo qual países em desenvolvimento superam suas deficiências domésticas e se tornam economias desenvolvidas.

<sup>71</sup> É claro que elementos endógenos também são importantes para explicar as dificuldades financeiras de um país. No entanto, diferentemente da visão tradicional, autores heterodoxos reconhecem que a estrutura financeira internacional desempenha um papel fundamental no entendimento das dificuldades enfrentadas pelos países periféricos com relação à administração de suas dívidas.

<sup>72</sup> No resumo de seu texto, Davidson afirma que “[...] *worries over the size of the government’s national debt per se is foolish.*” É importante destacar que Davidson se preocupa sim com a sustentabilidade fiscal. A diferença com relação à abordagem tradicional se deve ao fato de que ao invés de se preocupar com ajustes fiscais de curto prazo, o autor leva em consideração a dinâmica da dívida pública, no sentido de que quanto maior o crescimento econômico, maior será a capacidade do Estado em administrar sua dívida no futuro. Ou seja, aqui o autor critica a teoria tradicional de austeridade fiscal para o equilíbrio das contas públicas já que medidas que desaceleram o crescimento não serão eficazes para controlar a dinâmica da dívida pública.

Dentro da corrente heterodoxa destacam-se autores como Minsky. Para este autor as dívidas são elementos centrais na estrutura capitalista, sendo a dívida pública um instrumento essencial, principalmente durante recessões econômicas. Minsky defende ainda que, durante recessões econômicas, o endividamento público deve ser expandido até o ponto onde a demanda efetiva seja suficiente para estimular os empreendedores a ampliar os investimentos, garantindo renda e emprego para a população geral.

Mais do que discordar a respeito das causas das crises de dívida, heterodoxos e ortodoxos têm opiniões contrárias também com relação ao impacto do “endividamento público excessivo”<sup>73</sup> para o crescimento econômico de longo prazo. Antes de expor essas diferenças é preciso conceituar o que se entende por endividamento elevado. Autores como Reinhart e Rogoff (2009b e 2010a) reconhecem a dificuldade de estabelecer patamares explícitos a partir dos quais a dívida pública passe a ser considerada excessiva. Mesmo assim, na tentativa de construir regressões econométricas capazes de auxiliar na teoria sobre o impacto do endividamento público no crescimento econômico, definem como elevados níveis de endividamento superiores a 90% do PIB, já que a partir deste patamar é possível observar uma redução de 1% na mediana das taxas de crescimento, sendo a média ainda mais impactada. No caso da dívida externa, defendem que dívidas superiores a 60% do PIB já afetam a taxa de crescimento econômico. Esses limites de endividamento são semelhantes aos encontrados por Checherita e Rother (2010) ao analisar o impacto do endividamento público na zona do euro. Para estes autores, existe uma relação inversa entre a taxa de crescimento do PIB per capita e a dívida pública quando esta supera a faixa entre 90-100% do PIB. Além disso, destacam que esse patamar é uma média para os países da zona do euro, mas em alguns casos específicos, níveis de endividamento público superiores a 70% do PIB já têm impacto negativo no crescimento econômico. Kumar e Woo (2010) são outros autores que também definem como elevadas, dívidas públicas acima de 90% do PIB.

Autores heterodoxos não definem, de maneira geral, níveis específicos a partir do qual o endividamento público é elevado, até porque, para a maioria dos economistas heterodoxos, o endividamento público (*per se*) não impacta negativamente no crescimento econômico.

---

<sup>73</sup> Como os riscos do endividamento público são percebidos de forma distinta pelas diversas escolas de pensamento econômico, a utilização do termo “endividamento excessivo” se torna bastante delicada, pois sugere um nível de estoque que ultrapassa o “normal”, sendo assim, implicitamente indesejável. Essa percepção é oposta à defendida por diversos autores heterodoxos, para os quais o estoque de dívida pública deve crescer o suficiente para estimular a demanda efetiva.

Na realidade, para estes economistas, a expansão da dívida pública é uma ferramenta importante para estimular a economia, principalmente durante recessões econômicas, permitindo a retomada de trajetórias de crescimento econômico consistentes com o pleno emprego. Além disso, como a expansão fiscal acelerará o crescimento econômico, no longo prazo essa trajetória positiva atuará no sentido de reduzir, progressivamente, a relação entre dívida e PIB.

Implícito na abordagem tradicional está o interesse em reduzir a participação do Estado na economia, já que quanto menor a dívida pública, menor, em tese, a participação do Estado. Para os defensores desta concepção teórica, níveis elevados de endividamento levam à desaceleração econômica no futuro já que o governo terá que reduzir gastos e/ou elevar os impostos para reduzir o estoque da dívida, gerando assim uma política fiscal contracionista.

Com o objetivo de contrastar teorias a respeito da relação entre endividamento público e crescimento econômico, este capítulo está estruturado da seguinte forma: inicialmente serão discutidas as teorias de Keynes e Minsky sobre a dívida pública, no intuito de destacar estas abordagens das demais análises heterodoxas. Em um segundo momento, será feita uma discussão buscando contrastar as teorias mais tradicionais e heterodoxas sobre o tema. Na terceira seção o papel da moeda receberá destaque, principalmente a partir da abordagem de Keynes e Minsky e das teorias que discutem a hierarquia de moedas no sistema monetário internacional. Ainda nesta seção, será construído também um paralelo entre os problemas de dívida durante o padrão ouro e os encontrados em uniões monetárias, como os observados hoje em dia na União Europeia. Finalmente, na última seção, serão analisadas as perspectivas com relação ao endividamento público nos países emergentes e desenvolvidos, assim como se abordará o papel das instituições multilaterais, principalmente FMI, na resolução de problemas de dívida. Além disso, será feita uma breve discussão a respeito do papel das agências de *rating* dentro da lógica atual dos endividamentos soberanos.

#### 4.1 A visão Keynesiana/Minskyana

Não é possível discutir o tema do endividamento público sem destacar a visão de Keynes e Minsky. O primeiro é considerado um dos principais economistas de todos os tempos graças, principalmente, a sua crítica sobre a visão tradicional de que os mercados se autorregulam e que as economias tendem naturalmente ao pleno emprego.

Keynes conseguiu mostrar que em certas situações o governo é o único agente capaz de criar demanda efetiva, estimulando novos investimentos e conseqüentemente a geração de

emprego e renda. Além disso, o economista britânico mostrou as fragilidades de um sistema monetário onde a moeda de referência internacional é emitida por um único país e não existam mecanismos capazes de minimizar as assimetrias entre os Estados nacionais.

É natural, dentro da lógica de intervenção estatal keynesiana, que o endividamento público seja uma importante ferramenta de combate a recessões econômicas. Explícito nesta ideia está a crença de que a preocupação com os níveis do endividamento público, independente dos parâmetros utilizados, pode levar a políticas de austeridade equivocadas, capazes de agravar desacelerações econômicas, como ocorreu nos Estados Unidos durante a década de 1930. Davidson (2010) mostra que durante o primeiro mandato do presidente Roosevelt, o governo americano registrou déficits entre 2 e 5% do PIB, levando a dívida pública americana para o patamar de 40% do PIB em 1936. Receosos quanto à sustentabilidade desta trajetória, muitos críticos defenderam que o governo cortasse despesas antes que o fardo da dívida se tornasse pesado demais para as futuras gerações. Em 1937, com um orçamento reduzido, a economia americana acabou abortando a incipiente recuperação econômica. Pior ainda, com a desaceleração, a arrecadação de impostos foi reduzida e mesmo com o corte de gastos o endividamento público cresceu. Um ano depois o governo optou por retornar à estratégia dos déficits, visando estimular a economia. Rapidamente esta estratégia gerou resultados e impulsionou a economia americana, consagrando as ideias defendidas por Keynes.

Mesmo com a explosão no endividamento público durante a Segunda Guerra Mundial, a economia americana conseguiu crescer de forma vigorosa, rapidamente reduzindo a proporção entre dívida e PIB<sup>74</sup>. Mais importante do que se preocupar com os déficits públicos, Keynes (1996) defendia que era importante atuar contra o desemprego, já que durante recessões o governo é o único agente capaz de criar demanda suficiente para garantir o lucro dos empreendedores, levando-os a contratar mais funcionários, o que por sua vez, também estimula a demanda, gerando um ciclo positivo de crescimento. Na mesma linha de Keynes, Davidson (2010) destaca que os déficits públicos devem ser grandes o suficiente para encorajar os empresários locais a contratar todos os trabalhadores disponíveis.

A possibilidade de que o governo opte por manter as contas “equilibradas” durante recessões pode ser trágico para a economia, já que, sem demanda, os empresários tendem a

---

<sup>74</sup> Para Roubini e Mihm (2010) com a consagração de suas teorias após a Segunda Guerra Mundial, Keynes tornou-se o principal economista do mundo e suas ideias passaram a balizar as políticas econômicas da maioria dos países. Com a estagflação dos anos 1970 porém, seu prestígio acabou arranhado, mas diferentemente do que argumenta a maioria dos autores, Skidelsky (2010) mostra que muitas das políticas da época, consideradas Keynesianas, não tinham relação com o pensamento original do economista inglês.

reduzir a produção e o número de trabalhadores, o que impacta negativamente na demanda efetiva, dando origem a um ciclo vicioso de desemprego e desaceleração econômica. Skidelsky (2010) enfatiza este ponto ao defender que a busca recente de diversos países por reequilibrar as contas públicas, ameaçando a frágil recuperação econômica, evidencia a superficialidade das “estratégias Keynesianas” atuais. O autor defende que para Keynes, medidas de controle orçamentário só deveriam ser perseguidas quando houvesse segurança quanto à recuperação econômica dos países, o que não é o caso atual. Mais do que isso, Skidelsky (2010) defende a reversibilidade imediata das medidas de austeridade fiscal, para que o ocidente não enfrente anos de estagnação econômica e desemprego.

Minsky (1986 e 1992), por sua vez, mostrou que a criação de dívidas é um elemento central na dinâmica capitalista. Tantos os agentes, como os governos e as firmas, dependem de dívidas para diversos propósitos, entre eles o financiamento de grandes projetos e o gerenciamento do fluxo de caixa.

Utilizando-se da concepção teórica elaborada por Keynes, Minsky aprofundou a análise sobre uma das principais variáveis para o crescimento econômico, o investimento. Para Minsky, o investimento depende tanto das perspectivas de crescimento futuro como do nível corrente de produção e emprego (Carvalho, 1987). Além disso, a decisão de investir passa também pela escolha de uma carteira de ativos, onde a comparação entre a rentabilidade esperada e o risco, leva a composição de um portfólio visando à maximização da acumulação privada. Vale ressaltar que durante este processo a incerteza desempenha um papel fundamental. Diferentemente do risco que pode ser calculado e evitado (através de seguros e *hedges*) a incerteza, aqui, se traduz em ignorância, ou seja, na incapacidade dos agentes em projetarem o futuro. Para Carvalho (1987), esta ignorância deriva da noção de que o futuro não é mera continuação do passado.

O mercado financeiro também se relaciona de forma muito direta com as decisões de investimento, já que uma vez definida a estratégia de acumulação, os agentes devem escolher a forma de financiamento. A combinação entre a estratégia de investimento e a forma de financiamento define, em última instância, a vulnerabilidade da economia à eventuais choques. Como os investimentos são baseados em expectativas quanto à rentabilidade futura e, o financiamento exprime uma relação contratual, as economias monetárias são naturalmente expostas à fragilidade financeira, que de acordo com Conceição, Ferrari e Terra (2009) podem ser tanto de natureza institucional como conjuntural. Outro aspecto importante diz respeito à margem de segurança, que é expressa pela diferença entre a receita esperada sobre os investimentos e a necessidade de pagamento das dívidas.

De acordo com a margem de segurança dos agentes, Minsky (1986) desenvolveu três grupos de posições financeiras: *hedge*, especulativa e *Ponzi*. A posição *hedge* se refere aos agentes que, através de seus fluxos de caixa, conseguem pagar os juros de suas dívidas assim como a amortização das mesmas. Já a posição especulativa diz respeito aos agentes que através dos seus fluxos de caixa são capazes de honrar o pagamento dos juros, mas não tem condição de amortizar os empréstimos, necessitando com isso, rolar suas dívidas. Essa necessidade de rolar as dívidas impõe uma forte pressão nestes agentes, já que na eventualidade de choques econômicos, a reversão no fluxo de caixa pode torná-los incapazes de manter o pagamento de suas dívidas. Finalmente, a classificação *Ponzi* se refere às unidades que são incapazes de honrar até mesmo os juros relativos aos seus financiamentos. Neste caso, as unidades precisam vender ativos ou buscar novas formas de financiamento para se manter solventes.

Minsky mostra ainda que durante os ciclos econômicos os agentes tendem a caminhar de posições *hedge* para posições *Ponzi*, aumentando a fragilidade financeira da economia. Isso se deve ao fato de que ao tomarem mais risco, através da alavancagem, por exemplo, os agentes conseguem auferir lucros maiores (quando a economia está em um período de *boom*). Esses lucros, por sua vez, validam a estratégia de maior risco, levando os agentes a deteriorar ainda mais a situação de seus balanços. Quando as expectativas são revertidas, as estruturas patrimoniais estão frágeis, e a economia entra em crise. Endividadas, as empresas iniciam um processo de desalavancagem, vendendo ativos. Na medida em que a oferta de ativos se amplia, os valores caem, gerando uma perigosa espiral deflacionária, como bem demonstra Fisher (1933). Para interromper este ciclo, Minsky sugere que os governos atuem como prestador de última instância, garantindo a rolagem das dívidas, e também como estimuladores da demanda, tentando gerar os lucros necessários para manter o pleno emprego. De acordo com Minsky (1986), enquanto a atuação do *big government* é importante para estabilizar a produção, o emprego e os lucros, o papel do prestador de última instância é necessário para estabilizar o preço dos ativos e dos mercados financeiros, interrompendo a espiral deflacionária capaz de causar uma depressão. Além disso, o prestador de última instância garante o refinanciamento das dívidas, impedindo que meros problemas de liquidez evoluam para problemas de solvência.

Roubini e Mihm (2010) destacam ainda que Minsky foi capaz de perceber que na inexistência de crédito, mesmo instituições com condições financeiras saudáveis poderiam ficar incapacitadas de quitar suas dívidas, sendo obrigada a vender ativos em um mercado já bastante descontado, sofrendo prejuízos e colaborando para a deflação nos preços dos ativos.

Como discutido aqui, fica claro que, na visão minskyana, as dívidas têm um papel central no funcionamento das economias, não sendo a dívida pública uma exceção. Esse tipo específico de dívida é, segundo Minsky, importante na medida em que se trata de obrigações com baixo risco de *default* e liquidez abundante, auxiliando os agentes a estabilizarem seus portfólios na iminência de turbulências financeiras. Além disso, fica evidente que tanto para Minsky como para Keynes, o papel fundamental do endividamento público é garantir a demanda efetiva em momentos de crise econômica, visando com isso, garantir a manutenção do produto e do nível de empregos, impedindo assim a continuidade e o aprofundamento de choques negativos.

Essa visão é completamente distinta da visão defendida pela ortodoxia, já que, como veremos na próxima seção, esta última defende que níveis elevados de endividamento público levam a taxas de crescimento inferiores no longo prazo.

Outro aspecto fundamental na teoria de Keynes e Minsky se refere ao papel da moeda nas economias monetárias, conforme será analisado na seção 4.3.

#### 4.2 Dívida pública e crescimento econômico: ortodoxia *versus* heterodoxia

A recente crise financeira global gerou uma série de graves consequências para as sociedades capitalistas. Diversas instituições, principalmente financeiras, fecharam por não serem mais capazes de administrar os fluxos de caixa negativos e os ataques especulativos que enfrentaram nesses últimos quatro anos. A política fiscal, antes subordinada a política monetária, voltou a ganhar destaque, tornando central a discussão a respeito do papel do Estado nas economias modernas. Após anos de domínio da doutrina neoliberal, os governos foram pressionados a intervir com força nos mercados, com o intuito de salvar grandes instituições, principalmente financeiras, do colapso resultante da falência do Lehman Brothers. Porém, relatório recente da UNCTAD<sup>75</sup> defende que as pressões por uma maior intervenção governamental têm se reduzido com o retorno de taxas de crescimento econômico positivas.

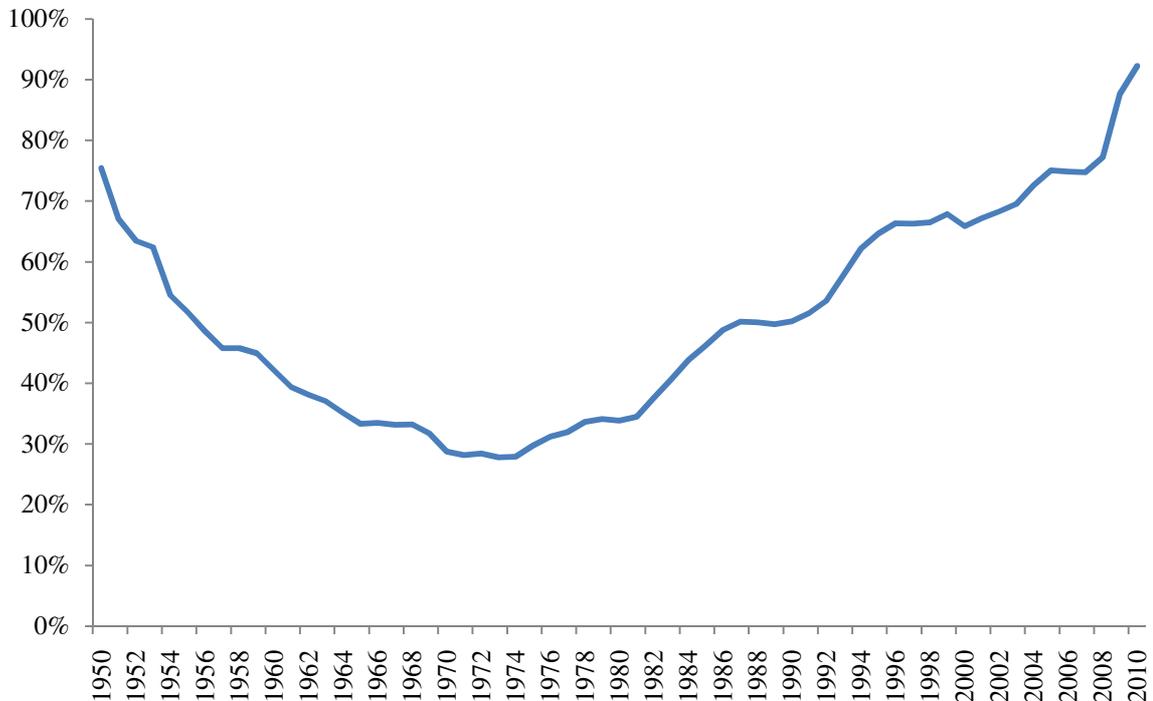
Muitas das instituições que resistem dependeram de forma decisiva de intervenções públicas, seja de forma direta – através de empréstimos -, seja na forma indireta, através dos canais de política monetária e fiscal. Estas medidas de salvamento, combinadas com políticas fiscais contracíclicas e queda na arrecadação de impostos levou a uma aceleração da

---

<sup>75</sup> UNCTAD (2011).

proporção dívida/PIB nos últimos anos. Para se ter uma dimensão dos pacotes de estímulos colocados em prática a partir do agravamento da crise em 2008, os EUA (excluindo os custos com o salvamento de diversas instituições financeiras e injeções de capital) elaborou um pacote de 821 bilhões de dólares, o equivalente a 5,7% do PIB. A China por sua vez anunciou um pacote de 568 bilhões de dólares (equivalente a 13,1% do PIB), o Brasil 45 bilhões de dólares (3,6% do PIB) e a Coreia 95 bilhões de dólares (10,2% do PIB)<sup>76</sup>.

