

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA



1290000528



IE

TCC/UNICAMP N414r



**Monografia**

**REFORMA DA ARQUITETURA DO SISTEMA  
MONETÁRIO E FINANCEIRO  
INTERNACIONAL**

ANA CRISTINA PEREIRA DAS NEVES  
ORIENTADOR: PROF. DR. ANTÔNIO CARLOS MACEDO E SILVA ✓

CAMPINAS, DEZEMBRO DE 1999. ✓

TCC/UNICAMP  
N414r  
IE/528

**CEDOC/IE**

## **AGRADECIMENTOS**

À minha mãe, que sempre esteve ao meu lado, ao meu pai e meu irmão, pelo carinho de toda a vida. Aos meus amigos que tanto amo. À professora Daniela Prates por sua leitura atenta e comentários valiosos. E especialmente ao meu professor orientador, que durante um ano e meio de trabalho foi simplesmente incrível.

Obrigada a todos vocês.

## ÍNDICE

Índice .....	1
Introdução .....	2
Capítulo I - A Evolução da Abordagem do Fundo Monetário Internacional .....	4
Reformas Estruturais .....	5
Reformas financeiras .....	5
Riscos globais e implicações de política .....	7
Evolução do discurso .....	9
Lições da crise mexicana .....	10
Efeitos da crise asiática .....	13
O papel do FMI .....	20
Conclusão .....	21
Capítulo II - Aspectos do Debate Contemporâneo: Eichengreen, Sachs, Krugman e Davidson .....	23
I. Introdução .....	23
II. Transparência, responsabilidade, padrões internacionais e reformas estruturais .....	24
III. Regime Cambial .....	28
IV. Controles de Capitais .....	36
V. Emprestador Internacional de Última Instância e Reestruturação de Dívidas .....	42
VI. O papel do FMI .....	46
VII. Comentários Finais .....	49
Capítulo III - Algumas Contribuições ‘Heterodoxas’ .....	50
Conclusão .....	59
Referências Bibliográficas .....	62

## INTRODUÇÃO

Talvez devesse soar estranho falar em Reforma da “Arquitetura” do Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI), posto que o termo sugere a existência de uma estrutura minimamente bem estabelecida ou controlada que dificilmente pode-se identificar atualmente. Ao contrário do período Bretton Woods, quando algumas regras básicas estavam bem delimitadas, o que hoje há é um conjunto de medidas e políticas com muito pouca coordenação e definidas em grande medida de forma *ad hoc*. No entanto, ainda que não haja de fato um corpo delimitado de regras e políticas, é compreensível que se discuta a reforma das relações financeiras internacionais, dada sua importância para o funcionamento da economia real.

Discussões dessa natureza são recorrentes entre economistas e responsáveis pela execução de políticas econômicas em todo o mundo, costumando aflorar com bastante intensidade em momentos de crise. Recentemente, esse debate voltou a emergir com grande força, certamente como decorrência dos distúrbios financeiros (e suas graves implicações para a economia internacional) da década de 90. Têm sido apresentadas as mais diversas propostas, com distintos enfoques e abrangência.

Nesse trabalho serão expostas algumas delas. A seleção das mesmas procurou se nortear pela relevância dos projetos de reforma nas discussões correntes, bem como pelo objetivo de abordar idéias antagônicas, procurando respeitar a diversidade de posições.

Dessa forma, no capítulo 1 é apresentada a evolução recente da visão do Fundo Monetário Internacional (FMI) e as idéias que defende na atualidade. É importante enfatizar que uma boa compreensão da posição do FMI é fundamental não apenas pela importância da instituição no cenário internacional, mas também porque suas idéias são compartilhadas por grande parte dos economistas e demais agentes envolvidos no debate.

O capítulo 2 trata de aspectos específicos do SMFI e do posicionamento de alguns economistas de destaque com relação a eles. Com isso pretende-se fornecer uma noção daquela diversidade de opiniões, e mostrar como, ainda que a linha defendida pelo Fundo seja hoje hegemônica, propostas com teor distinto (mesmo que de forma tênue) vêm sendo formuladas.