Como mostra a figura 10, é importante destacar que esta trajetória ascendente do endividamento público já podia ser observada (para os países do G7), desde a década de 1970. Atualmente, Reinhart e Rogoff (2011) mostram que as dívidas soberanas atingiram patamares superiores aos observados durante a Depressão dos anos 1930 e a Primeira Guerra Mundial.



**Figura 10** – Média do endividamento público nas economias do G7<sup>77</sup> – 1950 a 2010.

**Fonte:** www.reinhartandrogoff.com. Elaboração própria.

De acordo com a UNCTAD (2011), ainda que esta tendência de endividamento público possa ser observada mesmo antes da crise de 2008, é importante destacar que, de maneira geral, a crise atual não é consequência de endividamentos soberanos elevados, mas sim a causa desta aceleração, já que os déficits resultantes das políticas contracíclicas contribuíram muito menos para a elevação do estoque de dívida pública (como proporção do PIB) do que a desaceleração do crescimento e as crises cambiais e bancárias.

<sup>76</sup> UNCTAD (2011).

<sup>77</sup> Países considerados: Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão, e Reino Unido.

A combinação entre economias frágeis e níveis elevados de endividamento vem gerando muita preocupação entre diversos economistas. No Fórum Econômico Mundial (WEF) de 2011, o risco de crises fiscais foi encarado como um dos mais prováveis e potencialmente danosos à economia mundial nos próximos dez anos<sup>78</sup>.

Analisando as crises financeiras após a Segunda Guerra Mundial, Reinhart e Rogoff (2009b) mostram que o endividamento público sobe, em média, 86% nos três anos posteriores a crises financeiras. Interessante notar que nos países mais fortemente afetados pela crise recente (Grécia, Islândia, Portugal, Espanha, EUA, Reino Unido e Irlanda) os níveis médios de endividamento cresceram consideravelmente mais do que essa média histórica, atingindo 134%. (Reinhart e Rogoff, 2011).

Abbas *et al.* (2010) realizam uma experiência bastante interessante ao contrastar o impacto da crise dos anos 1930 com a crise de 2008 e mostram que apesar da crise recente não ter tido um impacto tão forte em termos de crescimento econômico, em termos de endividamento público os autores acreditam que ela tenha sido ainda mais impactante. Essa conclusão é válida mesmo reconhecendo que os níveis de endividamento nos países desenvolvidos estavam, antes da crise recente, na média vinte pontos percentuais acima dos observados em 1928.

Mesmo com essa explosão no endividamento público, poucos argumentam contra as políticas de socorro adotadas nos últimos anos, até porque o sentimento geral, principalmente após a quebra do banco americano *Lehman Brothers* em setembro de 2008, era de que o sistema capitalista estava à beira do colapso. A grande questão que se coloca é: qual o impacto deste aumento na proporção dívida/PIB para o crescimento futuro dos países?

Já existem importantes trabalhos analisando esta questão e, em muitos deles, o resultado encontrado é o mesmo, de que existe uma relação inversa entre o endividamento como proporção do PIB e a taxa de crescimento do PIB no longo prazo. Entre estes trabalhos, um dos mais destacados é o artigo de 2010, escrito pelos americanos Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff intitulado “*Growth in a Time of Debt*”.

Nesse artigo os autores estudam a relação entre níveis de endividamento, inflação e crescimento real do PIB e, concluem, baseados na análise de 44 países durante mais de 200 anos, que existe uma fraca relação entre o crescimento real do PIB e a proporção dívida/PIB para níveis “normais” de endividamento. Porém, quando os níveis de endividamento se tornam superiores a 90% do PIB, a mediana das taxas de crescimento se reduz em 1%, e o

---

<sup>78</sup> World Economic Forum – Global Risks 2011 sixth edition (2011).

crescimento médio se reduz ainda mais. No caso dos países emergentes, onde boa parte da dívida está indexada a uma moeda estrangeira, o “limite” de endividamento é inferior, aproximadamente 60% do PIB, quando as taxas de crescimento se reduzem em média 2%, chegando à metade com níveis de endividamento superiores<sup>79</sup>. Bordo, Meissner e Stuckler (2009) também encontram uma relação negativa entre dívida em moeda estrangeira e crescimento econômico. No curto prazo, esta desaceleração econômica pode ser creditada a maior probabilidade de crises financeiras. Dependendo do impacto destas crises é possível, inclusive, que as perdas no produto permaneçam no longo prazo.

Com relação a estes patamares de endividamento, é importante destacar que em um relatório de 2003<sup>80</sup>, o FMI mostrou, através da análise dos *defaults* soberanos nos países emergentes entre 1970 e os anos 2000, que os níveis de endividamento no momento do *default* variavam muito, sendo, em alguns casos, muito baixos. Em 55% dos episódios de *default*, o nível do endividamento como proporção do PIB era inferior a 60% (nível considerado o limite de segurança por Reinhart e Rogoff). Em 35% das ocasiões, o *default* ocorreu com dívidas inferiores a 40% do PIB. Neste mesmo relatório o FMI compara países emergentes que deram o *default* com os que não deram e, conclui, que os que interromperam o pagamento de suas obrigações tinham, em média, maiores níveis de endividamento como proporção do PIB, maior endividamento como proporção das receitas e maior proporção de dívida externa na dívida total. Desta forma, fica claro que a definição de parâmetros a partir dos quais o endividamento se torna “excessivo” é bastante problemática.

Considerando esses resultados e o fato de que após crises financeiras (como a ocorrida em 2008-2009) o endividamento público cresce em média 86% (tendo crescido ainda mais em alguns países na crise recente), é de se imaginar que estamos diante de um risco considerável de desaceleração econômica nos próximos anos. Essa primeira relação já traz à mente o seguinte questionamento: até que ponto os elevados déficits públicos colocados em prática para salvar instituições financeiras e/ou impulsionar o crescimento são meras transferências temporais de crescimento? Ou seja, será que os estímulos de hoje serão as amarras de amanhã?

Uma das explicações (tradicional) mais simples para essa relação negativa entre dívida pública e crescimento econômico foi desenvolvida por Robert Barro (1979). O autor

---

<sup>79</sup> Kumar e Woo (2010) também encontram uma correlação negativa entre o estoque de dívida pública inicial e o crescimento real subsequente. Ao contrário de Reinhart e Rogoff (2009b e 2010a) que utilizam PIB, Kumar e Woo utilizam o PIB per capita como parâmetro. Outro aspecto importante é que em ambos os trabalhos os autores encontram uma relação mais forte entre dívida e crescimento econômico para os países emergentes em relação aos avançados.

<sup>80</sup> FMI. *Public Debt in Emerging Markets – Is it too high?* World Economic Outlook, 2003.

argumenta que como em algum momento o governo terá que elevar impostos para reduzir o endividamento para níveis mais toleráveis, quando o fizer, essa política será contracionista, desacelerando o crescimento econômico. Outra forma de reduzir a proporção dívida/PIB seria através de cortes de gastos, o que também implicaria em redução no ritmo de crescimento. Essa linha de raciocínio é basicamente a mesma da chamada Equivalência Ricardiana<sup>81</sup>.

Por sua vez, Reinhart e Rogoff (2010a) mostram que além do montante total, a estrutura de endividamento é relevante na análise de uma potencial desaceleração futura do produto. Por exemplo, dívidas geradas em tempos de guerra serão mais facilmente pagas assim que a paz for acordada. Já a expansão da dívida em tempos de paz pode refletir problemas estruturais muito mais complexos de serem resolvidos (caso atual).

Kumar e Woo (2010) corroboram a tese da relação inversa entre endividamento e crescimento econômico. Ao afirmar que o endividamento público afeta a economia tanto no longo como no curto prazo, os autores analisam esses impactos através dos seguintes canais: elevação nas taxas de juros de longo prazo, possível aumento de impostos no futuro, maior inflação e maior incerteza e vulnerabilidade à crises.

A elevação das taxas de juros de longo prazo funcionaria como uma espécie de política monetária contracionista desestimulando os investimentos e conseqüentemente a acumulação de capital. Com relação ao possível aumento de impostos no futuro, a ideia dos autores é semelhante à de Barro (1979), na medida em que o aumento dos impostos atuaria como uma política fiscal restritiva, reduzindo os gastos dos consumidores e conseqüentemente os investimentos. Além disso, altos níveis de endividamento podem impedir a adoção de políticas fiscais contracíclicas, o que em última instância afetaria as taxas de crescimento.

O modelo de Kumar e Woo (2010) mostra também que não existe linearidade na relação entre endividamento e crescimento do PIB. A não linearidade ocorre porque a partir de um determinado nível de endividamento, a taxa de crescimento se desacelera mais do que proporcionalmente ao aumento do estoque de dívida. Esse é um ponto bastante relevante para a análise deste tema, posto que a desaceleração no crescimento econômico pode ser impulsionada de forma repentina, elevando a volatilidade e, conseqüentemente, dificultando a adoção de políticas capazes de reverter a trajetória econômica.

Evidentemente, se o endividamento elevado é considerado a causa da desaceleração econômica, a solução natural do problema passa pela redução do estoque de dívida. Por sua

---

<sup>81</sup> Para Blanchard, Dell' Ariccia e Mauro (2010) a crença na Equivalência Ricardiana é um dos motivos pelos quais a política fiscal era vista com tanta relutância nas duas décadas anteriores à recente crise financeira.

vez, tal processo depende da melhoria das contas públicas, basicamente através de pacotes de austeridade fiscal, ou seja, elevação dos impostos e/ou redução dos gastos públicos. Essa visão é completamente oposta à visão heterodoxa que defende que em eventuais desacelerações econômicas as políticas fiscais e monetárias devem ser expansionistas, para evitar que o país entre em uma grave recessão, ou até mesmo em uma *balance sheet recession*<sup>82</sup>. Richard Koo é um dos principais economistas que estuda este tipo de recessão. Para ele<sup>83</sup>, “recessões de balanço” ocorrem quando o setor privado opta por reduzir o seu endividamento, ao invés de maximizar o lucro. Com isso, diferentemente do que ocorre durante crises financeiras, onde o credor acaba sendo a principal vítima, nas recessões de balanço a maior vítima é o devedor. Endividados, os agentes se preocupam apenas com a redução de suas dívidas negando qualquer empréstimo independente da taxa de juros oferecida. Nestes casos, a política monetária perde a sua eficácia e o governo é obrigado a gastar o suficiente para compensar a redução dos gastos privados. O Japão da década de 1990 é o principal exemplo deste tipo de disfunção econômica, que para alguns autores, inclusive Koo, afeta atualmente a economia americana.

Com relação ao impacto do endividamento externo, Kumar e Woo (2010) citam a teoria de “*debt overhang*” discutida por autores como Krugman e Sachs<sup>84</sup>. “*Debt overhang*” é o conceito utilizado para definir a situação econômica de um país quando o serviço da dívida é tão pesado que a maior parte do produto gerado é direcionado para as obrigações financeiras, desestimulando o investimento. Outra observação importante destacada pelos autores é que o impacto do endividamento é menor nas economias mais avançadas. Isso está de acordo com a noção de que o endividamento externo, por ser (normalmente) atrelado a uma moeda estrangeira, é mais custoso ao crescimento. Além disso, parte dessa diferença é creditada ao fato de os países emergentes terem sistemas financeiros menos desenvolvidos e menor acesso aos mercados de capitais internacionais.

Como comentado anteriormente, de maneira geral a ortodoxia credita aos países a responsabilidade sobre crises de dívida. Na visão heterodoxa, os fatores exógenos se sobrepõem aos endógenos já que se acredita que esses tenham uma capacidade explicativa superior no estudo de crises de dívida ao longo dos séculos.

---

<sup>82</sup> *Balance sheet recessions* ocorrem quando o estouro de bolhas financeiras combinadas com um processo de desalavancagem no setor privado torna o aumento dos gastos públicos a única política econômica realmente eficiente.

<sup>83</sup> Richard Koo (2009, 2010 e 2011).

<sup>84</sup> Krugman (1988) e Sachs (1989).

Antes de aprofundar a análise sobre dívida externa, é preciso entender que este é ainda um conceito nebuloso. Enquanto autores como Reinhart e Rogoff (2009b) definem dívida externa como a dívida em poder de estrangeiros (sendo ela denominada em moeda nacional ou não), autores heterodoxos como Nersisyan e Wray (2010), argumentam que dívida externa deve ser aquela atrelada a uma moeda estrangeira (visão compartilhada por este trabalho e pelo Bacen) já que mais importante do que saber quem são os detentores da dívida, o que é bastante complicado em função da atual estrutura dos mercados (*United Nations*, 2007), é saber em qual moeda ela está atrelada e qual sua maturidade. Além disso, mais importante do que a dicotomia entre dívida doméstica e externa é entender que as vulnerabilidades surgem da estrutura da dívida pública total (*United Nations*, 2007). Considerando a importância da moeda na sustentabilidade da dívida pública, Nersisyan e Wray (2010) argumentam que a grande vantagem dos países desenvolvidos com relação aos países em desenvolvimento é o fato de, os primeiros, terem capacidade de emitir dívidas na sua própria moeda, o que garante o pagamento das dívidas (como o país tem capacidade para emitir o ativo necessário para quitar o seu passivo, ele nunca será insolvente), independente do nível de endividamento. Para comprovar essa argumentação, citam o caso do Japão, que mesmo tendo um nível de endividamento superior a 100% do PIB, consegue rolar suas dívidas com juros baixos, em função desta ser denominada em ienes.

Além deste aspecto, Nersisyan e Wray (2010) criticam também a metodologia adotada por Reinhart e Rogoff (2009b). Para eles, a especificidade de cada país impossibilita a extração de resultados consistentes através de regressões econométricas que desconsiderem esses aspectos<sup>85</sup>. Ao utilizar a Equivalência Ricardiana para explicar a correlação entre dívida e crescimento econômico, Reinhart e Rogoff (2009b) assumem que em determinado momento os impostos terão que subir para garantir o pagamento das obrigações. Além disso, como os governos podem ser tentados a gerar inflação para reduzir o valor real das dívidas, a economia tenderá a crescer menos no futuro. Entretanto, conforme argumentam Nersisyan e Wray (2010), correlação não implica, necessariamente, em causalção. Ou seja, a existência de correlação negativa entre dívida pública e crescimento econômico pode ser muito mais consequência do que causa de crises<sup>86</sup>. Krugman (2011f) é outro autor que critica Reinhart e Rogoff por essa interpretação causal de correlações. Como em recessões econômicas o orçamento público tende a se tornar negativo (em função de estímulos fiscais, queda na

---

<sup>85</sup> O relatório das Nações Unidas (2007) deixa claro que a composição da dívida é tão importante quanto o seu tamanho, o que sugere que regressões que enfatizem o segundo aspecto estarão negligenciando um aspecto chave para entender a diferença na sustentabilidade de dívida entre os países.

<sup>86</sup> Este ponto de vista é semelhante ao de Shiller (2011).

arrecadação, aumento das despesas relacionadas a seguridade social etc.) o processo de causação não surge do aumento do endividamento, mas sim da desaceleração econômica.

A metodologia adotada por Reinhart e Rogoff também é criticada por Robert Shiller (2011). O autor argumenta que a definição de patamares a partir dos quais o crescimento começa a se desacelerar é completamente arbitrário. Na realidade, Shiller destaca que Reinhart e Rogoff (2010a) não justificam o porquê da escolha de quatro patamares específicos de endividamento (inferior a 30% do PIB, entre 30 e 60%, entre 60 e 90% e superior a 90% do PIB) sobre os quais constroem as regressões. Mais curioso ainda é que em todos os patamares é encontrada uma relação negativa entre crescimento e endividamento<sup>87</sup>.

O entendimento claro sobre a relação entre causa e consequência é fundamental, na medida em que as políticas a serem tomadas são completamente opostas. Se acreditarmos que o alto endividamento leva ao baixo crescimento, o correto seria adotar políticas de cortes de gastos e elevação nos impostos, o que para Nersisyan e Wray (2010) não só não resolveria o problema, como o aprofundaria. A UNCTAD (2011) considera inclusive que a adoção atual de medidas de austeridade fiscal em diversos países ameaça a recuperação econômica já que não existem sinais de que a demanda privada tenha se recuperado de forma consistente.

Atualmente, a discussão sobre o pacote de austeridade grego passa justamente por esses dois pontos de vista. Enquanto alguns economistas defendem que o controle mais rigoroso das contas públicas é a única forma de criar a renda necessária para honrar os compromissos assumidos, outros como Krugman (2011d), defendem que medidas de austeridade aumentarão as taxas de desemprego, reduzindo as receitas futuras do governo. Nesta mesma linha, Stiglitz (2011) argumenta que a taxa de desemprego permanecerá alta enquanto o foco for a redução de gastos para equilibrar as contas públicas. Além disso, o autor defende que os déficits fiscais são consequência da queda na atividade produtiva, levando a uma menor arrecadação. Com isso, a solução do problema passa pela aceleração do crescimento econômico e não pela redução de despesas. No caso da Grécia, assim como na Irlanda e Portugal, o fato de serem membros da zona do euro cria uma série de complicações no gerenciamento de suas dívidas públicas, o que será visto na próxima seção.

Em um trabalho bastante recente, Guajardo, Leigh e Pescatori (2011) criticam a hipótese da austeridade expansiva, ou seja, a ideia de que medidas de austeridade fiscais são capazes de estimular o crescimento. Em termos empíricos, os autores identificam que 1% de consolidação fiscal reduz o PIB real em 0,62% dentro de dois anos. A crença de que a

---

<sup>87</sup> A única diferença é que no patamar acima de 90%, a relação parece mais forte.

demanda privada cresceria em função da redução dos gastos públicos também não se confirma. Krugman (2011c) mostra que esta tese de austeridade expansionista é reflexo de um problema de causalção reversa. Quando a economia se expande as despesas públicas podem cair em função da redução da despesa com auxílio desemprego, por exemplo, ou até mesmo por um interesse público em cortar gastos para conter um eventual processo inflacionário. Com isso, a redução dos gastos acaba sendo, erroneamente, considerada causa do crescimento econômico, quando na verdade é consequência. Com isso, parece bastante claro que apostar em pacotes de austeridade fiscal para retomar o crescimento econômico é um equívoco bastante grave, não suportado pelos dados empíricos. Ainda com relação a este ponto, a UNCTAD (2011) defende que os estímulos fiscais devem ser colocados em prática, principalmente, através da expansão do gasto público em infraestrutura e transferências sociais, ao invés do corte de impostos. Quando a opção for por corte de impostos, estes devem ser direcionados as pessoas de mais baixa renda, já que são elas que normalmente possuem maior propensão a consumir.