No capítulo 3 apresentam-se, sucintamente, alguns planos de reforma profunda do sistema. A opção por tratá-los separadamente da discussão realizada no capítulo anterior se justifica por sua natureza de certa forma “radical”, dada a verdadeira “revolução” que objetivam promover nas relações financeiras internacionais (sobretudo os projetos de Robert Guttman e Paul Davidson). De fato, diferentemente das idéias às quais tem se dado destaque no debate recente, as propostas abordadas neste capítulo procuram pensar todo o sistema a partir de novas bases, procurando resgatar metas (como a promoção do crescimento equilibrado entre as nações) em grande medida negligenciadas.

Finalmente, na conclusão procura-se discutir brevemente qual a tendência da discussão atual, ou melhor, qual linha de proposição deverá, mais provavelmente, ser implementada.

## CAPÍTULO I - A EVOLUÇÃO DA ABORDAGEM DO FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL

As transformações observadas nos fluxos de capitais e os episódios de crises ocorridos ao longo dos anos 90 suscitaram, uma vez mais, o debate acerca da importância de reformar-se o Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI). Naturalmente, dado seu papel na arquitetura presente do sistema, o Fundo Monetário Internacional (FMI) é um dos principais agentes a debater a questão e a procurar soluções para ela. Suas prescrições, como seria esperado, estão em consonância com a orientação política e teórica da instituição, o que significa estarem atreladas aos preceitos neoliberais. Entretanto, embora seu discurso no decorrer da década tenha mantido sempre tal viés, sofreu algumas modificações que devem ser destacadas.

Efetivamente, de acordo com Feldstein<sup>1</sup>, a instituição teria, de forma crescente, passado a incorporar a seus programas prescrições e condicionalidades que, ainda que de fato necessárias, vão além dos objetivos tradicionais do Fundo de promover os ajustes de balanço de pagamentos. Isso é notável no que tange às reformas estruturais e institucionais, que não integravam seus programas em situações passadas.

Nesse capítulo discutir-se-á a evolução do discurso do FMI. Primeiramente, será abordado o tema das reformas estruturais em um contexto de liberalização dos fluxos de capitais, com ênfase nas questões financeiras. Em seguida, tratar-se-á das modificações que ocorreram na posição do Fundo e suas prescrições, procurando-se separar, na medida do possível, os efeitos dos dois principais episódios de crises em mercados emergentes na década (o mexicano e o asiático). Finalmente, é apresentada a visão da instituição quanto ao papel por ela a ser cumprido no SMFI, sobretudo no que tange à prevenção e resolução de distúrbios financeiros.

---

<sup>1</sup>Feldstein, M. (1998).

## **Reformas Estruturais**

Há dez anos atrás, no contexto das discussões que deram origem ao chamado Consenso de Washington, o FMI passava a defender a importância de se implementarem “reformas estruturais” como forma de aumentar a eficiência e bem-estar econômicos, elevando-se os padrões de vida no mundo desenvolvido e acelerando o crescimento nos países em desenvolvimento (PEDs)<sup>2</sup>. A preocupação central era com a redução de distorções que comprometessem a eficiente alocação de recursos, que se obteria por meio dos mecanismos de mercado.

Seguindo as idéias neoliberais, assinalava-se, por exemplo, a importância de garantir-se disciplina fiscal; de reduzir-se a participação do estado na economia, estabelecendo-se como prioridades os gastos em saúde e educação e não os subsídios “indiscriminados e distorcivos” a determinadas atividades; e a desregulamentação dos mercados, em especial o de trabalho.

No setor externo, a ênfase do discurso recaía sobre a necessidade de dar-se continuidade ao processo de liberalização comercial, a fim de que os países pudessem usufruir plenamente de suas vantagens comparativas. No que tange aos fluxos de capitais, os principais objetos eram o investimento direto estrangeiro (IDE) e a retomada dos empréstimos bancários aos PEDs, para o que a liberalização dos mercados financeiros jogaria um papel fundamental. Entretanto, ainda não havia um discurso bem estruturado com relação à necessidade de realizarem-se reformas no setor financeiro.