Considerando que entre as visões ortodoxas e heterodoxas existe certo consenso de que dívidas em moeda estrangeira são mais danosas ao crescimento, por que alguns países ainda se utilizam desta forma de financiamento? Na verdade, como visto no capítulo 3, para muitos países (emergentes) essa é a única opção. Bordo, Meissner e Stuckler (2009) demonstram que historicamente as dívidas estrangeiras foram atreladas a um número pequeno de moedas, principalmente dólar, iene, libra esterlina e o marco alemão. Esse padrão histórico explicita o caráter hierárquico do sistema monetário internacional, dando as moedas um peso decisivo na administração de dívidas pública, e é sobre isso que tratará a próxima seção.

#### 4.3 O papel da moeda e o paralelo entre o padrão ouro e uniões monetárias

A moeda tem um papel crucial na administração da dívida pública. Quando os países optam por utilizar uma moeda<sup>88</sup> sobre a qual não tem total autonomia, como no caso da União Monetária Europeia (UME), a capacidade de adotar políticas fiscais e monetárias contracíclicas fica limitada. Além disso, no caso dos países da UME, como foram criadas diversas regras fiscais, a capacidade de atuação estatal ficou ainda mais restrita. Sendo assim, não é exagero afirmar que os países periféricos (principalmente) da zona do euro não tem mais autonomia para colocar em prática políticas monetárias e políticas fiscais.

---

<sup>88</sup> Sobre áreas monetárias ótimas, uniões monetárias e soberania monetária, ver: Mundell (1961), Bibow (2006) e Sardoní e Wray (2007).

Antes de aprofundar os riscos inerentes às uniões monetárias, será discutido o papel da moeda para os pós-keynesianos, teóricos que desenvolvem suas concepções em torno dos trabalhos de Keynes e Minsky. Vale lembrar que em seu célebre livro “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” John Maynard Keynes (1996) defendeu a não neutralidade da moeda, da qual tem origem o princípio da demanda efetiva. Resumidamente, para Keynes a moeda é uma variável fundamental nas economias monetárias já que se diferencia dos demais ativos sob dois aspectos: primeiro por ter elasticidade de produção zero, ou seja, a moeda não é produzida de acordo com a quantidade de trabalho direcionado a sua produção; e segundo, a elasticidade-substituição da moeda é nula, visto que nenhum outro ativo, não líquido, tem a propriedade de funcionar como unidade de conta, meio de troca e reserva de valor (Ferrari, 2006). Como o mundo é incerto, Keynes argumenta que os agentes optam por reter moeda, adiando suas decisões de consumo. Com a redução do consumo, a oferta se torna maior do que a demanda, forçando os empresários a cortarem a produção e a demitirem trabalhadores, iniciando um ciclo vicioso de aumento da incerteza, aumento da demanda por moeda, redução do consumo, queda na oferta e aumento do desemprego. Esse comportamento torna possível a incompatibilidade entre oferta e demanda, rompendo com a noção clássica de que os mercados são autorregulados e tendem ao equilíbrio. Mais do que isso, Keynes mostra que em uma economia monetária a moeda funciona como um elo entre o presente e o futuro justamente por refletir as expectativas sobre o futuro que acabam impactando no presente. A mudança nas expectativas quanto ao futuro pode levar os agentes a reterem moeda, reduzindo a demanda efetiva e deprimindo o nível de atividade econômica atual. O *gap* entre demanda e oferta justifica então a intervenção estatal, garantindo a manutenção do nível do produto e do emprego.

Baseado nesta concepção e ciente da importância de superar a dependência do ouro, Keynes desenvolveu ao longo dos anos uma série de sugestões para remodelar a arquitetura financeira mundial. Uma das principais ideias foi a criação de uma autoridade monetária internacional capaz de funcionar como um banco central mundial (*Clearing Union*). Esta instituição seria responsável, entre outras coisas, pela emissão da moeda de referência internacional, no caso, a *bancor*. Keynes reconhecia a necessidade de superar a relíquia bárbara (ouro) assim como tinha consciência dos riscos associados a um sistema monetário onde a moeda central fosse emitida por um único país. Através da *bancor*, Keynes tentava também evitar os ajustamentos deflacionários e manter as economias na trajetória do pleno emprego (Belluzzo, 2006).

A bancor seria, na prática, uma unidade de conta responsável por liquidar as posições entre os bancos centrais (Belluzzo, 2005). Seu valor seria fixado em ouro (podendo ser alterado), enquanto as moedas dos países seriam fixadas ao bancor, permitindo eventuais ajustes caso necessário. Um dos objetivos de Keynes com a bancor era impedir o entesouramento de moeda pelos agentes, gerando o problema de demanda efetiva discutido anteriormente. Belluzzo (2005) defende que a proposta de Keynes consistia na distribuição mais equitativa do ajustamento dos desequilíbrios no balanço de pagamentos, facilitando o crédito aos países deficitários, enquanto penalizava os superavitários.

Com a derrota do seu projeto da *Clearing Union* e da bancor<sup>89</sup> em Bretton Woods em 1944, o dólar assumiu o papel de moeda de referência internacional, dando aos EUA uma invejável flexibilidade na gestão de sua política monetária e na administração do seu balanço de pagamentos (Belluzzo, 2006). Belluzzo (2006) defende ainda que a consolidação do dólar como moeda mundial após a Segunda Guerra permitiu aos EUA a consecução de três objetivos: estratégico (suportou a aliança militar da Otan), econômico (a senhoriagem permitiu a expansão da indústria americana e seu estilo tecnológico) e financeiro (como banco central internacional a política monetária americana passou a ser determinante para o crescimento mundial além de permitir a rápida expansão do sistema financeiro americano no mundo).

A assimetria de poder decorrente do padrão ouro dólar e, posteriormente, do dólar flexível, gerou no atual sistema monetário internacional uma hierarquia de moedas bastante clara, conforme argumentam Cintra e Prates (2007). Estes autores defendem que duas características do dólar são essenciais para entender sua hegemonia no mundo de hoje. A primeira se refere ao papel de “moeda financeira” onde a moeda americana funciona como denominador comum da riqueza financeira mundial. Com isso, os títulos da dívida pública americana são sempre encarados como portos seguros em momentos de turbulências econômicas<sup>90</sup>. A segunda característica se refere à natureza fiduciária do dólar, dando grande autonomia as políticas americanas. Cintra e Prates (2007) destacam que essa característica tornou a gestão da política monetária americana, que influencia o movimento dos fluxos internacionais de capitais, dependente exclusivamente do ciclo econômico doméstico.

---

<sup>89</sup> Ainda que hoje tenhamos os SDRs (direitos especial de saque) que têm uma certa semelhança com a bancor de Keynes, o projeto do economista inglês era muito mais complexo impedindo a comparação entre os SDRs de hoje e a bancor de Keynes.

<sup>90</sup> Recentemente, mesmo com o rebaixamento da nota de crédito dos títulos de dívida americana pela agência Standard & Poor's, os títulos americanos se valorizaram, em função da incerteza quanto ao futuro da economia mundial.

Com a moeda de reserva internacional e sem a necessidade de converter essa moeda em outro ativo, os EUA puderam, frequentemente, incorrer em déficits comerciais, dando ao emissor da moeda de reserva um caráter de devedor líquido. Além disso, como o dólar é a unidade de riqueza financeira mundial e a dívida pública americana é denominada nesta moeda, sempre que existem turbulências financeiras o capital mundial voa para os títulos americanos, reduzindo suas taxas de juros e permitindo a adoção de políticas contracíclicas com baixo custo. Essa tendência pôde ser observada recentemente com a discussão a respeito da elevação no teto da dívida americana. Mesmo com a forte disputa política entre democratas e republicanos, ameaçando o pagamento das obrigações americanas, as taxas de juros dos títulos de dívida americano continuaram em patamares historicamente baixos.

Abaixo do dólar nesta hierarquia estão as moedas conversíveis emitidas pelas principais economias do mundo, como o euro, a libra esterlina, o iene etc. No terceiro lugar da hierarquia estão as moedas não conversíveis, emitidas pelos demais países.

Cintra e Prates (2007) definem conversibilidade como a aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento, unidade de conta e de denominação de contratos e ativos de reserva no sistema monetário internacional. De acordo com os autores, o dólar é a única moeda capaz de desempenhar essas três funções. É a partir do conceito de conversibilidade que podemos fazer o elo entre a importância da hierarquia das moedas para o endividamento público.

Semelhante ao conceito de *original sin*, trabalhado no capítulo anterior, a teoria da hierarquia das moedas mostra porque os países periféricos são incapazes, na maioria dos casos, de emitir dívida na própria moeda. Isso é relevante na medida em que a emissão de passivos referenciados em uma unidade de conta distinta da associada aos ativos gera instabilidade e amplia os riscos de *default* caso ocorram crises cambiais. Isso é verdade tanto para a dívida pública como para as dívidas privadas, que estejam sujeitas ao mesmo tipo de restrição.

Enquanto existirem moedas conversíveis e inconversíveis, o financiamento dos países se dará de forma assimétrica, sendo a maior parte do risco direcionado aos países periféricos. Como pela lógica minskyana o financiamento é um dos determinantes fundamentais das economias capitalistas, é possível concluir que a economia mundial permanecerá sendo muito instável enquanto a estrutura do sistema monetário privilegiar alguns poucos países. Além disso, enquanto existirem países que dependam de dívidas em moedas sob a qual não tem “controle”, dificilmente teremos uma redução significativa no número de crises de dívida.

Destacadas as visões de Keynes/Minsky e a teoria da hegemonia das moedas, parte-se agora para a análise das semelhanças entre os riscos de endividamento público durante o padrão ouro e os riscos de endividamento em uniões monetárias como o euro nos dias de hoje.

A principal semelhança diz respeito à limitação no uso de políticas fiscais e monetárias. Usando mais uma vez a UME como exemplo, é possível observar que os países da zona do euro não têm autonomia (individual) sobre variáveis econômicas importantes, como a taxa de juros. A incapacidade de colocar em prática medidas contracíclicas expõem estas economias a choques adversos e a processos de recuperação mais lentos. Na época do padrão ouro, a necessidade de garantir a conversibilidade do metal trazia os mesmos problemas. Durante eventuais choques econômicos, a capacidade de atuação estatal era limitada pela necessidade de garantir o preço do ouro, levando muitas vezes ao agravamento de simples recessões econômicas.

Com relação às diferenças, a principal delas está relacionada com a autonomia política dos governantes. Enquanto o padrão ouro (na primeira fase) era a prioridade das políticas econômicas, mesmo que para isso o país enfrentasse uma profunda recessão<sup>91</sup>, hoje em dia os políticos não conseguem se sustentar sem o apoio popular. Essa “maior incerteza” política inverteu a lógica dos fluxos de capitais na eventualidade de crises. Enquanto na primeira fase do padrão ouro os capitais deslocavam no sentido de facilitar os ajustes cambiais, no sistema financeiro atual os fluxos atuam no sentido oposto, gerando ataques especulativos. Muitas vezes estes processos funcionam como profecias autorrealizáveis, no sentido de que a descrença na capacidade de determinado país em manter o valor de sua moeda desencadeia um movimento de capitais tão forte que acabam, eventualmente, impedindo a continuidade do sistema de paridade cambial.

Mas qual a principal diferença entre uma união monetária através de um sistema de taxas de câmbio fixas e uma união monetária de uma moeda única? Eichengreen (1993) responde a essa pergunta trazendo a tona uma diferença fundamental entre essas duas formas de uniões, a “cláusula de escape”. Para o autor, por mais que um grupo de países entre em acordo para fixar suas taxas de câmbio, nada os impede de reverter o acordo caso isso seja de alguma forma benéfico<sup>92</sup>. Taxas de câmbio fixas ficam mais vulneráveis à mudanças de governantes e pressões populares. A moeda única dificulta esse processo de ruptura, pois cria uma série de imbrólios jurídicos e financeiros para o país “desertor”. Scott (1998) comenta

---

<sup>91</sup> Eichengreen e Temin (2010).

<sup>92</sup> Soros (2011) por sua vez, defende que a inexistência de um mecanismo de saída do euro é uma de suas principais fragilidades.

sobre as dificuldades jurídicas que um eventual abandono do euro poderia causar. O autor cita, inclusive, que a União Europeia não definiu condições claras para esse processo de ruptura justamente para fortalecer a confiança no euro. Para Eichengreen e Temin (2010) a inexistência de uma cláusula de escape na UME foi criada por uma lógica política. Os líderes europeus queriam que a UME aparentasse solidez irreversível. Pela lógica econômica, os autores defendem que desta forma, os investidores não tentariam desestabilizar os mercados apostando na saída de um país da zona do euro. Qualquer país que, ainda assim, opte por recriar a sua moeda nacional, terá que planejar junto aos membros da UE todo o processo. Por todas essas complicações, é difícil de imaginar um processo de ruptura abrupta dentro da zona do euro.

Ainda sobre uniões monetárias, há séculos elas são organizadas ao redor do mundo, mas o fato do continente europeu ter construído uma união monetária independente da união política é um fato audacioso e sem precedentes (Bordo e James, 2008). Enquanto a união monetária avançou, a união fiscal seguiu sendo uma utopia, gerando reflexos na atual crise europeia.

Em um artigo de 2008, Bordo e James desenvolvem uma profunda análise sobre a formação de uniões monetárias com o intuito de avaliar a primeira década de existência do euro e comparar seus desafios dentro de um contexto histórico de uniões monetárias. Neste estudo, os autores definem o padrão ouro como a primeira tentativa de diversos países em definir um padrão monetário único, capaz de facilitar e expandir o comércio. O padrão ouro, como discutido no primeiro capítulo deste trabalho, era uma espécie de sistema de câmbio fixo, onde as moedas de diversos países eram fixadas ao metal. Esse sistema monetário encorajou, no final do século XIX, a expansão do comércio internacional e dos movimentos de capitais. Ao limitar as capacidades monetárias e fiscais dos governos, em função da paridade fixa com o ouro, esse padrão garantiu credibilidade aos atores econômicos, consequentemente reduzindo os custos de transação entre agentes.

No passado, uniões monetárias eram construídas sob duas circunstâncias: acordos internacionais entre países utilizando a mesma espécie de moeda, e para facilitar transações interestatais. A criação de Estados nacionais, a partir da união de pequenos Estados, também passava por um processo de união monetária, combinadas nesse caso, com a união fiscal.

Historicamente, existem dois tipos de união monetária: nacionais e multinacionais. Uniões nacionais implicam na relação de interdependência entre soberania política e monetária, sendo os Estados Unidos um bom exemplo. Com a constituição de 1789, o congresso nacional americano passou a ser a única autoridade com poder de criar e regular o

poder da moeda. Essa centralização de poder tirou dos estados a capacidade de ampliar a oferta monetária, o que dificultava o controle monetário por parte do governo federal.

Na união monetária multinacional a situação é diferente. Neste caso, países independentes decidem construir um sistema de paridade fixa entre suas moedas, visando normalmente, a ampliação do comércio entre os países membros.

Ao longo da história é possível citar uma série de exemplos de uniões monetárias, tais como: a união monetária americana, italiana, alemã, escandinava, latina etc- Em cada um desses casos, o objetivo era claro, reduzir custos de transação, reduzir a volatilidade das taxas de câmbio e prevenir competição relacionada à senhoriagem. Cabe aqui destacar que, para Eichengreen (1993), o argumento da redução dos custos de transação para justificar uma união monetária precisa ser contrabalançado pela perda de autonomia política derivada deste processo.

De maneira geral, uniões monetárias nacionais tem se mostrado historicamente mais resilientes do que uniões multinacionais, e isso se deve, principalmente, a um elemento chave, a união política.

A União Monetária Europeia é diferente de todos os exemplos citados anteriormente, visto que não é nem uma união nacional nem multinacional. Para Eichengreen (1993, p.1322), “não existem precedentes para o caminho corrente da Europa, no qual países com histórico de soberania monetária e bancos centrais antigos tenham estabelecido um banco central comum responsável por controlar suas políticas monetárias nacionais, incluindo o poder de emitir uma moeda comum”.

Apesar de ter criado uma moeda e um banco central comum, a UME não retirou dos estados nacionais a soberania política e fiscal. Outro problema da UME é o foco do seu banco central. Ao definir como objetivo a perseguição de uma política monetária compatível com a estabilidade de preços, O BCE facilitou o surgimento de incompatibilidades entre a sua meta e as agendas de crescimento e emprego de cada país membro. É justamente deste ponto que surge o problema chave da UME. Ao delegarem suas políticas monetárias ao Banco Central Europeu ao mesmo tempo em que seguem perseguindo políticas fiscais individuais tais como: gastos, impostos e emissão de dívida pública (Scott, 1998), as assimetrias entre os países do bloco se agravam, gerando incertezas quanto à capacidade de sustentação do euro.

Apesar do Pacto de Crescimento e Estabilidade ter criado uma série de regras para as políticas fiscais nacionais tais como, limitar o déficit orçamentário a 3% do PIB e o endividamento nacional a 60% do PIB, poucos conseguiram ou se propuseram a realmente cumpri-los. Importante salientar que inicialmente o pacto foi muito criticado por reduzir a

capacidade dos países em flexibilizar suas políticas fiscais durante eventuais períodos recessivos. Por isso, em 2005, através da pressão principalmente de franceses e alemães, o pacto manteve os tetos anteriores de endividamento, mas criou critérios mais subjetivos para permitir um ajuste mais realista das políticas fiscais.

Imediatamente à criação do euro, países historicamente considerados como investimentos de risco foram beneficiados por uma disseminação geral de confiança, e apenas recentemente essa confiança deu sinais de ser, na realidade, uma perigosa armadilha (Krugman, 2011a). A Grécia é um dos exemplos mais nítidos desse fenômeno. Com um histórico de calotes e elevados níveis de inflação, a Grécia era constantemente penalizada nos mercados de crédito, sendo obrigada a pagar taxas de juros elevadas em seus títulos públicos. Com a proximidade da adoção do euro, o prêmio de risco dos títulos gregos praticamente desapareceu, pois os agentes não percebiam mais esses títulos como sujeitos a inflação, muito menos a um eventual *default*. Esse fenômeno foi comum por toda a Europa e títulos públicos de países como Espanha, Portugal e Irlanda passaram a ser negociados próximo ao valor dos títulos alemães.

A convergência nas taxas de juros levou a uma explosão do endividamento, principalmente nos países com situações financeiras mais frágeis. Grande parte destes financiamentos, como mostra Krugman (2011a), era sustentada por bancos de países com histórico de baixas taxas de juros, como Alemanha, e direcionado ao mercado imobiliário que viveu um *boom* generalizado, principalmente na Irlanda e Espanha.