### *Reformas financeiras*

A defesa de reformas financeiras passou progressivamente a ser incorporada ao discurso do Fundo, na medida em que procurava apontar as imperfeições geradas pela intervenção governamental e as perdas em termos de crescimento econômico. “As distorções no setor financeiro podem influenciar o crescimento de três formas. Primeiro, podem afetar o nível global de poupança limitando, [principalmente nos países em desenvolvimento], o investimento e, como consequência, o crescimento. Segundo, (...) podem afetar a proporção da poupança disponível ao investimento produtivo. Terceiro,

[influenciar] a alocação da poupança entre diferentes projetos de investimento e, portanto, [interferir] na eficiência do investimento (...)”<sup>3</sup>. Argumentava-se que, em virtude de tais perdas de bem-estar, seriam imprescindíveis reformas estruturais que permitissem às forças de mercado desempenharem um papel maior na intermediação financeira, o que incluiria promover-se a liberalização dos fluxos de capitais. As possibilidades de atraírem-se capitais seriam enormes aos países cujos sistemas financeiros tivessem sido modernizados, ou seja, em que não mais houvesse distorções como as de preços e em que o grau de proteção tivesse sido reduzido de forma significativa. De fato, teria sido o desejo de ampliar a eficiência do mercado através do dismantelamento de regulações distorcivas o fator propulsor dos esforços de abertura nos países industriais, cujos resultados seriam, exatamente, maiores competição e eficiência.

Todavia, esse processo teria de ser acompanhado por medidas que fortalecessem a infra-estrutura do sistema financeiro doméstico, sem o que apenas se reforçariam as imperfeições previamente existentes. Camdessus, por exemplo, alerta para os riscos que a desregulamentação poderia trazer caso não acompanhada por políticas macroeconômicas sólidas e por uma supervisão que reforce a adoção de padrões apropriados de comportamento e transparência nas transações<sup>4</sup>.

Dessa forma, até o início da década, as postulações do Fundo nesse sentido diziam respeito sobretudo aos países avançados, uma vez que os demais ainda se deparariam com a questão da estabilização e fortes insuficiências institucionais.

Nos anos 90, porém, com abundante liquidez nos mercados internacionais, muitos PEDs recuperaram o acesso aos capitais externos, agora sob as formas predominantes de investimentos em portfólio (em especial na América Latina) e IDE (sobretudo na Ásia). O Fundo coloca que os principais fatores responsáveis por essa retomada teriam sido a adoção de políticas monetárias e fiscais ‘saudáveis’ e reformas estruturais (incluindo privatizações em larga escala), que teriam contribuído para o desenvolvimento de setores privados eficientes. Diante disso, os países que ainda tinham pequeno acesso aos recursos estrangeiros deveriam progredir em direção à estabilidade econômica, à adoção de políticas de fortalecimento dos mercados de capitais locais e a melhores práticas de supervisão

---

<sup>2</sup> World Economic Outlook, maio de 1990.

<sup>3</sup> World Economic Outlook, outubro de 1990, p.70.



financeira<sup>5</sup>. Ao mesmo tempo, precisariam garantir taxas de retorno adequadas aos investidores, o que significaria manutenção de taxas de juros reais positivas.

### *Riscos globais e implicações de política*

Já no início da década, o Fundo Monetário Internacional alertava que liberalização e desregulamentação financeiras, levando ao acirramento da concorrência em escala global, acarretavam maiores exposições a riscos e uma mudança das operações tradicionalmente realizadas através dos bancos para outras instituições e mercados. Os resultados desses movimentos, portanto, poderiam não ser os desejados ganhos de eficiência e acesso ampliado ao crédito, mas também inflação de ativos e “bolhas” especulativas nos mercados imobiliários e acionários, além do endividamento excessivo de alguns agentes<sup>6</sup>. As experiências de vários países sugeririam que vultosos influxos de capitais podem levar a pressões inflacionárias, perda de competitividade e deterioração no resultado de conta corrente<sup>7</sup>.

Para minimizar esses riscos, a resposta mais apropriada seria a restrição fiscal, que limitaria as pressões sobre as taxas de juros e sobre a inflação. Porém, a consolidação fiscal deveria se dar basicamente via restrição de dispêndios, com ênfase nos serviços e bens *nontradable*, evitando-se medidas que, impedindo a formação de capital, afetassem adversamente as perspectivas de crescimento futuro.

Quando houvesse limitações importantes a esse tipo de política, poder-se-ia recorrer a outras alternativas. A esterilização, por exemplo, contribuiria para diminuir os efeitos indesejáveis dos influxos de capitais sobre a economia doméstica. Aumentos nos requerimentos de reserva bancárias, transferência dos depósitos governamentais de bancos comerciais para o banco central, e restrições ao acesso ao redesconto seriam outras possíveis medidas. Com esse tipo de política, muitos países teriam conseguido evitar por algum tempo uma piora nos saldos de transações correntes bem como acumular expressivas reservas oficiais, tornando-se menos vulneráveis a eventuais fugas de recursos.

---

<sup>4</sup> IMF Survey, 15 de outubro de 1990.

<sup>5</sup> World Economic Outlook, outubro de 1992.

<sup>6</sup> World Economic Outlook, outubro de 1992.

<sup>7</sup> World Economic Outlook, outubro de 1993.

Por outro lado, o Fundo ressalta que a opção por controles de capitais não seria adequada. Afinal, ainda que reduza temporariamente as entradas, essa medida tenderia a prejudicar a eficiência econômica, mesmo porque se perderia o acesso a fundos externos importantes ao financiamento das importações necessárias aos investimentos domésticos. No contexto dos ataques às moedas européias em 1992, por exemplo, alguns países adotaram controles de capitais ou intensificaram as restrições existentes. Embora com isso tenham podido reduzir as pressões sofridas pelos bancos centrais sobre suas moedas, ao longo do tempo tenderiam a enfrentar a aceleração do processo de perda de reservas, em virtude do impacto adverso nas expectativas dos agentes econômicos. Porém, os efeitos mais nocivos apareceriam apenas em um prazo maior, na medida em que seria difícil atrair investimentos de portfólio e assegurar que a manutenção da abertura é uma prioridade em sua política. Além disso, outra implicação seria a exigência, por parte dos investidores, de prêmio de risco muito superior ao que seria justificado pelo risco cambial<sup>8</sup>.

O FMI assinala também a inadequação de uma estratégia baseada fundamentalmente no recurso à poupança externa. Isso porque o capital externo pode acabar sendo utilizado como substituto à poupança doméstica (financiando o consumo e não o investimento); ser aplicado em projetos ineficientes; ou não gerar recursos apropriados para o pagamento de lucros, dividendos e de serviços de dívidas. Além disso, os governos, em virtude das fontes ampliadas de financiamento, podem ser levados a adiar a implementação das reformas essenciais, dados os custos sociais e políticos a elas associados.

Consequentemente, de acordo com o Fundo, para se beneficiarem das oportunidades geradas pelo processo de abertura os países devem atentar para alguns pontos-chaves:

- a liberalização financeira teria de ser realizada em conjunto com reformas macroeconômicas, sob pena de enfrentarem-se fluxos de capitais desestabilizadores e taxas de juros excessivamente altas;
- liberalizações interna e externa seriam complementares, uma vez que esta não poderia desenvolver-se caso questões como regulações restritivas, significativa participação

---

<sup>8</sup> International Capital Markets, abril de 1993.

governamental na economia, e estrutura doméstica pouco competitiva não tiverem sido solucionadas;<sup>9</sup>

- uma reforma fiscal que reduzisse significativamente os déficits fiscais e que garantisse o financiamento em bases não inflacionárias dos montantes remanescentes seria uma pré condição chave;
- a liberalização deveria obedecer a uma sequência “ótima”, escalonando-se a suspensão dos controles de acordo com os avanços obtidos em outras frentes (como as reformas macroeconômicas, por exemplo)<sup>10</sup>.

### **Evolução do discurso**

No decorrer dos anos 90, se verifica uma maior insistência do FMI com relação à urgência de empreender-se a abertura financeira. Preocupação presente de forma muito mais tímida nas publicações do início da década, passa a fazer parte das pautas de negociações entre o Fundo e seus membros de forma crescente.