Quando a bolha estourou, as economias europeias mergulharam em profundas recessões. A queda da atividade no setor imobiliário, responsável por boa parte das arrecadações fiscais, combinada com uma explosão no desemprego, reduziu as receitas governamentais, ao mesmo tempo em que expandiram as despesas (aumento dos gastos com seguro desemprego, por exemplo) levando a reversão dos superávits orçamentários.

No caso irlandês, a fragilidade do sistema bancário levou à intervenção governamental no setor, garantindo os passivos e conseqüentemente transferindo o risco de insolvência dos bancos para o governo.

Em maio de 2010, com as pressões se intensificando em todo o continente europeu, a crise explodiu na Grécia. Durante anos o governo grego havia se endividado e mantido um padrão de gastos incompatível com sua capacidade de arrecadação, e finalmente, os mercados superavam a miopia gerada pela introdução do euro. Em 2009, o déficit orçamentário grego de 13,6% do PIB foi quatro vezes superior ao máximo permitido pelas regras da zona do euro. Com o mercado de crédito ainda bastante reprimido em função da crise mundial, a Grécia

passou a ter cada vez mais dificuldade em refinarçar suas dívidas, gerando o temor de *default*.

Para Papadimitriou, Wray e Nersisyan (2010), boa parte dos déficits gregos pode ser explicado pelos estabilizadores automáticos. Com o início da recessão econômica recente, as receitas públicas começaram a cair, ao mesmo tempo em que despesas automáticas, como pagamento de seguro desemprego (por exemplo) começaram a subir. Assim, para estes autores, o retorno ao crescimento econômico seria suficiente para corrigir boa parte dos déficits gregos, colocando o país de volta a uma trajetória equilibrada de crescimento. Através deste diagnóstico, fica evidente que medidas de austeridade fiscal, como redução de gastos e elevação dos impostos, não só não serão eficientes para retomar a trajetória de crescimento, como possivelmente, serão incapazes de reduzir os déficits públicos. Os autores criticam também a tese, defendida por alguns autores<sup>93</sup>, de que o descontrole das contas gregas era resultado de benefícios sociais em “excesso”. Na realidade, em termos per capita, Alemanha e França gastam, em proteção social, duas vezes mais do que a Grécia.

Com a persistência das incertezas relacionadas ao futuro econômico da Grécia, não demorou para que a crise pressionasse o euro, acelerando sua desvalorização<sup>94</sup>. Em pouco tempo, países como Irlanda, Portugal e Espanha passaram a ser vistos com desconfiança por também apresentarem estruturais econômicas frágeis. Após semanas, o governo grego anunciou uma série de medidas fiscais restritivas, visando recuperar a confiança nas suas finanças. Comprometida com um rigoroso ajuste, a Grécia conseguiu criar condições para um socorro financeiro, fornecido pela UE<sup>95</sup>.

Meses depois, porém, foi a vez da Irlanda apresentar problemas. Como mencionado anteriormente, durante a crise financeira de 2008 e 2009, o governo irlandês havia garantido os passivos de seus principais bancos. Como muitos desses bancos estavam de fato insolventes, essa garantia bancária passou a ser um fardo grande demais para o governo irlandês. Assim como havia ocorrido meses antes na Grécia, não tardou para que o mercado

---

<sup>93</sup> Lewis (2011) é um dos autores que argumenta que o descontrole completo das contas públicas foi um dos determinantes para o estouro da crise grega recentemente. Além de criticar alguns benefícios sociais, Lewis mostra também que a corrupção foi (é) um entrave importante para o controle mais eficiente das contas públicas.

<sup>94</sup> Shiller (2011) define o ciclo vicioso que deteriorou a situação fiscal grega como “mecanismo de *feedback* social”, onde a percepção de alguns investidores de que a dívida grega teria uma probabilidade maior de *default* levou a uma redução na demanda por estes títulos, conseqüentemente elevando suas taxas de juros. Quanto maior a taxa de juros, maior o custo e maior a dificuldade para refinarçar a dívida. Com dificuldades de rolar a dívida, a pressão por medidas de austeridade fiscais se intensificaram, assim como conflitos sociais dentro do país.

<sup>95</sup> Vale ressaltar aqui que para Eichengreen e Temin (2010), uma das fragilidades da UE é a inexistência de mecanismos de financiamento de emergência capaz de promover auxílio nos ajustes em países com dificuldade financeira.

temesse um calote irlandês e as especulações se intensificassem. Rumores de que a Irlanda poderia abandonar a zona do euro criaram incertezas ainda maiores, principalmente no setor bancário<sup>96</sup>. Depósitos em euros passaram a ser transferidos dos bancos irlandeses para outras instituições financeiras europeias, em função do medo que os agentes tinham de uma conversão para a antiga libra irlandesa, fatalmente desvalorizando seus patrimônios. No intuito de conter o caos a UE pressionou a Irlanda para recorrer a um pacote bilionário fornecido pela própria UE e também pelo FMI, o que acabou ocorrendo no final de 2010.

Meses mais tarde foi a vez de Portugal ser alvo dos credores/especuladores internacionais, como muitos acreditavam que aconteceria desde a crise da Grécia. A elevação das taxas de juros dos títulos portugueses e a ameaça de que a crise poderia atingir a economia espanhola fizeram com que a UE também fornecesse a Portugal um pacote financeiro.

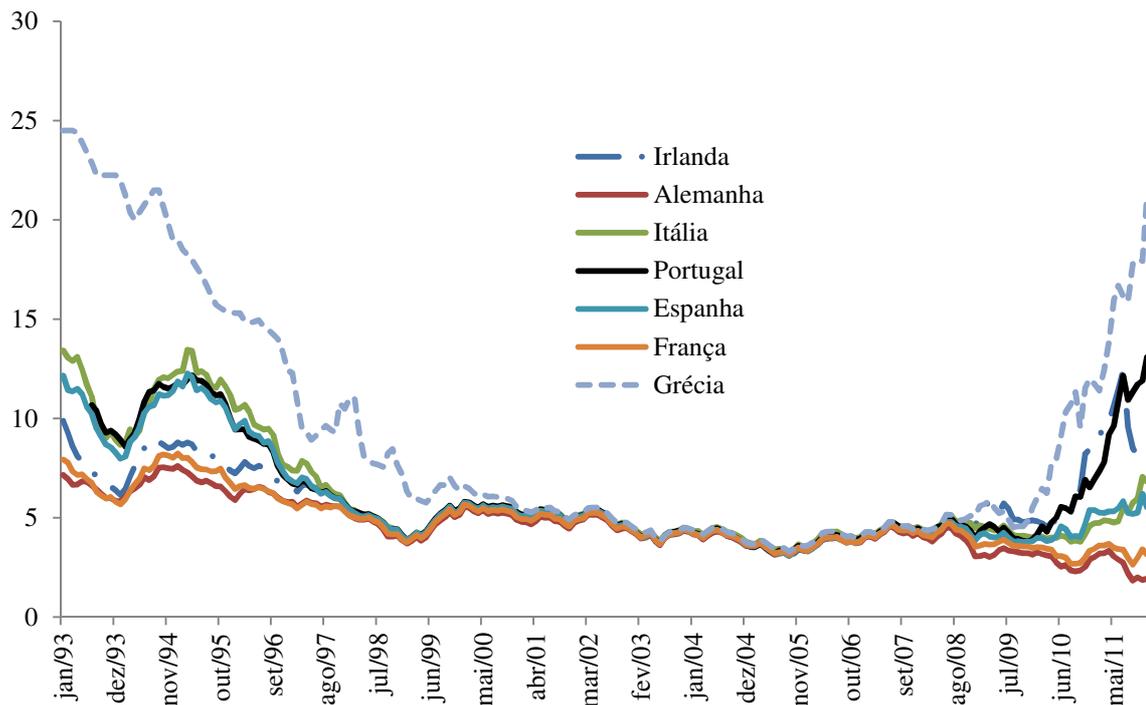
O grande problema destes pacotes de socorro é que em todos os casos os mesmos só são fornecidos após a garantia de que serão adotadas medidas fiscais restritivas, como corte de gastos e elevação nos impostos. Interessante é que (como já foi visto neste trabalho) estas medidas não serão eficazes para a recuperação econômica dos países, muito pelo contrário. Possivelmente essas medidas levarão ao aumento do desemprego, queda na renda, queda no consumo e conseqüentemente queda no produto. Além disso, é possível que nem mesmo os déficits sejam zerados através destas políticas. Na realidade, a estrutura dos pacotes financeiros sugere, assim como defendem Papadimitriou, Wray e Nersisyan (2010), que quem está sendo resgatado não são as economias soberanas, mas sim os bancos que possuem em suas carteiras títulos de dívida destes países. Este socorro às instituições financeiras acaba acentuando o problema do risco moral.

Através da figura 11 é possível perceber o rápido processo de convergência nas taxas de juros dos países da zona do euro a partir de 1993 até o início da crise financeira de 2008. Com a crise recente as taxas iniciaram um processo de divergência ainda mais rápido, que ganhou força a partir da deterioração da crise grega. Atualmente, mesmo com os pacotes de socorro a Grécia, Irlanda e Portugal, o *spread* entre as taxas de juros dos títulos de 10 anos da Alemanha para outros países da zona do euro estão bastante elevados. Enquanto os títulos alemães de 10 anos são negociados por uma taxa de juros de 1,94%, os títulos gregos são negociados por 34,19%, os irlandeses por 6,09%, os italianos por 5,70% e os espanhóis por 4,98%<sup>97</sup>.

---

<sup>96</sup> Sobre ataques especulativos em uma união monetária, ver Dooley (1998).

<sup>97</sup> Dados do site da Bloomberg no dia 3 de fevereiro de 2012.



**Figura 11** – Taxas de juros dos títulos de 10 anos de países selecionados – jan/1993 a dez/2011.

**Fonte:** *European Central Bank*. Elaboração própria.

Para Paul Krugman (2011a) quatro são os possíveis cenários para superação da crise europeia: *toughing it out*, reestruturação das dívidas, saída Argentina e revisão do europeísmo.

No primeiro cenário, as economias europeias em crise garantiriam aos credores estarem dispostas a enfrentar momentos difíceis, como recessões e altas taxas de desemprego para evitar qualquer tipo de *default* ou até mesmo desvalorizações cambiais (no caso do abandono do euro). Politicamente este é um cenário extremamente delicado, visto que gera grandes pressões da população.

Com relação à reestruturação das dívidas, este é o cenário que o mercado espera que ocorra, pelo menos com Grécia e Irlanda (Krugman, 2011a). Neste caso os governos negociam com os credores a redução de suas dívidas, através do *default* em uma determinada parcela. No caso grego, mesmo que o governo renuncie ao pagamento da totalidade da sua dívida, ainda assim teria que cortar gastos e elevar impostos para reequilibrar o seu orçamento (Krugman, 2011a), o que de certa forma o levaria ao cenário um. De certa forma, o recente pacote de socorro grego pode ser considerado com um *default* na dívida, já que a dívida foi reestruturada, através da redução das taxas de juros dos títulos, visando à facilitação de sua quitação.

O terceiro cenário se refere a estratégia adotada pela Argentina<sup>98</sup> na superação da crise cambial em 2002. Além de abandonar a conversibilidade do peso em dólar, o governo argentino suspendeu o pagamento de sua dívida externa, que mais tarde seria renegociada por 35% do seu valor original. Esse processo levou a desvalorização do peso (superior a 60%) estimulando as exportações e reduzindo as importações. É claro que a decisão de um país europeu em abandonar o euro é impensável, mas também era impensável o fim da conversibilidade entre pesos e dólares na Argentina. Aqui Krugman parece menosprezar uma diferença significativa entre a situação da Argentina nos anos 2000 e a situação atual da Europa. O abandono do euro por um país europeu traria não apenas consequências para o país “desertor” como para toda a União Europeia. Supondo que a Grécia se retirasse (mesmo que momentaneamente) da zona do euro, qual seria a percepção dos investidores quanto ao futuro da Irlanda e de Portugal na zona do euro? Possivelmente os ataques especulativos contra esses países se intensificariam, minando possivelmente a manutenção da União Monetária Europeia.

O quarto e último cenário parece ser o menos traumático. Neste caso, a Europa passaria por um processo maior de federalização. A proposta de criação de títulos emitidos por uma agência europeia, os *E-bonds*<sup>99</sup>, garantidos pela União Europeia como um todo, seria um passo significativo para impedir a continuidade de ciclos de queda de confiança e elevação nas taxas de juros. O problema nesse caso é a aceitação por países com economias sólidas como a Alemanha, em aceitar o risco de assumir dívidas de outros países europeus. Os alemães acreditam que a UE não pode ser um mecanismo rotineiro de transferência de ajuda dos países mais ricos para os mais pobres.

Já autores como Bordo e James (2008) levantam inclusive a possibilidade de que assimetrias regionais possam reacender divisões históricas entre os países, o que seria um retrocesso gigantesco para a UE.

O que parece claro é que uma melhor coordenação de políticas fiscais é um elemento crucial para o sucesso do euro. Países que se utilizam da mesma moeda não podem ter sistemas tributários distintos (como a Irlanda tem na UE) nem condições econômicas muito díspares. A integração política é condição fundamental neste processo. Não é possível imaginar uma integração monetária e fiscal sem uma integração política eficaz. Os países

---

<sup>98</sup> Sobre a estratégia argentina de abandonar a conversibilidade do peso em dólar, ver também Sardoni e Wray (2007).

<sup>99</sup> Vale lembrar que recentemente (5 de setembro de 2011) a agência de *ratings Standard & Poor's* divulgou que caso sejam lançados títulos garantidos pela UME, a classificação destes títulos será baseada na menor classificação entre os países membros, no caso, CC (classificação atual dos títulos gregos). Com isso, a criação deste instrumento parece pouco provável.

membros da UE precisam estabelecer metas comuns, caso contrário permanecerão com taxas de crescimento bem inferiores a média mundial. O envelhecimento de sua população torna o desafio ainda maior<sup>100</sup>.

Outro ponto importante de ser destacado com relação à crise europeia é importância da autonomia monetária e fiscal, principalmente em períodos de desaceleração econômica. O caso da Espanha é emblemático nesse sentido<sup>101</sup>. Mesmo com uma taxa de desemprego superior a 20%, o país acaba sendo obrigado a absorver uma gradual elevação nas taxas de juros (pelo Banco Central Europeu)<sup>102</sup>, reduzindo as chances de uma rápida recuperação econômica. Além disso, os pacotes de socorro recentes minam ainda mais a capacidade do país em adotar políticas visando o crescimento econômico.

Essa limitação na adoção de políticas contracíclicas nos países do euro é muito semelhante a enfrentada pelos países do padrão ouro na década de 1930. Na tentativa de defender o padrão monetário, as economias mergulharam em profundas depressões, dando margem a pressões sociais e políticas que acabaram por desencadear a Segunda Guerra Mundial em 1939.

Independente das restrições, os países precisam priorizar o crescimento econômico, pois sem ele, dificilmente conseguirão equilibrar as contas públicas. O erro em reconhecer esse fato ameaça o futuro de todos.

Para Papadimitriou, Wray e Nersisyan (2010), a diferença fundamental entre países com capacidade de emitir a própria moeda e aqueles que não possuem tal autonomia (como por exemplo, os países da zona do euro) é que os primeiros jamais poderão estar em uma situação *Ponzi* de financiamento, pois sempre terão a opção de emitir moeda para quitar seus compromissos. Já os países no segundo grupo não têm esta opção, ficando sujeitos então, a trajetórias insustentáveis.

Feita essa construção teórica sobre o tema, na próxima seção discutem-se as perspectivas para o futuro, analisando a evolução nas trajetórias de endividamento de alguns países como EUA, Brasil, Grécia, Irlanda, Portugal, assim como o papel que as instituições multilaterais, em particular o FMI, podem desempenhar no sentido de reduzir instabilidades intrínsecas ao sistema.

---

<sup>100</sup> Sobre o impacto do envelhecimento populacional nas contas públicas, ver Eichengreen et al. (2011).

<sup>101</sup> A elevação nas taxas de juros foram justificadas pelo aumento das pressões inflacionárias. Para Krugman (2011g), a busca obstinada do Banco Central Europeu no controle inflacionário pode levar ao fim do euro.

<sup>102</sup> No dia 3 de novembro de 2011 o Banco Central Europeu, preocupado com o agravamento da crise na zona do euro, optou por reverter esta política, cortando a taxa básica de juros para 1,25% ao ano. No dia 8 de dezembro o BCE voltou a cortar a taxa básica em 0,25 ponto percentual.

#### 4.4 Perspectivas para o futuro e o papel dos órgãos multilaterais

Até aqui foi visto que o endividamento público é um importante instrumento a ser utilizado em períodos de crise econômica, atuando no sentido de estimular a demanda efetiva e impedir que contrações econômicas momentâneas se transformem em depressões. Diferentemente da visão tradicional que defende a redução do endividamento público para níveis “toleráveis” visando reduzir a fragilidade financeira, Keynes e Minsky mostram que os estímulos públicos devem ser utilizados para interromper ciclos deflacionários que ameacem a manutenção do produto e do nível de empregos. Sob a ótica da hierarquia das moedas, fica evidente que o sistema monetário atual é extremamente assimétrico e impõe aos países periféricos riscos superiores aos enfrentados pelos países com moedas conversíveis. Com relação as uniões monetárias, vimos que muitos são os riscos associados a este tipo de estratégia, tendo, alguns deles, se tornado bastante evidentes com o início da crise na Grécia no final de 2009. O contágio da crise europeia para países como Irlanda, Portugal e recentemente até para Itália, evidenciam ainda que, mesmo o euro sendo uma moeda conversível, a incapacidade da maioria dos seus membros de se utilizar de políticas contracíclicas ameaça a recuperação econômica e os expõem à crises de dívida. A Espanha é um bom exemplo de como uniões monetárias podem gerar políticas incompatíveis com as necessidades domésticas, na medida em que mesmo com uma taxa de desemprego superior a 20%, o país precisa enfrentar a elevação das taxas de juros por parte do Banco Central Europeu, minando sua capacidade de recuperação econômica. Mais grave ainda parece ser a elaboração de pacotes de austeridade fiscais na tentativa de evitar o *default* de suas dívidas, como acontece também na Grécia e em Portugal.

Sendo assim, nesta seção final, será analisado de forma empírica a evolução nas trajetórias de endividamento de alguns países, buscando, em conjunto com a análise teórica construída até aqui, traçar um cenário para o crescimento destas economias no médio/longo prazo. Além disso, será feita uma discussão sobre o papel de órgãos multilaterais no auxílio de países com dificuldades de financiamento.

##### 4.4.1 Endividamento dos países avançados: Perspectivas

Com o estouro da crise financeira no final dos anos 2000, os níveis de endividamento público dos países avançados subiram de forma dramática e devem continuar subindo nos próximos anos. Atualmente, os níveis de endividamento já são os maiores em tempos de paz.

Para complicar ainda mais a situação, o aumento no endividamento tem se dado paralelamente ao aumento de despesas relacionadas ao envelhecimento das populações. Essa mudança no perfil demográfico faz com que a proporção entre trabalhadores ativos e inativos se torne cada vez menor.

Mesmo assim, considerando algumas das principais economias do mundo como EUA, Japão, Alemanha e Inglaterra, as taxas de juros dos títulos públicos têm caído e permanecido em patamares extremamente baixos, barateando o financiamento da dívida. Para Galbraith (2011) a taxa de juros é a principal variável para o entendimento da sustentabilidade ou não de determinado nível de endividamento. Este autor defende que se a taxa de juros real da dívida pública for superior a taxa de crescimento real do produto, então a dívida terá uma dinâmica explosiva, se tornando insustentável, já que a dívida crescerá sempre mais do que o produto. Krugman (2011e) também defende que a taxa de juros real é central no entendimento da sustentabilidade das dívidas, citando como exemplo a erosão real das dívidas públicas após a Segunda Guerra.

Essa lógica é aceita também por Cecchetti, Mohanty e Zampolli (2010) que defendem que a dívida explodirá na existência de um *gap* positivo entre a taxa de juros real e o crescimento real do produto, na ausência de um superávit primário suficientemente grande. Para estes autores, o que preocupa é que para alguns países, as taxas de juros reais iniciaram uma trajetória de alta a partir de 2009, trajetória essa que se intensifica com a reversão nas políticas monetárias do BCE e dos ataques especulativos. Ainda com relação à taxa de juros real, Galbraith mostra que no caso dos EUA, diferentemente do que muitos economistas acreditam ser possível, a rentabilidade real da dívida pública foi negativa em metade dos 36 anos entre 1945 e 1980. Outro aspecto relevante se refere ao cuidado na adoção de medidas fiscais restritivas em um período de recuperação econômica incipiente, como estamos observando na maioria destes países.

De fato a taxa de juros é uma variável determinante no estudo sobre endividamento, seja público ou privado. Caso haja desconfiança quanto à capacidade (ou interesse) de determinado país no pagamento de sua dívida, é natural que os compradores de títulos deste país (ou empresa) exijam uma remuneração maior capaz de compensar pelo aumento na percepção de risco. Quanto maior a dívida, maior será o impacto da elevação das taxas de juros sobre o seu orçamento. O caso japonês ilustra bem este risco. Com uma dívida pública próxima a 200% do PIB, suponha que a taxa de juros média desta dívida seja de 2%. Com isso, as despesas relacionadas ao pagamento de juros desta dívida serão de 4% do PIB ao ano. Caso ocorra uma elevação na taxa de juros destes títulos para 6% ao ano, o custo de

financiamento desta dívida saltará para 12% do PIB, comprometendo de forma significativa a capacidade de pagamento da mesma. Ainda que neste caso específico a variação da taxa de juros não gere risco de solvência (já que quase a totalidade da dívida japonesa está atrelada a sua própria moeda), ainda sim as finanças públicas serão comprometidas, já que o governo será “obrigado” a redirecionar mais recursos para pagamento de juros. No caso de países com dívida em moeda estrangeira a situação é ainda mais crítica, posto que a capacidade de pagamento das dívidas pode ser seriamente afetada. Desta forma, ainda que o endividamento público não seja, *per se*, prejudicial ao crescimento econômico, estoques elevados de dívida pública podem expor os países a ataques especulativos capazes de comprometer seus orçamentos e suas estratégias de investimento, forçando-os, eventualmente, a redirecionar recursos produtivos para o pagamento de despesas financeiras, comprometendo com isso, o crescimento de longo prazo.

Preocupado com a tendência de elevação na taxa de juros de alguns países avançados, Cecchetti, Mohanty e Zampolli (2010) traçam então algumas projeções<sup>103</sup> a respeito das trajetórias de crescimento no endividamento público e, baseados nos resultados encontrados, questionam qual o esforço será necessário para retornar aos níveis de endividamento observados antes da crise recente. Evidentemente, a necessidade de direcionar parte da renda gerada internamente para honrar os serviços da dívida é prejudicial, pois impede que esta renda seja direcionada para investimentos produtivos, como investimentos em infraestrutura, por exemplo. Para estes autores, ainda mais preocupante do que o aumento no endividamento público nestes países é a tendência de crescimento da proporção de pagamentos de juros sobre o PIB<sup>104</sup> (conforme discutido anteriormente), o que poderia forçar os governos a realocar recursos produtivos para quitar obrigações financeiras.

Tanto Cecchetti, Mohanty e Zampolli (2010), como Galbraith (2011) concordam que existe o risco de que níveis elevados de endividamento possam levar à inflação. Os primeiros argumentam que na impossibilidade de emitir dívida, os governantes seriam obrigados a recorrer a monetização, o que, de acordo com a teoria quantitativa da moeda, seria inflacionário. A possibilidade de que os governos possam recorrer a esta estratégia impacta nas expectativas atuais dos investidores, fazendo com que os mesmos exijam uma

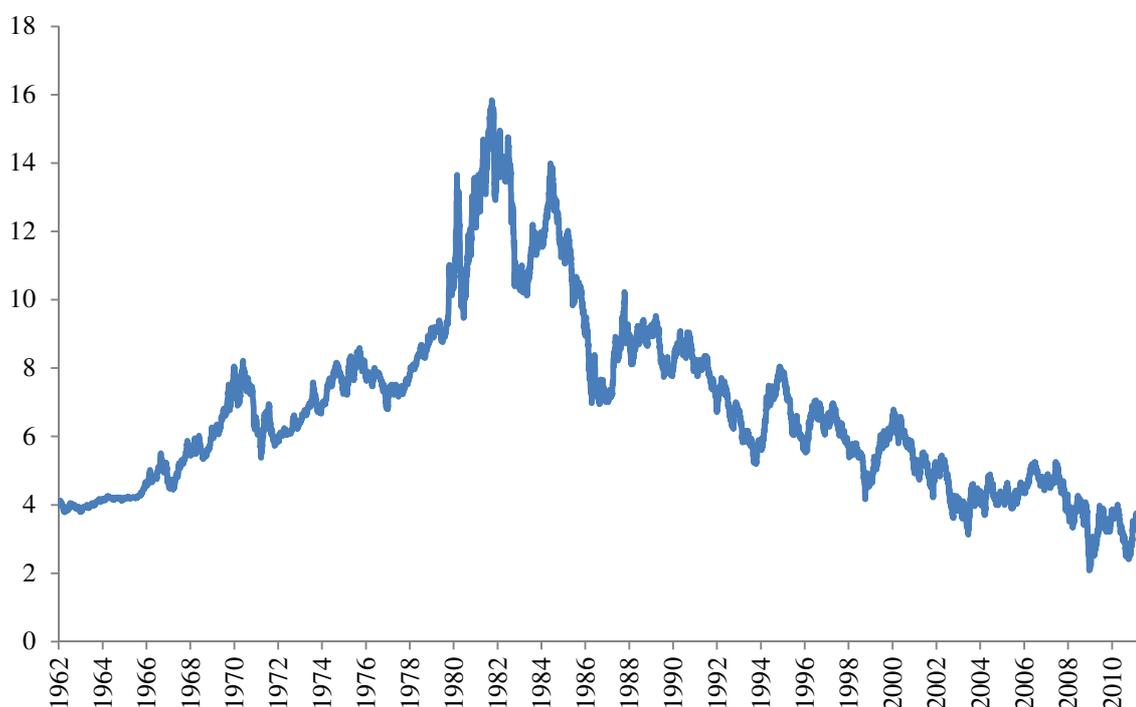
---

<sup>103</sup> Os autores definem três cenários: o cenário base (sem ajustes); o cenário considerando um pequeno ajuste fiscal e um cenário com pequenos ajustes fiscais e considerando constantes as despesas relacionadas ao envelhecimento da população. Considerando o cenário base, os autores argumentam que no ano de 2040 o endividamento público explodirá, chegando a 300% do PIB na Alemanha, 400% na França, 250% na Itália, 600% no Japão, 450% nos EUA e 500% no Reino Unido, por exemplo.

<sup>104</sup> Para o Reino Unido as projeções indicam que aproximadamente 25% do PIB terá que ser direcionado para o pagamento de juros, proporção esta próxima a encontrada para Bélgica e Grécia.

remuneração superior para carregar títulos de dívida pública. Juros maiores alimentariam o ciclo vicioso entre a necessidade de monetizar e a elevação nos juros, podendo dar início a um processo de inflação descontrolado. Galbraith por sua vez, argumenta (para o caso americano) que a inflação não é um risco plausível enquanto a economia estiver convivendo com uma taxa de desemprego próxima a 9%. Além disso, o autor argumenta que a possibilidade de que os investidores decidam vender títulos da dívida pública americana (elevando sua taxa de juros) para investir em títulos de outros países, como a Itália, por exemplo, não deve ser considerada factível.

No caso dos EUA, a briga política em torno da elevação ou não do limite de endividamento público mostrou que os interesses políticos podem se sobrepor a lógica econômica, ameaçando a economia americana e mundial. O fato de que o aumento no teto da dívida só foi possível através da barganha republicana de cortes de gastos, ameaça a já cambaleante recuperação da maior economia do mundo. Ainda sim, mesmo com todas estas incertezas, os papéis de dívida americana seguem sendo negociados com taxas de juros historicamente baixas, como podemos visualizar na figura 12.



**Figura 12** – EUA - Taxa de juros dos títulos de 10 anos.

**Fonte:** *Federal Reserve de St. Louis*. Elaboração própria.

Com uma taxa de juros extremamente baixa e com a dívida toda atrelada a sua própria moeda, é difícil de imaginar que a dívida americana não será paga. No caso americano

o que preocupa é foco nos déficits públicos. Krugman (2011d) mostra que a recuperação econômica não terá solidez caso o governo desista de políticas fiscais expansionistas, já que o consumo das famílias está limitado em função do montante de dívidas acumulado nos últimos anos, o que impede uma forte recuperação da demanda privada. Além disso, como a demanda está estagnada, os produtores optam por reduzir e adiar os investimentos, pressionando ainda mais a economia.

No caso da Europa a situação é ainda mais delicada. A falta de coordenação política dificulta a visualização de uma recuperação econômica mais vigorosa. Além disso, a elevação recente nas taxas de juros de diversas economias europeias aumenta o custo do pagamento das obrigações financeiras, diminuindo a renda disponível para investimentos. Sem crescimento econômico e com elevação das taxas de juros, é possível que algumas economias europeias acabem optando pela reestruturação de suas dívidas, ameaçando a sustentabilidade do euro.

Feita a análise sobre as perspectivas do endividamento público nos países avançados, o trabalho parte agora para a análise da situação nos países emergentes.

#### 4.4.2 Endividamento dos países emergentes: Perspectivas

Inicialmente é interessante comparar a evolução nos níveis de endividamento público entre países emergentes e avançados nos últimos anos, conforme a figura 13.

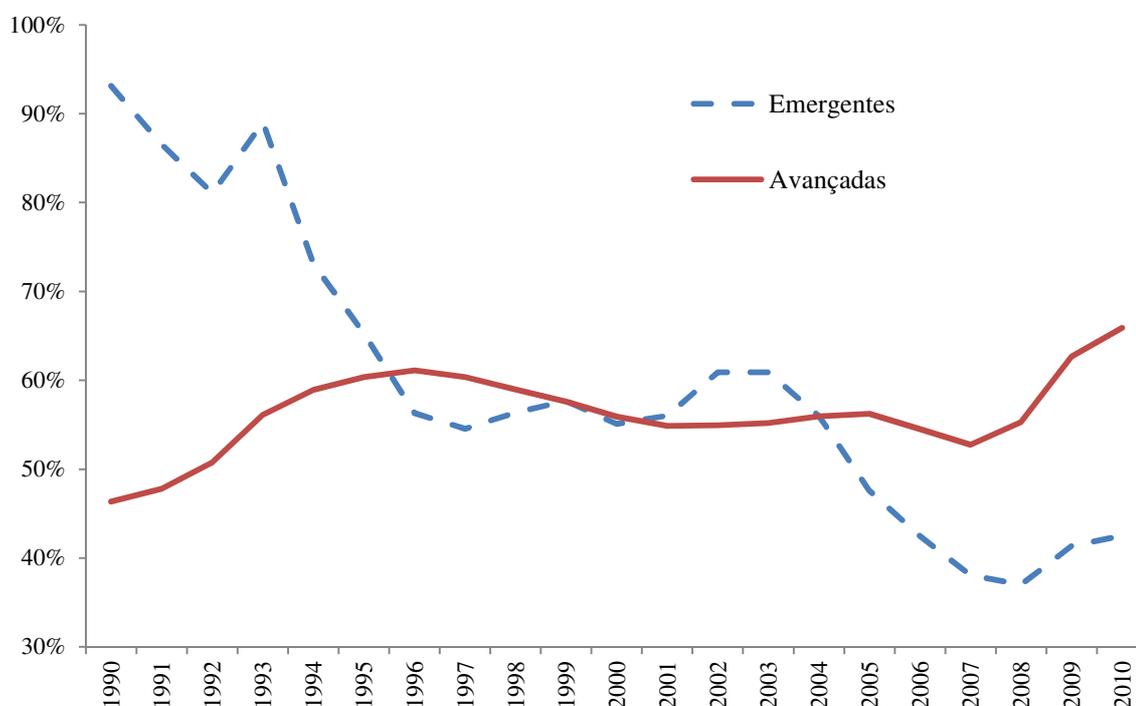
Por este gráfico fica clara a tendência de crescimento no endividamento dos países avançados, principalmente a partir da crise de 2007, enquanto os emergentes mantêm suas dívidas em um patamar relativamente estável desde 2006.

Nos anos 2000 os países emergentes desfrutaram de uma conjuntura extremamente favorável, com sólidos fundamentos macroeconômicos internamente e ambiente internacional benigno. Com isso, muitos países aproveitaram para redefinir a estrutura de seus passivos, reduzindo a vulnerabilidade à choques externos.

Com relação ao controle das contas públicas, os emergentes, principalmente na América Latina, conseguiram resultados positivos, reforçando a confiança dos investidores de que estariam aptos a adotar políticas contracíclicas caso fosse necessário, como de fato se verificou a partir de 2008 (Anderson, Silva, Velandia-Rubiano, 2010). A melhora das contas públicas combinada com taxas de inflação baixas permitiu o relaxamento da política monetária, reduzindo gradualmente a proporção entre dívida pública e PIB.

A melhora do desempenho do setor externo foi um determinante importante na redução da vulnerabilidade doméstica. A dívida externa como proporção das exportações

iniciou uma forte trajetória descendente a partir dos anos 2000 em diversas regiões do mundo, como na América Latina, Leste da Ásia e Pacífico e Oriente Médio e norte da África, por exemplo<sup>105</sup>. Paralelamente a redução da dívida externa, ocorreu um processo de acumulação de reservas por parte de alguns países emergentes, entre eles o Brasil e a China. Mais concentrado no continente asiático, esse movimento de acúmulo de reservas (basicamente em dólares) se deve, de acordo com Skidelsky (2010) a duas razões: primeiro para se proteger quanto a eventuais fugas de capitais que caracterizaram os emergentes na década de 1990 evitando assim as condições humilhantes associadas aos pacotes de socorro do FMI; e segundo para estimular as exportações, já que as reservas permitem a manutenção de uma taxa de câmbio desvalorizada, criando condições para o *export-led growth*.



**Figura 13** – Evolução da dívida pública nas economias avançadas e emergentes – 1990 a 2010.

**Fonte:** www.reinhartandrogoff.com. Elaboração própria.

Importante destacar que mesmo com todo o ambiente favorável ao crescimento e a melhora nas contas públicas, Anderson, Silva, Velandia-Rubiano (2010) notam que muitos países acabaram não aproveitando esse bom momento da economia mundial para fortalecerem suas finanças.

<sup>105</sup> Para mais detalhes ver Anderson, Silva e Velandia-Rubiano (2010).

Em 2007, as Nações Unidas divulgaram um relatório<sup>106</sup> onde mostram que uma das principais estratégias dos países emergentes, nos últimos anos, com relação à modificação no perfil do endividamento público diz respeito a crescente substituição de dívida externa por dívida doméstica<sup>107</sup>. Vale destacar que os autores utilizam a mesma definição de dívida doméstica e externa utilizada por Reinhart e Rogoff (2009b) que apenas classifica a origem dos credores<sup>108</sup>, desconsiderando elementos importantes como a moeda a qual estas obrigações estão atreladas, que segundo o relatório, são as principais causas de vulnerabilidades na administração da dívida pública. Ainda com relação à dívida externa é importante destacar um relatório da UNCTAD (2011) que mostra que entre 1998 e 2009 a dívida externa de longo prazo das corporações (dos países em desenvolvimento) cresceu exponencialmente, saltando de 450 bilhões de dólares para 1,3 trilhão de dólares no período. Além disso, as dívidas externas privadas de curto prazo saltaram de 390 bilhões de dólares em 1998 para 750 bilhões de dólares em 2009, o que pode ser um fator de risco na eventualidade de choques cambiais. Porém, mesmo considerando o salto da dívida externa privada, o relatório mostra que o endividamento externo como proporção do PIB nos países em desenvolvimento (como grupo) recuou aproximadamente vinte pontos percentuais no período entre 1998 e 2009.

Hanson (2007) argumenta que o crescimento da dívida doméstica reflete a interação entre três fatores de oferta e um fator de demanda. O primeiro fator relacionado à oferta diz respeito ao impacto das crises financeiras da década de 1990. O autor observa que o aumento do endividamento doméstico foi maior nos países afetados por crises financeiras e se deve principalmente a recapitalização dos sistemas bancários. O segundo fator diz respeito ao crescimento da dívida dos bancos centrais. Essa estratégia foi utilizada por alguns bancos centrais em países onde o mercado de dívida pública não era suficientemente grande para permitir a utilização da política monetária. Quando os bancos centrais buscavam elevar as taxas de juros, eles vendiam títulos para os bancos e demais instituições financeiras, como fundos de pensão. O terceiro e último elemento associado a oferta diz respeito ao aumento na atratividade de emissão da dívida doméstica. Essa atratividade pode ser explicada, entre outros fatores, pela percepção dos riscos associados à emissão de dívida externa, redução da inflação doméstica e desenvolvimento dos mercados de dívida pública locais.

---

<sup>106</sup> *Recent Development in External Debt. Report of the Secretary-General.* Julho de 2007

<sup>107</sup> Vale destacar que aqui, o conceito de dívida externa e doméstica se refere ao local onde a dívida foi emitida, independente da moeda de referência e dos credores.

<sup>108</sup> Como, usualmente, os credores são os responsáveis por definir os termos do contrato, o mesmo fica sujeito à jurisdição internacional.

Pelo lado da demanda, o crescimento da dívida doméstica pode ser creditado ao aumento da demanda por parte dos fundos de pensão e de investimentos, e pelo maior interesse dos investidores não residentes, basicamente em função da maior estabilidade macroeconômica, elevado nível de reservas estrangeiras, possibilidade de apreciação cambial e altas taxas de juros dos países emergentes.