As dificuldades de alguns PEDs em retomarem o crescimento em meados da década, por exemplo, estariam associadas à instabilidade econômica, às intervenções estatais improdutivas, às políticas comerciais *inward-oriented* e, principalmente, às insuficientes reformas no setor financeiro, que desestimulariam a entrada de capitais externos<sup>11</sup>. Por outro lado, o bom desempenho de outros estaria associado à maior abertura e à integração à economia global. Com a liberalização, políticas *market-oriented* e melhorias nos fundamentos, eles estariam atraindo recursos essenciais para aliviarem-se os constrangimentos de balanço de pagamentos, permitir-se às empresas a contração de empréstimos a menores custos, e fortalecerem-se as perspectivas de crescimento de longo prazo.

---

<sup>9</sup> World Economic Outlook, outubro de 1992.

<sup>10</sup> IMF Survey, 20 de julho de 1992.

<sup>11</sup> World Economic Outlook, maio de 1994.

A crise mexicana do final de 1994 estimulou as reflexões a respeito das insuficiências do SMFI e seus possíveis efeitos nocivos sobre a economia mundial. De fato, como lembra Camdessus, ela teria sido considerada a primeira das crises financeiras do século XXI, por ser “a primeira a atingir um mercado emergente no novo mundo de mercados financeiros globalizados”<sup>12</sup>. Além disso, deve-se ressaltar que o país atingido era, na visão do FMI, um dos mais bem sucedidos dentre os PEDs nos anos recentes. Por isso, aquele autor sustenta que os desafios colocados por esse episódio derivam exatamente do progresso econômico. Afinal, teria sido apenas por ter implementado consistentes políticas macroeconômicas de estabilização e de transformações estruturais, incluindo a abertura financeira, que ao país foi possível retomar o acesso aos fluxos internacionais de capitais. Isso significaria que a resposta apropriada a eventos como esse não passaria pela reversão dos processos em curso, ou seja, pelo retorno a um sistema fechado, com controles cambiais e restrições aos mercados, mas sim pelo enfrentamento de vulnerabilidades remanescentes .

Com relação à política econômica, quatro lições deveriam ser tiradas da crise:

- a abertura financeira imporia a necessidade de vigilância e disciplina permanentes sobre a política econômica, como a maneira mais eficiente de defesa contra reversões nos mercados;
- os riscos representados por vultosos déficits em conta corrente, especialmente quando ligados ao excesso de consumo doméstico e financiados por fluxos de capitais de curto prazo, uma vez que não são sustentáveis ao longo do tempo;
- as dificuldades de se ajustarem taxas de câmbio fixas e a necessidade de medidas de política sólidas e críveis para darem suporte à taxa de câmbio uma vez realizado o ajuste;
- os custos derivados das falhas do poder público em divulgar regularmente informações confiáveis sobre os indicadores econômicos chaves.

Além disso, teria ficado clara a necessidade de se elevarem os níveis de poupança

doméstica, dados os riscos de se depender da poupança externa, especialmente sob forma de capitais de curto prazo. Segundo o FMI, os problemas mexicanos derivaram não apenas de uma crise de confiança no país, mas em grande parte da baixa taxa de poupança doméstica e do recurso excessivo a fundos estrangeiros.<sup>13</sup>

Paralelamente, esse episódio trouxe algumas lições para o próprio Fundo Monetário Internacional. À instituição teria ficado clara a necessidade de adaptações adicionais em seus esforços de supervisão dos desenvolvimentos nos países membros para minimizarem-se as possibilidades de erupção e disseminação de crises.

Em primeiro lugar, haveria a questão da divulgação de estatísticas, importante para a elevação da transparência. O Fundo teria de se empenhar em melhorar seu acesso a elas bem como utilizá-las mais amplamente, e também trabalhar no estabelecimento de padrões para a geração e divulgação das informações de maneira a permitir que os mercados funcionem mais eficientemente. Nesse sentido, desenvolveu-se, em 1996, o SDDS (*Special Data Dissemination Standard*), um padrão de produção e divulgação de dados estatísticos que os países, especialmente os que busquem ter acesso aos mercados internacionais de capital, deveriam adotar. Com isso, seria possível aos agentes avaliarem de forma mais adequada a realidade dos países para aos quais possam vir a fornecer recursos ou em que desejem investir.