No caso brasileiro, a gestão da dívida pública tem apresentado importantes melhorias nos últimos anos. O Brasil aproveitou o bom momento da economia mundial nos anos 2000 para melhorar o perfil de sua dívida, reduzindo a proporção de títulos atrelados ao câmbio e a Selic e ampliando a proporção de títulos atrelados a índices de inflação e taxas pré-fixadas, como podemos observar na figura 14. Enquanto os títulos com taxas flutuantes e vinculados a taxa de câmbio correspondiam por aproximadamente 80% do total em 2004, hoje em dia correspondem a menos da metade.

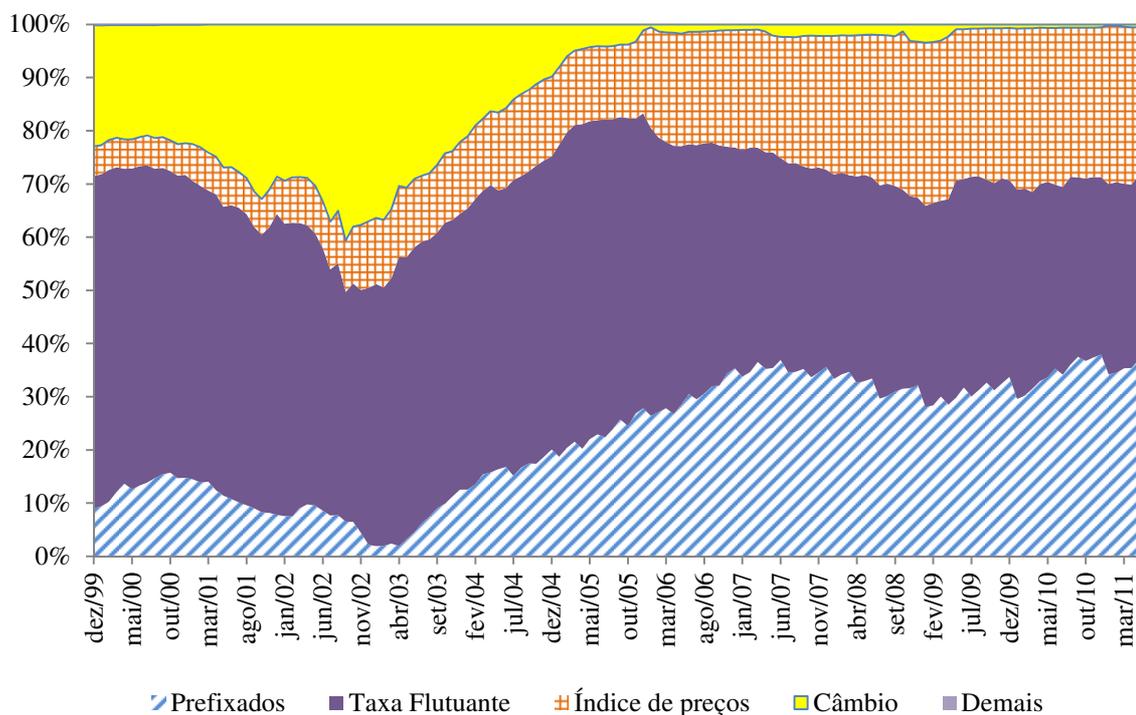
Como visto neste trabalho, a redução do estoque de dívida atrelada ao câmbio é positiva porque reduz a vulnerabilidade à fugas de capitais e conseqüentemente à crises cambiais. Além disso, a redução no percentual de dívida atrelada a SELIC amplia o espaço da política monetária, visto que elevações nos juros não terão um impacto tão grande na contas públicas do país. Com relação aos títulos atrelados a índices de inflação, estes são uma fonte importante de diversificação, tanto para o governo como para os investidores e, na medida em que eliminam o risco inflacionário, permitem que as taxas de juros sejam menores. O crescimento, no Brasil, do mercado para este tipo de dívida é bastante marcante, sendo o país o quinto maior mercado do mundo, atrás apenas de EUA, Reino Unido, França e Itália.

Por outro lado, a dívida brasileira ainda apresenta uma série de componentes preocupantes, como o prazo médio de vencimento. Mesmo com a significativa melhora nos anos 2000, o prazo médio do estoque de títulos prefixados é pouco superior a 15 meses, como podemos observar na figura 15. Ainda que o prazo médio permaneça abaixo do observado em países avançados, é importante ressaltar que a evolução tem sido significativa. Em 2003, o prazo médio do estoque era inferior a 3 meses (Silva, Carvalho e Garrido *in* Silva, Carvalho e Medeiros, 2009).

Ainda de acordo com a figura 15, é possível observar que com relação aos títulos pós fixados a situação é mais favorável, sendo o prazo médio do estoque superior a 30 meses.

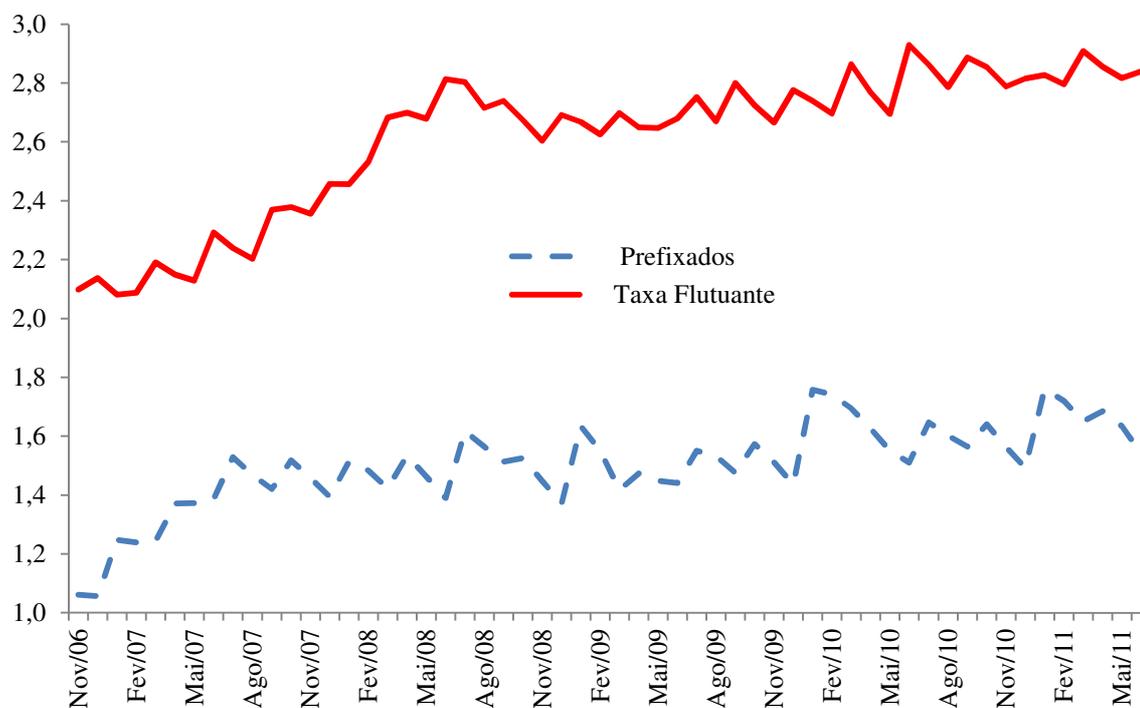
Parte da diferença entre o prazo médio do estoque entre os títulos pré e pós fixados se deve ao risco. Na eventualidade de choques inflacionários, os títulos pré-fixados perdem valor, já que em termos reais seus retornos serão menores, por isso, quanto maior o prazo de um título pré-fixado, maior a sua vulnerabilidade à variações na inflação. É por isso que os

títulos atrelados a índices de preços e ao câmbio têm prazos superiores, conforme mostra a figura 16.



**Figura 14** – Brasil: Composição da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna(DPFMI) em poder do público por indexador (por exposição – após swap) – dez/99 a jun/11.

**Fonte:** Tesouro Nacional. Elaboração própria.

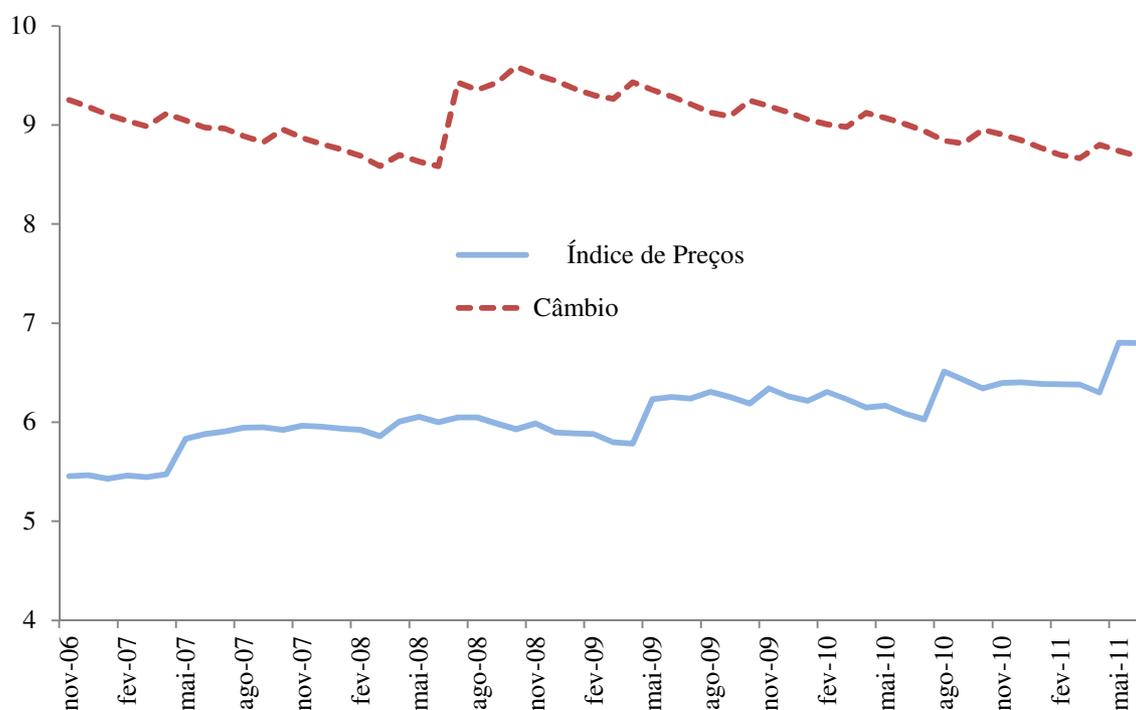


**Figura 15** – Brasil: Prazo médio (em anos) da DPF por indexador – nov/06 a jun/11.

**Fonte:** Tesouro Nacional. Elaboração própria.

O prazo dos estoques é importante na medida em que quanto maior o prazo, menor a necessidade de rolagem da dívida no curto prazo. Sem necessidade de rolar a dívida com urgência, o país pode escolher o melhor momento para obter crédito, pagando a menor taxa de juros possível.

Uma das principais vantagens dos títulos brasileiros com relação aos títulos de outros emergentes é a sua liquidez. Em 2008, os títulos brasileiros ocuparam o primeiro lugar no ranking de volumes negociados, tanto no mercado doméstico como internacional. A elevada liquidez permite que a precificação dos títulos seja mais precisa, reduzindo o seu risco. Com risco menor, o prêmio demandado pelos investidores cai, reduzindo também as taxas de juros.



**Figura 16** – Brasil: Prazo médio (em anos) da DPF dos títulos atrelados ao câmbio a aos índices de preço – nov/06 a jun/11.

**Fonte:** Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Assim como outros países emergentes, o Brasil aproveitou o bom momento econômico para ampliar a proporção entre dívida interna e externa. Em dezembro de 2008, a dívida interna já correspondia a 91% da dívida pública federal.

Outro aspecto importante na estratégia brasileira (e também de países como Rússia, China e Índia) se refere ao acúmulo de reservas, basicamente atreladas ao dólar. Atualmente, as reservas brasileiras são superiores a 350 bilhões de dólares<sup>109</sup>, sendo o país, credor internacional. No final de 2008, os países do BRIC detinham dois terços do total das reservas

<sup>109</sup> De acordo com o relatório do BACEN do dia 26 de outubro de 2011.

dos países em desenvolvimento (*United Nations*, 2009). Ainda que a acumulação de reservas funcione como uma importante forma de defesa à eventuais choques, elas têm um custo bastante elevado, medido pelo diferencial de juros entre os títulos emitidos para a compra das reservas e a remuneração dos títulos das reservas.

Utilizando o arcabouço teórico apresentado neste trabalho é possível afirmar que o caso brasileiro é, de maneira geral, bastante benigno, principalmente se comparado a situação do país no final da década de 1990. Por outro lado, o crescimento constante das despesas públicas (muitas vezes empregadas de forma ineficiente) pressiona negativamente as finanças do país, impedindo uma melhora ainda mais significativa na sua trajetória fiscal.

Feita essa análise sobre as perspectivas para os endividamentos soberanos, parte-se agora para a seção final deste trabalho, onde são abordados os papéis de órgãos multilaterais e agências de risco no acompanhamento de dívidas soberanas.

#### 4.4.3 O papel dos órgãos multilaterais e das agências de risco

Usualmente, os órgãos multilaterais envolvidos mais diretamente com dívidas soberanas são o FMI e o Banco Mundial. O primeiro, especialmente, foi muito criticado pela forma com que abordou as crises de dívida da década de 1980 e 1990, onde através de medidas conhecidas como “Consenso de Washington” impôs aos países devedores uma série de medidas de austeridade fiscal e liberalização econômica. Para muitos economistas, estas medidas retardaram a recuperação econômica dos países, além de gerar fortes conflitos sociais em muitos deles. Raghuram Rajan<sup>110</sup> (2005) destaca que o FMI é um órgão encarregado basicamente de três atividades: fiscalização, prevenção e resolução de crises, e assistência técnica.

Com relação à primeira atribuição do órgão, pode-se dizer que o FMI costuma acompanhar de perto as finanças dos países, principalmente emergentes, com o intuito de verificar se as “melhores práticas” estão sendo utilizadas. Com relação aos países desenvolvidos, o Fundo não costuma ser um grande crítico, já que sua estrutura política impede uma avaliação imparcial destas economias, mesmo que autores como Rajan (2005) defendam o contrário. Na prática, desde a sua criação no final da Segunda Guerra Mundial, a estrutura do FMI se manteve praticamente inalterada, sendo a instituição completamente controlada por países desenvolvidos, detentores da maior parte das quotas do Fundo. Em

---

<sup>110</sup> Importante destacar que Rajan já foi economista chefe do FMI.

função desta assimetria, muitos acreditam que o órgão atua no sentido único de defender interesses das grandes potências econômicas, não sendo eficaz para auxiliar economias em dificuldade.

Com relação à resolução de crises, usualmente o FMI funciona como um grande financiador, provendo pacotes financeiros expressivos, capazes de aliviar as pressões econômicas de um país. É justamente neste ponto que as críticas ao FMI se intensificam. Como o órgão é dominado pela ortodoxia econômica, geralmente estes pacotes de socorro estão vinculados a uma série de políticas de austeridade fiscal bastante rígidas, que dificultam a retomada do crescimento econômico, justamente quando o crescimento é mais necessário. Esta forma de socorro fica evidenciada nos pacotes aos países latino americanos nas décadas de 1980 e 1990 e, recentemente, nos pacotes de socorro a Grécia, Irlanda e Portugal. Interessante notar que em um relatório recente<sup>111</sup>, economistas do FMI reconheceram que medidas de austeridade fiscal são ineficientes para a retomada do crescimento econômico, colocando em xeque a “solução” tradicional para crises econômicas. Recentemente, a diretora-gerente do FMI, Christine Lagarde (2011), reconheceu que sem crescimento econômico não é possível haver consolidação fiscal, ponto já defendido por autores como Stiglitz (2010 e 2011), por exemplo. Com isso, reconheceu a necessidade de políticas fiscais expansionistas (pelo menos no curto prazo) mesmo em um cenário de dívidas públicas próximas a 100% do PIB em diversos países. Através da recomendação de medidas expansionistas no curto prazo e redução do déficit do longo prazo, Lagarde se juntou a economistas como Roubini (2011), Stiglitz (2010) e Spence (2011) que defendem a mesma estratégia.

Como no momento dos pacotes financeiros os países já se encontram em grandes dificuldades econômicas e, conseqüentemente, conflitos sociais, as medidas de austeridade costumam agravar ainda mais a situação. A luta frequente entre a população grega e a polícia local são um exemplo nítido deste conflito. Como visto neste trabalho, muitas vezes a forma mais eficiente de reequilibrar o controle das contas públicas é através do crescimento econômico, e não através do corte de gastos ou investimentos.

A terceira e última função do Fundo deve ser encarada dentro deste contexto. Como o FMI é dominado por uma ideologia liberal, onde o Estado não deve ser um agente essencial no crescimento econômico, sua assistência técnica defende medidas neste sentido, o que,

---

<sup>111</sup> Guajardo, Leigh, Pescatori (2011).

como pode ser visto em diversos episódios nas últimas duas décadas, não costuma gerar o melhor resultado para os países.

Dito isso, fica evidente que o Fundo precisa de reformas profundas. Inicialmente, é imprescindível que o FMI se torne uma instituição realmente global. Economias importantes como China e Brasil devem ter mais espaço dentro do órgão, trazendo uma visão diferente sobre políticas econômicas. Além disso, a associação entre pacotes financeiros e medidas de austeridade fiscal deve ser repensada, já que para muitos países esta estratégia tem se mostrado ineficaz, tanto em termos econômicos como sociais.

Ainda que o Banco Mundial tenha um papel diferente do FMI, ele também tem um papel importante na resolução de crises de dívida. Por estar focado principalmente na redução da pobreza, o BM costuma se envolver mais diretamente com países mais pobres, na sua maioria, africanos. Assim como o FMI, o Banco Mundial é defensor do “fundamentalismo institucional” (UNCTAD, 2009) já que defende a tese de que as dificuldades financeiras dos países emergentes decorrem de políticas e instituições domésticas frágeis. Assim, é natural que ambas as instituições defendam práticas semelhantes, baseadas no corte das despesas públicas e na manutenção de níveis baixos de endividamento. Porém, como demonstrado neste trabalho, a dívida pública é um importante instrumento de política econômica durante recessões, criando a demanda necessária para o retorno de uma trajetória de crescimento sustentável. De acordo com o relatório da UNCTAD (2009), é preciso ter a consciência de que as dificuldades de administração da dívida pública surgem, principalmente, da estrutura econômica baseada em poucos produtos (basicamente *commodities*) e com caráter cíclico bastante acentuado, além de uma estrutura financeira internacional assimétrica. Só assim as crises de dívida poderão ser mais bem compreendidas e, mais importante, enfrentadas. Neste mesmo relatório, a UNCTAD defende que o elemento mais importante na diferenciação entre diferentes dívidas públicas diz respeito a sua estrutura. Países com dívida em moeda estrangeira terão maiores dificuldades e poderão colocar a sua solvência em risco. Finalmente, a maturidade é outro elemento importante, visto que quanto menor a necessidade de financiamento de curto prazo, menor será a vulnerabilidade dos países a crises financeiras.

Sendo assim, a melhora das contas públicas passa por três processos: evitar o endividamento excessivo (dívidas devem ser criadas para financiar projetos onde a taxa de retorno é superior a taxa de juros), melhorar a gestão da dívida (ter dados completos e precisos sobre a condição financeira do país) e, finalmente, desenvolver novos instrumentos de dívida.

Com relação a este último processo, um dos instrumentos já criados, mas ainda pouco disseminado, se refere aos títulos de dívida indexados ao crescimento do PIB. Através destes instrumentos os juros dos títulos passam a ter o mesmo comportamento do PIB. Com isso, quando a economia está em forte crescimento, os juros serão maiores, mas a capacidade de pagamento também será maior. O mesmo é válido para períodos de recessão econômica, quando os juros caem, permitindo a manutenção do pagamento da dívida. A disseminação de instrumentos como este passa pelo esforço da comunidade internacional, principalmente através da construção e desenvolvimento de um mercado líquido o suficiente para permitir a precificação adequada destes títulos. Com um mercado líquido e diversificado, os investidores poderão comparar títulos de diversos países, diversificando as suas carteiras ao mesmo tempo em que permitem que os governos diversifiquem seus riscos.

Outro mecanismo importante para auxiliar na sustentabilidade das dívidas públicas, principalmente de países pobres, diz respeito às suspensões temporárias de pagamento. A UNCTAD defende este tipo de medida em função do seu baixo custo (bem inferior aos pacotes de socorro colocados em práticas pelas grandes economias) e pela oportunidade de recuperação econômica que dá as economias mais frágeis (*United Nations*, 2009).

Bancos regionais de desenvolvimento também têm tido um papel importante no financiamento de países. O Banco Interamericano de Desenvolvimento, por exemplo, possui linhas de crédito superiores a 6 bilhões de dólares para auxiliar países com problemas de liquidez.

Feita essa rápida análise sobre o papel das instituições multilaterais, parte-se agora para a discussão a respeito do papel das agências de *rating* na administração de dívidas públicas.

Com a crise recente no mercado de hipotecas americano, muitas agências de risco perderam credibilidade, já que, em sua maioria, definiam com altamente seguros títulos que acabaram se mostrando podres. Ainda assim, suas classificações seguem exercendo significativa influência na precificação de alguns ativos, inclusive dívidas soberanas.

Reinhart (2002), por exemplo, defende que os *ratings* de crédito têm impacto significativo nos *spreads* dos títulos soberanos, além de ter uma boa capacidade de prever crises de dívida. Quanto maior o *spread*, maior o juro que determinado país pagará (comparativamente a outro) no refinanciamento de suas dívidas. No caso das economias emergentes, como o seu acesso aos mercados internacionais é mais restrito, os *ratings* são ainda mais relevantes.

Por essa capacidade de influir nos mercados, muitas vezes as agências de risco acabam tendo um papel fundamental nas dificuldades de financiamento dos agentes. Esse processo costuma ocorrer da seguinte forma: quando um país encontra-se em dificuldade financeira, acaba naturalmente tendo mais dificuldade em obter financiamentos. Quando as agências de risco reduzem a classificação de risco dos títulos soberanos deste país, a insegurança quanto à sua capacidade de solvência se fortalece e os financiamentos se tornam ainda mais escassos e caros. Sem financiamento os países acabam muitas vezes sendo obrigados a suspender o pagamento das dívidas, completando uma espécie de profecia autorrealizável. Skidelsky (2010) defende que as agências de risco acabam elevando o custo do capital justamente quando as condições econômicas requerem custos menores.

Koo (2009) argumenta ainda que a tendência natural das agências de risco em reduzirem a classificação de dívida dos países que optam por estímulos fiscais é um erro grave. Principalmente nas recessões de balanço, os estímulos fiscais são imprescindíveis para a retomada do crescimento econômico que, no futuro, será a base para o pagamento das obrigações assumidas.

A forte influência política exercida nestas instituições é outro elemento importante de ser destacado. Agências que desempenham um papel tão importante precisam de autonomia para que suas avaliações tenham mais credibilidade. Além disso, o fato de que as agências de risco, atualmente, são contratadas pelos responsáveis por vender determinado produto, cria um conflito de interesses perigoso. Skidelsky (2010) argumenta que a relação atual entre as agências de *rating* e as instituições responsáveis por emitir dívida acaba gerando um forte incentivo para minimizar os riscos envolvidos. Isso ocorre porque os vendedores dos títulos são os responsáveis por pagar as agências e não os compradores. Roubini e Mihm (2010) concordam que estes incentivos perversos minam a confiança nas agências de *rating*, e conseqüentemente, nas suas avaliações. Importante ressaltar que no começo das operações das agências de *rating*, os investidores eram os responsáveis por contratar as agências para avaliarem o risco potencial dos títulos que pretendiam comprar (Roubini e Mihm, 2010).

Além disso, Stiglitz (2011) mostra que o fato do mercado de CDS (*credit default swaps*) ser “acionado” a partir do que as agências de *rating* definem como um evento de crédito, torna-as ainda mais relevantes sistemicamente.

Como estas instituições desempenham um papel importante nos mercados é crucial que as fragilidades citadas acima sejam corrigidas, para que a credibilidade no sistema seja fortalecida e a incerteza econômica, minimizada.

Quando a estrutura econômica mundial for menos assimétrica, os pacotes de ajuda mais voltados ao crescimento, e as agências de risco e os órgãos multilaterais menos parciais, aí sim será possível esperar uma redução significativa nos episódios de *default* soberanos. Até lá, a tendência de que as crises continuem sendo a regra no sistema econômico mundial deverá permanecer.

#### 4.5 Considerações finais

Neste capítulo procurou-se contrastar diferentes visões acerca da discussão entre crescimento econômico e endividamento público. Constatou-se que enquanto para alguns autores a dívida pública pode se tornar um entrave ao crescimento econômico, já que em algum momento (estes autores sugerem) a política fiscal terá que ser restritiva para equilibrar as contas públicas, para outros, o endividamento público é um importante instrumento de estímulo à economia, principalmente em períodos de recessão onde os consumidores e os agentes privados não estão dispostos a consumir/investir.

A diferença na avaliação quanto aos riscos do endividamento leva, naturalmente, a visões distintas quanto à gestão da dívida pública. Para os economistas que entendem a dívida como uma “ameaça”, as políticas econômicas devem estar focadas no corte de gastos e/ou elevação das receitas, pois acreditam que uma trajetória dívida/PIB mais benigna reforçará a confiança dos consumidores e dos empresários, levando-os a aumentar o consumo e estimular a economia. No entanto, esta crença parece não ser sustentada na prática. Países que optam por reduzir o endividamento público em períodos de desaceleração econômica acabam desencadeando processos de recessão ainda mais fortes. Desta forma, como o próprio FMI já reconhece atualmente, durante recessões econômicas, as políticas fiscais devem ser expansionistas, visando reduzir ao máximo o tempo necessário para a retomada do crescimento econômico. Ainda que os estímulos devam existir (principalmente no curto prazo), é preciso reconhecer também que o endividamento excessivo pode ser perigoso. Como demonstrado neste trabalho, países com dívidas elevadas se tornam mais suscetíveis a variações nas taxas de juros, o que poderia desencadear uma série de riscos para o crescimento de longo prazo. Portanto, ainda que seja possível afirmar com certa segurança a inexistência de uma relação inversa entre crescimento econômico e endividamento público, é preciso reconhecer que a dívida pública pode trazer riscos caso não seja gerenciada de forma eficiente.

A tendência de elevação no endividamento público de algumas das principais economias do mundo, como EUA e Inglaterra, preocupa. Não que a dívida pública em si seja um problema (quando bem administrada), o que preocupa é o foco que muitos políticos estão dando a redução do endividamento mesmo em um período de fraco crescimento econômico. A possibilidade de que as incipientes recuperações econômicas sejam abortadas é real. No caso dos países europeus que recorreram aos pacotes de ajuda financeira, a situação é ainda mais preocupante. É difícil de imaginar que após o conjunto de medidas de austeridade fiscal postas em prática recentemente, estas economias ganharão força e retornarão a trajetórias econômicas sustentáveis.

Neste capítulo, viu-se também as fragilidades inerentes a algumas uniões monetárias, principalmente a união que deu origem ao euro. Na última seção foi destacada a importância sistêmica de instituições como o FMI e as agências de *rating*, evidenciando que ambas precisam ser reformadas para que economia mundial se torne mais sólida.

Pela discussão realizada neste capítulo fica evidente que não existe uma relação óbvio entre crescimento econômico e endividamento público. A análise histórica, porém, permite a formulação de argumentos fortes contra a ideia de que o endividamento público é um entrave ao crescimento econômico. Mais do que isso, os riscos de políticas fiscais restritivas durante recuperações econômicas parece bastante evidente. O próprio FMI, antigo defensor dos pacotes de austeridade fiscal para a recuperação de crises econômicas reconhece que tais medidas não são eficientes para a retomada de trajetórias de crescimento. É evidente que o endividamento público, quando mal gerenciado, tem consequências trágicas, podendo desencadear além de crises de dívida soberanas, crises bancárias, cambiais e inflacionárias. Mesmo nestes casos, não é possível desconsiderar os efeitos negativos resultantes da assimetria do atual sistema econômico mundial.

Reconhecer que o endividamento público não é, *per se*, um entrave ao crescimento permite focar os esforços na melhoria da gestão da dívida pública. Este processo passa, necessariamente, pelo reconhecimento de problemas intrínsecos ao sistema, como a hierarquia de moedas, por exemplo. Sendo assim, a redução no número de crises de endividamento público passa também por uma maior cooperação entre os países, e a construção de um sistema mais simétrico. Reformas no FMI e nas agências de *rating* são essenciais para o sucesso deste processo.

## 5 CONCLUSÃO

Este trabalho procurou discutir a relação entre endividamento público e crescimento econômico. Partiu-se da hipótese tradicional de que existe uma relação inversa entre endividamento público e crescimento econômico. Para testar esta suposição, foi construída uma análise teórica e histórica das principais ideias ortodoxas e heterodoxas sobre o tema, buscando elementos positivos e negativos em cada corrente.

Um das primeiras conclusões que pode ser extraída deste trabalho diz respeito à frequência das crises de dívida. Ao longo dos séculos e dos mais diversos sistemas monetários, crises de dívida foram comuns entre todos os continentes. De maneira geral, as crises podem ser explicadas através da análise de poucos elementos, como estrutura das dívidas, fluxos de capitais, preço de *commodities* e variações nas taxas de juros domésticas e internacionais.

Através do estudo de conceitos como a hierarquia das moedas, *original sin* e *currency mismatches*, este trabalho mostrou que a assimetria do sistema econômico atual, elemento usualmente menosprezado pelos ortodoxos, é um dos aspectos mais importantes na explicação do porquê crises de dívida são mais comuns em países periféricos do que em países centrais. É claro que aspectos endógenos às economias ajudam na compreensão das dificuldades financeiras dos países, no entanto, desconsiderar a influência da estrutura do sistema monetário é negligenciar um aspecto chave na discussão, além de comprometer o estudo de políticas capazes de reverter crises de dívida.

A importância do crescimento econômico para a diminuição de episódios de *default* é bastante direta. Pensando em termos de dívida/PIB, não é possível imaginar que trajetórias fiscais saudáveis possam existir sem crescimento econômico. Por isso, é imprescindível que o crescimento econômico permaneça como o objetivo central dos países, principalmente aqueles atingidos por crises financeiras. Dentro desta lógica, pacotes de austeridade fiscal devem ser encarados como ameaças a retomada do crescimento econômico. Isto não significa que o governo possa gastar de forma descontrolada, é preciso buscar mecanismos para garantir que as despesas/investimentos agreguem valor a sociedade. Pensando ainda na relação dívida/PIB, mesmo que autores como Reinhart e Rogoff (2009b) definam parâmetros a partir dos quais o endividamento público se torna problemático, este trabalho mostrou que tal

raciocínio é bastante problemático, em função da complexidade das estruturas de dívida e da difícil relação causal entre endividamento público e crescimento econômico.

O entendimento de que elevações nos impostos ou cortes de benefícios sociais não serão tão eficientes na melhoria da solvência fiscal dos países no curto prazo é um ponto bastante importante. O aprofundamento da crise grega é um exemplo claro deste fenômeno nos dias de hoje. Somente a partir da sustentação de trajetórias de crescimento seguras é possível pensar em reduções nos estímulos fiscais. Vale ressaltar que o próprio Keynes, um dos maiores (se não o principal) defensores de políticas fiscais expansionistas reconhecia o caráter cíclico destas medidas. O governo não precisa ser o motor da economia, mas precisa estar pronto para usar políticas expansionistas quando a iniciativa privada não tiver meios ou confiança para isso.

Além disso, órgãos como o FMI devem repensar a lógica por trás dos pacotes de socorro. Existe uma série de exemplos onde as práticas do FMI se mostraram incapazes de amenizar as consequências de crises financeiras e acabaram retardando a recuperação econômica. Necessariamente, a reciclagem do órgão passa por sua reestruturação, se tornando, de fato, uma instituição mundial. A partir de uma nova estrutura será possível pensar no FMI como um agente importante no auxílio de países em dificuldade, assim como na criação de instrumentos capazes de melhorar a gestão da dívida pública, como os títulos atrelados ao crescimento econômico, por exemplo. Recentemente o órgão reconheceu a fragilidade da crença de que medidas fiscais restritivas incentivam o crescimento econômico durante crises. Esta já é uma mudança importante para a lógica de futuros pacotes de socorro. Outra mudança importante na ideologia do órgão se refere à sua visão sobre a liberalização econômica. Mais cético, o FMI reconhece o risco de fugas de capitais, defendendo a utilização de controles quando a estabilidade econômica é ameaçada.

O reconhecimento da relação entre crises de dívida, crises bancárias e crises cambiais evidencia ainda mais a relevância de uma discussão contínua a respeito de suas causas e consequências. Parte da explicação para a relação entre estas diversas crises financeiras pode ser creditada ao papel da moeda no sistema monetário internacional. Como visto aqui, a arquitetura assimétrica do sistema financeiro deu origem a uma hierarquia de moedas, tornando desproporcional a capacidade de endividamento dos países. Como elementos como *original sin* e *currency mismatches* podem atuar tanto sobre as instituições públicas como instituições privadas (em países periféricos), a existência de crises cambiais, bancárias e de dívida soberanas acabam se tornando mais comuns, muitas vezes se auto alimentando.

Quanto ao futuro, o que mais preocupa não é o nível de endividamento de algumas das principais economias do mundo como EUA, Japão, Inglaterra e Itália, mas sim projeções de crescimento fraco para os próximos anos. Como agravante, preocupa o fato de que o foco de muitos políticos está direcionado a redução do endividamento público, ao invés de buscar mecanismos capazes de acelerar o crescimento. Como bastante enfatizado neste trabalho, medidas de austeridade fiscal em nada ajudarão a retomada do crescimento econômico, sendo muitas vezes incapazes até mesmo de conter o crescimento da dívida pública. A defesa deste tipo de política sinaliza, muitas vezes, a defesa de uma ideologia que critica o papel do Estado na economia e defende a liberdade para que o mercado se autorregule. Porém, a história econômica é rica em exemplos onde esta lógica não se mostrou verdadeira, pelo contrário. A incapacidade de auto-regulação dos mercados é evidente em diversas crises econômicas ao longo dos séculos, inclusive na recente crise financeira.

Com relação às perspectivas para o endividamento público dos países emergentes, o Brasil em especial, a tendência é positiva, já que através da melhora no perfil da dívida pública e da aceleração do crescimento econômico nos últimos anos, a situação parece sob controle. Por outro lado, o fato de que as despesas correntes seguem crescendo é uma importante fonte de preocupação.

Outro elemento que não pode ser menosprezado na discussão sobre o endividamento público se refere à relevância dos ataques especulativos no sistema econômico atual. Enquanto os movimentos de capitais forem capazes de influenciar o rumo econômico dos países, muitas vezes precipitando crises, dificilmente os países conseguirão focar no crescimento econômico. É preciso buscar mecanismos capazes de conter movimentos meramente especulativos.

Dada à natureza humana, provavelmente crises de dívida sempre existirão e, com isso, trajetórias de crescimento econômico serão abortadas. No entanto, o entendimento claro quanto às causas (sejam endógenas ou exógenas as economias) das crises é fundamental para que as mesmas se tornem cada vez menos comuns e menos danosas às sociedades.

Finalizando, este trabalho não tem a pretensão de esgotar as discussões sobre o tema e deixa, com isso, uma série de oportunidades de discussão aqui não aprofundadas. Um bom exemplo de tópico não abordado com detalhes neste trabalho se refere às limitações impostas pelo mercado financeiro as políticas econômica dos países. Na medida em que os mercados têm cada vez mais força para alterar o preço de títulos públicos e da moeda local, até que ponto as políticas econômicas não têm sido mais resultado de pressões do mercado do que propriamente estratégias de crescimento econômico? Com relação a uniões monetárias, existe

ainda muito espaço para aprofundar os estudos sobre seus riscos e benefícios, além de suas consequências para a gestão da dívida pública. Outra oportunidade interessante de estudo e que auxiliaria bastante na discussão sobre dívida pública seria a discussão do impacto da globalização no contágio de crises financeiras, sejam aquelas relacionadas à dívidas soberanas, ou a crises cambiais e bancárias entre diversos países. Uma maior integração econômica mundial pressupõe que os riscos de um país acabam afetando cada vez mais os outros, exigindo com isso maior coordenação em escala mundial.

## REFERÊNCIAS

- ABBAS, Ali. BELHOCINE, Nazim. ELGANAINY, Asmaa e HORTON, Mark. A historical Public Debt Database. IMF Working Paper, novembro de 2010.
- AGGARWAL, Vinod K. Interpretating the History of Mexico's External Debt Crises. In B. Eichengreen and P. Lindert (eds.) *The International Debt Crisis in Historical Perspective* MIT Press, 1991.
- AHAMED, Liaquat. *Os donos do dinheiro: os banqueiros que quebraram o mundo*. Elsevier Editora, 2010.
- AIZENMAN, Joshua e MARION, Nancy. Using Inflation to Erode the U.S. Public Debt. NBER Working Paper. NBER, 2009.
- ANDERSON, Phillip R D. SILVA, Anderson Caputo. VELANDIA-RUBIANO, Antonio. *Public Debt Management in Emerging Markets Economies*. Policy Research Working Paper. World Bank, 2010.
- BARREL, Ray e HOLLAND, Dawn. Debt, Deficits and Borrowing Costs. *National Institute Economic Review*. Abril de 2009.
- BARRO, Robert J. On the Determination of Public Debt. *The Journal of Political Economy*, vol. 87, Issue 5, Part 1 (Oct., 1979), 940-971.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. O Dólar e os Desequilíbrios Globais. *Revista de Economia Política*, vol. 25, no3 (99), pp. 224-232, julho-setembro/2005.
- \_\_\_\_\_. As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais. *Política Econômica em Foco*, n7 – nov. 2005/abr. 2006.
- BERNANKE, Ben S. The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 27, No. 1, fevereiro de 1995.
- \_\_\_\_\_. Deflation: Making sure 'it' doesn't happen here. Speech by governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club, Washington D.C., 2002.
- BHIDÉ, Amar. PHELPS, Edmund S. *The Root of All Sovereign-Debt Crises*. Project Syndicate, 2011.
- BIBOW, Jörg. How the Maastricht Regime Fosters Divergence as Well as Fragility. *The Levy Economics Institute*. Working Paper No 460. Julho de 2006.
- BLOCK, Fred L. *The Origins of International Economic Disorder, 1977*. (Las Orígenes del Desorden Económico Internacional, Fondo de Cultura, México, 1980).
- BOLTON, Patrick e JEANNE, Olivier. Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of Seniority. NBER Working Paper. NBER, 2005.