Segundo, a necessidade de estreitar o diálogo com os países. Isso poderia ocorrer tanto através de medidas que os incentivem a manter o FMI informado de sua evolução, quanto por meio de procedimentos internos que incrementem os contatos entre a instituição e os governos nacionais nos intervalos de tempo entre os encontros regulares.

Terceiro, melhorar o foco da supervisão (*surveillance*) : sendo limitados os recursos da instituição, ela deveria atentar de forma mais efetiva aos riscos enfrentados por aquelas economias cujas tensões financeiras possam gerar efeitos de contágio.

Por fim, em seus diálogos com os membros, o Fundo deveria assumir posição ainda mais crítica e exigente que no passado.

Contudo, ainda que se obtenha sucesso nesses esforços, naturalmente episódios de crise ocorrerão, exigindo que o Fundo esteja preparado para lidar com eles. Para tal, a

---

<sup>12</sup> Camdessus, M. (1995).

<sup>13</sup> World Economic Outlook, maio de 1995.

instituição deve dispor de recursos financeiros suficientes para suprir as necessidades dos países demandantes, o que não é trivial diante da magnitude dos fluxos de capital na economia global contemporânea. Por isso, logo após a crise do México, o FMI passou a estudar formas de ampliar os recursos disponíveis para sua atuação, através, por exemplo, de tentativas de elevar as cotas dos países membros, as possibilidades de obter empréstimos junto a esses e a ampliação do uso dos Direitos Especiais de Saque (o ativo de reserva internacional que o Fundo pode criar em condições especiais).

Finalmente, uma outra questão seria a preocupação com a solidez do setor financeiro que teria sido despertada, pela crise do México, na comunidade internacional. Um importante passo nessa direção seria o desenvolvimento de princípios para a supervisão bancária (*Core Principles for Effective Banking Supervision*) pelo comitê da Basileia em parceria com vários países (inclusive não membros do G10), em 1997, que, segundo Camdessus<sup>14</sup>, foi em grande medida uma resposta àquela crise. Trata-se de requisitos mínimos para que se possa, de forma eficiente, fazer frente aos riscos e às situações de instabilidade nos sistemas financeiros dos diversos países. De fato, o objetivo é que tais princípios funcionem como uma referência básica tanto para as autoridades de supervisão interna quanto para os mercados de forma mais ampla.

O FMI alerta que os mercados financeiros da maior parte dos PEDs não teriam estrutura suficiente para intermediar grandes influxos de capital, o que, aliado à falta de supervisão e regulação prudencial adequadas, levaria à elevação substancial de sua vulnerabilidade. O caso mexicano teria evidenciado esse tipo de insuficiência, fortalecendo o argumento de que os países com fragilidades estruturais significativas devem ser cuidadosos quanto à remoção das barreiras. Entretanto, novamente o Fundo ressalta que a opção pela não liberalização não é a desejável nem a mais adequada. Ao contrário, deve-se procurar implementá-la, porém de uma forma consistente, o que requer solucionarem-se as insuficiências institucionais existentes.

---

<sup>14</sup> Camdessus, M. (1998c).

## *Efeitos da crise asiática*

Com a crise asiática de 1997 e 1998, as discussões sobre a necessidade de se reformar a arquitetura do SMFI, fortalecendo-a, se disseminam amplamente. No âmbito do FMI, em especial, adquirem expressão significativa. O Fundo procura estabelecer, de forma muito mais bem acabada, as linhas de sua atuação e os pontos aos quais as autoridades nacionais e organismos internacionais deveriam se ater para garantir a estabilidade do sistema. Procura identificar as insuficiências e limitações deste e, a partir delas, desenvolver um projeto de reforma. Este teria de ser norteado por um duplo objetivo: prevenirem-se crises, o que inclui o compromisso com a transparência e produção mais eficiente de informações, e desenvolver-se a capacidade de resposta a elas, o que abrange a preocupação com o envolvimento do setor privado (a questão *bail-in*).