BORDO, Michael. The Bretton Woods International Monetary System: An historical overview. NBER Working Paper, NBER, 1992.

\_\_\_\_\_. Sudden Stops, Financial Crises and Original Sin in Emerging Markets: Déjà Vu? NBER Working Paper. NBER, 2006.

BORDO, Michael. EICHENGREEN Barry. KLINGEBIEL, Daniela e MARTINEZ-PERIA, Maria Soledad. *Is the Crisis Problem Growing More Severe?*. Dezembro de 2000.

BORDO, Michael. JAMES, Harold. A long term perspective on the euro. NBER Working Paper. NBER, 2008.

BORDO, Michael. KYDLAND, Finn E. The Gold Standard as a Rule. NBER Working Paper. NBER, 1990.

BORDO, Michael D. MEISSNER, Christopher M. *The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises: 1880-1913 vs. 1972-1997*. NBER Working Paper. NBER, 2005.

BORDO, Michael D. MEISSNER, Christopher M. STUCKLER, David. *Foreign Currency Debt, Financial Crises and Economic Growth: A Long Run View*. NBER Working Papers. NBER, 2009.

BORDO, Michael D. MEISSNER, Christopher M. WEIDENMIER, Marc D. Currency Mismatches, Default Risk, and Exchange Rate Depreciation: Evidence from the End of Bimetallism. World Economy & Finance Research Programme. Working Paper Series. 2006.

BORDO, Michael D. e ROCKOFF, Hugh. The Gold Standard as a “Good Housekeeping Seal of Approval”. Paper prepared for the Economic History Association Annual Meetings, Setembro de 1995.

BORDO, Michael D. e SCHWARTZ, Anna J. Under What Circumstances, Past and Present, Have International Rescues of Countries in Financial Distress Been Successful? NBER Working Papers. NBER, 1998.

BOSKIN, Michael. Europe’s Triple Threat. Project Syndicate, 2011.

BOUGHTON, James M. Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System. IMF Working Paper. IMF, 2002.

BUITER, Willem H. The Limits to Fiscal Stimulus. Oxford Review of Economic Policy. Volume 26, number 1, 2010.

BULOW, Jeremy. First World Governments and Third World Debt. Brookings Papers on Economic Activity, 2002.

BURGER, John D. e WARNOCK, Francis E. Diversification, Original Sin, and International Bond Portfolios. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers, 2003.

CALVO, Guillermo A. Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, Vol. 1, No 1 (Nov, 1998), 35-54.

\_\_\_\_\_. To spend or not to spend: Is that the main question? VEX, 2010.

CALVO, Guillermo A. IZQUIERDO, Alejandro e MEJÍA, Luis-Fernando. On the empirics of sudden stops: The relevance of balance-sheet effects. NBER Working Paper. NBER, 2004.

\_\_\_\_\_. Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration. NBER Working Papers. NBER, 2008.

CARDOSO, Eliana. DORNBUSCH, Rudiger. Brazilian Debt Crises: Past and Present. In B. Eichengreen and P. Lindert (eds.) *The International Debt Crisis in Historical Perspective* MIT Press, 1991.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização e inconvertibilidade monetária. Texto para discussão IE/UNICAMP. Campinas, 2007.

CARVALHO, F. J. C. (1987). "Stabilizing an unstable economy – Resenha Bibliográfica". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 17(1): 257-264. Abril de 1987.

CECCHETTI, Stephen. MOHANTY, M S. ZAMPOLI, Fabrizio. BIS Working Papers. Bank for International Settlements, 2010.

CHECHERITA, Cristina e ROTHER, Philipp. The Impact of High and Growing Government Debt on Economic Growth – an empirical investigation for the euro area. European Central Bank Working Papers. ECB, agosto de 2010.

CINQUETTI, Carlos Alberto. The Debt Crisis: a re-appraisal. *Brazilian Journal of Political Economy*, vol.25, no3(99), pp. 209-223 julho-setembro de 2005.

CONCEIÇÃO, Octavio A.C. FERRARI, Fernando F. TERRA, Fábio H. B. A hipótese da fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2007. Sociedade Brasileira de Economia Política, 2009.

CORSETTI, Giancarlo. Fiscal Consolidation as a policy strategy to exit the global crisis. VEX, 2010.

CUNHA, André Moreira. PRATES, Daniela Magalhães. BIANCARELI, André Martins. Os desequilíbrios da economia internacional: uma análise crítica do debate recente. *Pesquisa e Debate*, SP, volume 18, número 2 (32) pp. 223-249, 2007.

DAS, Udaibir S. PAPAIOANNOU, Michael G. TREBESCH, Christoph. Sovereign Debt Risk and Private Sector Access to Capital in Emerging Markets. IMF Working Paper. IMF, 2010.

DAVIDSON, Paul. Debtor nations need a financial system that allows them to work their way to prosperity. *The Guardian*, dezembro de 2003.

\_\_\_\_\_. Making dollars and sense of the U.S. government debt. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol 32, N°4 663, 2010.

DÍAZ-ALEJANDRO, Carlos F. Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash. *Journal of Development Economics*, 1985.

DOOLEY, Michael P. *International Journal of Finance and Economics*, 3: 21-26 de 1998.

DOOLEY, Michael P. FOLKERTS-LANDAU, David. GARBER, Peter M. Bretton Woods II Still Defines The International Monetary System. NBER Working Paper Series, 2009.

DORNBUSCH, Rudiger. GOLDFAJN, Ilan. VALDÉS, Rodrigo O. Currency Crises and Collapses. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995.

EICHENGREEN, Barry. Resolving Debt Crises: An Historical Perspective. NBER Working Paper. NBER, abril de 1988.

\_\_\_\_\_. European Monetary Unification. *Journal of Economic Literature*, 1993.

\_\_\_\_\_. *Globalizing Capital: a history of the international monetary system*. Princeton: Princeton University Press, 1996 (edição brasileira da Editora 34, São Paulo, 2000).

\_\_\_\_\_. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford University Press. 2011.

EICHENGREEN, Barry. FELDMAN, Robert. LIEBMAN, Jeff. VON HAGEN, Jürgen. WYPLOSZ, Charles. Public Debts: Nuts, Bolts and Worries. *International Center for Monetary and Banking Studies. Geneva Reports on the World Economy* 13. 2011.

EICHENGREEN, Barry. HAUSMANN, Ricardo. Exchange Rates and Financial Fragility. NBER Working Paper. NBER, 1999

EICHENGREEN, Barry. HAUSMANN, Ricardo e PANIZZA, Ugo. *The Pain of Original Sin*. Paper revisado da apresentação na conferência do Banco Inter-Americano de Desenvolvimento. Agosto de 2003a. Disponível em: <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf>

\_\_\_\_\_. Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why it matters. NBER Working Papers. NBER, October 2003b.

EICHENGREEN, Barry. LINDERT, Peter H. The International Debt Crisis in Historical Perspective. Massachusetts Institute of Technology, second printing, 1991.

EICHENGREEN, Barry. PORTES, Richard. Dealing with Debt: The 1930 and the 1980S. NBER Working Paper. NBER, Fevereiro de 1989.

\_\_\_\_\_. After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment during the Interwar Years. In B. Eichengreen and P. Lindert (eds.) *The International Debt Crisis in Historical Perspective* MIT Press, 1991.

EICHENGREEN, Barry. TEMIN, Peter. The Gold Standard and the Great Depression. NBER Working paper. NBER, 1997.

\_\_\_\_\_. Fetters of gold and paper. NBER Working Paper. NBER, 2010.

FERRARI, Fernando F. As propostas Keynesianas de reforma do sistema monetário internacional: em busca da neutralidade da moeda de conversibilidade internacional. *Revista de Economia*, V.32, n. 2, jul/dez 2006.

FERGUSON, Niall. *The Ascent of Money : a Financial History of the World*. Penguin Books, 2009.

FISCHER, Stanley. *The Asian Crisis: Lessons for the Future*. Fifth Hong Kong Monetary Authority Distinguished Lecture, 2002.

FISHER, Irving. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1(4), pp. 337-357. 1933.

FLANDREAU, Marc e FLORES, Juan H. Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820-1830. *The Journal of Economic History*, Vol. 69, No. 3 (setembro de 2009)

FMI. Public Debt in Emerging Markets – Is it too high? *World Economic Outlook*, 2003.

\_\_\_\_\_. Global Financial Stability Report: Durable financial stability. Washington, DC, Abril de 2011.

GALBRAITH, James K. *Is the Federal Debt Unsustainable?* Levy Economics Institute of Bard College, 2001.

GALINDO, Arturo. IZQUIERDO, Alejandro. *Sudden Stops and Exchange Rates Strategies in Latin America*. Inter-American Development Bank. 2003.

GUJARDO, Jaime. LEIGH, Daniel. PESCATORI, Andrea. *Expansionary Austerity: New International Evidence*. IMF Working Paper. Julho de 2011.

HAMILTON, Earl J. Public Debt: History Origin and Growth of the National Debt in Western Europe. *The American Economic Review*. Vol. 37, No 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1947), pp. 118-130.

HANSON, James A. *The Growth in Government Domestic Debt: Changing Burdens and Risks*. World Bank Policy Research Working Paper. World Bank, setembro de 2007.

ISARD, Peter. *Globalization and the International Financial System*. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

JPMORGAN ASSET MANAGEMENT. *2010 Outlook – emerging markets debt*. Janeiro de 2010.

KAMINSKY, Graciela L. REINHART, Carmen M. *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*. *The American Economic Review*, 1999.

KEENAN, Katherine. Debt Outlook Threatens US Economy. Peterson Institute for International Economics, 2011.

KENEN, Peter B. Stabilizing the International Monetary System. Contribution to the roundtable on “The Dollar, the Euro, and the International Monetary System” at an Annual Meetings of the American Economic Association. Filadélfia, 2005.

KEYNES, John Maynard. Tract on Monetary Reform. Londres, 1924.

\_\_\_\_\_. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. Editora Nova Cultural, 1996.

KINDLEBERGER, Charles P. ALIBER, Robert Z. Da Euforia ao Pânico: uma história das crises financeiras. São Paulo: Editora Gente, 2009.

KOO, Richard. The Holy Grail of Macroeconomics: lessons from Japan’s great recession. John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd. 2009.

\_\_\_\_\_. U.S. Economy in Balance Sheet Recession: What the U.S. Can Learn from Japan’s Experience in 1990–2005. Nomura Research Institute, fevereiro de 2010.

\_\_\_\_\_. America failed to learn from Japan’s experience with balance-sheet recession. Economics by Invitation. The Economist. Agosto de 2011.

KRUGMAN, Paul. Financing Vs. Forgiving: A debt overhang. NBER Working Paper. NBER, 1988.

\_\_\_\_\_. Can Europe Be Saved? New York Times Article. Janeiro de 2011a.

\_\_\_\_\_. Mr Keynes and the moderns. VOX. 21 de junho de 2011b.

\_\_\_\_\_. Contraction, Still Contractionary. New York Times Article. 7 de julho de 2011c.

\_\_\_\_\_. The Wrong Worries. New York Times Article. 4 de agosto de 2011d.

\_\_\_\_\_. The Arithmetic of Near-Term Deficits and Debt. New York Times Article. 6 de agosto de 2011e.

\_\_\_\_\_. Reinhart and Rogoff Are Confusing Me. New York Times Article. 11 de agosto de 2011f.

\_\_\_\_\_. An Impeccable Disaster. New York Times Article. 11 de setembro de 2011g.

KUMAR, Manmohan S. e WOO, Jaejoon. Public Debt and Growth. IMF Working Paper. IMF, julho de 2010.

LAGARDE, Christine. Global Risks Are Rising, But There Is a Path to Recovery. Speech at Jackson Hole. International Monetary Fund, agosto de 2011.

LEWIS, Michael. Boomerang: Travels in the New Third World. W.W. Norton & Company, 2011.

LINDERT, Peter H. MORTON, Peter J. How Sovereign Debt has Worked. In *Developing Country Debt and Economic Performance*, Volume 1: The International Financial System, 1989.

McKINNON, Ronald I. PILL, Huw. Credible Economic Liberalizations and Overborrowing. *The American Economic Review*, 1997.

\_\_\_\_\_. International Overborrowing: A decomposition of Credit and Currency Risks. *World Development*, Elsevier, vol. 26(7), 1998.

MINSKY, Hyman. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven, Yale University Press (1986).

\_\_\_\_\_. The Financial Instability Hypothesis. Paper prepared for Handbook of Radical Political Economy. Maio de 1992.

MITCHENER, Kris James. e WEIDENMIER, Marc D. Supersanctions and Sovereign Debt Repayment. NBER Working Papers. NBER, 2005.

MUNDELL, Robert A. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, vol 51, no 4, 1961.

NERSISYAN, Yeva e WRAY, Randall L. Does Excessive Sovereign Debt Really Hurt Growth? A critique of This Time is Different, by Reinhart and Rogoff. Working Paper No. 603. Levy Economics Institute, junho de 2010.

PAPADIMITRIOU, Dimitri B. e HANNSGEN, Greg. Debt, Deficits, Economic Recovery, and the U.S Government. Public Policy Brief. Levy Economics Institute of Bard College, 2010.

PAPADIMITRIOU, Dimitri B. WRAY, Randall L. NERSISYAN, Yeva. Endgame for the Euro? Without major restructuring, the Eurozone is doomed. Public Policy Brief. Levy Institute of Bard College, 2010.

POLANYI, Karl. *A Grande Transformação: as origens da nossa época*. Editora Elsevier, 9ª edição, 2000.

PRATES, Daniela M. CINTRA, Marcos Antonio M. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. Texto para discussão. IE/UNICAMP, Campinas, out. 2007.

PRATES, Daniela M. CUNHA, André M. O Brasil e a hipótese de Bretton Woods II. In: X Encontro Nacional de Economia Política, 2005, Campinas (SP). Anais do Encontro Nacional de Economia Política, 2005. v.1, p. 1-25.

RAJAN, Raghuram G. Institutional Reform and Sovereign Debt Crises. *Cato Journal*, Vol. 25, No. 1 (Winter 2005).

RASMUSSEM, Robert K. Sovereign Debt Restructuring, Odious Debt, and the Politics of Debt Relief. *Law and Contemporary Problems*. Vol. 70:249, 2007.

REINHART, Carmen M. Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings. NBER Working Papers. NBER, janeiro de 2002.

REINHART, Carmen E ROGOFF, Kenneth S. This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. NBER Working Paper. NBER, 2008.

\_\_\_\_\_. The Aftermath of Financial Crises. NBER Working Paper. NBER, 2009a.

\_\_\_\_\_. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton University Press, 2009b.

\_\_\_\_\_. Growth in a time of Debt. NBER Working Paper. NBER, 2010a.

\_\_\_\_\_. From Financial Crash to Debt Crisis. NBER Working Paper. NBER, 2010b.

\_\_\_\_\_. Debt and Growth Revisited. VOX, 2010c.

\_\_\_\_\_. A Decade of Debt. NBER Working Paper. NBER, Fevereiro de 2011.

REINHART, Carmen E ROGOFF, Kenneth S e SAVASTANO, Miguel A. Debt Intolerance. NBER Working Paper. NBER, agosto de 2003.

RODRIK, Dani. The Globalization Paradox. W.W. Norton & Company, 2011.

RODRIK, Dani. VELASCO, Andrés. Short-Term Capital Flows. NBER Working Paper. NBER, 1999.

ROUBINI, Nouriel. MIHN, Stephen. Crisis economics: a crash course in the future of finance. Penguin Press, 2010.

\_\_\_\_\_. The Rising Risk of a Double-Dip Recession in Advanced Economies. Roubini Global Economics. Agosto de 2011.

SACHS, Jeffrey. The Debt Overhang of Developing Countries *in* G.A. Calvo, R. Findlay, P. Kouri and J. B. de Macedo, (eds.), Debt Stabilization and Development, Basil Blackwell, Oxford and Cambridge, MA, pp. 80–102, 1989.

SARDONI, C. WRAY, L.R. Fixed and Flexible Exchange Rates and Currency Sovereignty. The Levy Economics Institute. Working Paper No. 489. Janeiro de 2007.

SCOTT, Hal S. When the Euro Falls Apart. Blackwell Publishers Ltd, 1998.

SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. Economia e Sociedade. Campinas, v. 11, no2 (19), p. 237-253, jul/dez 2002.

SHILLER, Robert J. Debt and Delusion. Project Syndicate, 2011.

SILVA, Anderson Caputo. CARVALHO, Lena Oliveira. MEDEIROS, Otávio Ladeira. (orgs.). Dívida Pública: A Experiência Brasileira. Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Mundial, 2009.

SKIDELSKY, Robert. Keynes: The return of the master. PublicAffairs, New York, 2010.

SORKIN, Andrew Ross. Too big to fail: The inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system – and themselves. Penguin Books, 2009.

SOROS. George. How to Resolve the Euro crisis. Project Syndicate, 2011.

SPENCE, Michael. Stagnant and Paralyzed. Project Syndicate, 2011.

STIGLITZ, Joseph E. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. The American Economic Review, Vol 71, No. 3. (Jun, 1981), pp. 393-410.

\_\_\_\_\_. What Lies Ahead in 2011? Project Syndicate, 2010.

\_\_\_\_\_. A contagion of bad ideas. Project Syndicate, 2011.

TEMIN, Peter. The Great Depression. NBER Working Paper. NBER, novembro de 1994.

TOMZ, Michael. Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt Across Three Centuries. Princeton University Press, 2007.

TRIFFIN, Robert. National Central Banking and the International Economy. The Review of Economic Studies, Vol 14, No 2 (1946-1947) pp.53-75.

UNCTAD. The Impact of the Financial and Economic Crisis on Debt Sustainability in Developing Countries. UNCTAD Secretariat Note. Setembro de 2009.

\_\_\_\_\_. Fiscal Aspects of the Financial Crisis and Its Impact on Public Debt. Trade and Development Report, 2011 – Post-Crisis Policy Changes in the World Economy, 2011.

UNITED NATIONS. Recent Development in External Debt. Report of the Secretary-General. Julho de 2007.

\_\_\_\_\_. Toward a durable solution to the debt problems of developing countries. Report of the Secretary-General. Julho de 2009.

WORLD ECONOMIC FORUM. Global Risks 2011: an initiative of the risk response network. WEF, 2011.