Nesse esforço, o Fundo assinala a necessidade de evitarem-se políticas que possam contribuir para rápidas reversões dos fluxos de capitais, e de fortalecer-se a estrutura das economias domésticas para minimizar sua vulnerabilidade, especialmente no caso dos PEDs. Segundo Camdessus isso seria fundamental porque os mercados tendem a ser muito sensíveis às políticas macroeconômicas, à solidez dos sistemas bancários, e aos desenvolvimentos políticos e econômicos. “Quando os mercados funcionam bem e os *policymakers* prestam atenção aos sinais que eles enviam, eles podem ajudar a reforçar as boas políticas. Mas, os mercados não estão sempre certos. [Às vezes eles] *overreact*, desencadeando maciços afluxos de capitais e *spillovers* de um mercado para outro.”<sup>15</sup> Argumentando que os esforços de prevenção das crises seriam a principal forma de defesa nesse tipo de situação, afirma que os países, e a comunidade internacional de maneira geral, precisariam assegurar:

- 1 □ solidez da política macroeconômica, em particular políticas monetária e fiscal consistentes com a opção de regime cambial;
- 2 □ solidez do sistema financeiro doméstico;

---

<sup>15</sup> Camdessus, M. (1998a).

- 3 □ abertura gradativa da conta capital, levando em consideração a situação macroeconômica do país bem como suas contas externas, o grau de desenvolvimento de seus mercados e instituições e os impactos da suspensão dos controles existentes;
- 4 □ a provisão constante e eficiente de informações pelo poder público<sup>16</sup>.
- 5 □ comportamento transparente de todos os participantes do mercado;
- 6 □ a adoção de padrões e códigos de conduta (*code of good practice*) internacionalmente aceitos, formulados a partir das experiências nacionais mais bem sucedidas;
- 7 □ um setor privado que aceite não apenas os benefícios mas também os riscos associados às suas operações nos mercado emergentes, e que se envolva tanto na prevenção como no processo de resolução das crises (a questão *bail-in*)<sup>17</sup>.

Como lembra o Fundo, ainda há muito a ser feito, mas esses são os pontos básicos que qualquer esforço de reforma do SMFI deve contemplar.

### Políticas nacionais

Com relação às políticas nacionais, o Fundo argumenta que sua solidez significa capacidade de promover crescimento, manter baixos o déficit orçamentário e as taxas de inflação, e garantir a sustentabilidade da conta corrente. Esta, por sua vez, dependeria não apenas do desempenho da economia e dos juros, mas também da forma de financiamento dos eventuais déficits. Com isso procura-se assinalar os riscos de uma estratégia de financiamento via capitais de curto prazo, em contraposição a uma estratégia mais sólida que se baseie em recursos de longo prazo e IDE<sup>18</sup>.

Lidar com fluxos de curto prazo atraídos pelas taxas internas de juros não seria uma tarefa trivial, sobretudo em arranjos de limitada flexibilidade do câmbio, e principalmente quando constituem a base de programas de estabilização econômica (com âncora cambial). Embora não haja uma fórmula pronta, o FMI coloca que o primeiro passo seria um endurecimento da política fiscal, e o segundo tornar mais flexível o regime de câmbio.

---

<sup>16</sup> Camdessus, M. (1998a).

<sup>17</sup> Camdessus, M. (1998c).

<sup>18</sup> Fischer, S. (1997).



## Reforma dos sistemas financeiros domésticos

Camdessus sustenta que, à luz dos acontecimentos recentes, o setor privado, as autoridades nacionais tanto dos países centrais quanto dos emergentes, e as organizações internacionais “ (...) precisam entender melhor as atividades dos grandes investidores institucionais, (...) e seu impacto sobre os mercados financeiros”<sup>19</sup>.

Assim, no que tange às reformas dos sistemas domésticos, elas deveriam incluir um aperfeiçoamento na supervisão das operações das instituições; o cumprimento, pelos bancos, dos requisitos de capital; a manutenção de níveis adequados de provisões para empréstimos duvidosos; limites à concessão de empréstimos; a publicação, pelas instituições financeiras, de informações sobre sua situação; e a certeza de que se lidará rapidamente com problemas de insolvência.

Admite-se que a implementação dessas mudanças, particularmente em sistemas que já enfrentam dificuldades, é frequentemente difícil, inclusive em virtude das pressões políticas sofridas pelas autoridades. Entretanto, é imprescindível que elas sejam realizadas caso se deseje solucionar crises em andamento e evitar episódios futuros. “(...) Um sistema bancário saudável é essencial para o crescimento econômico, e (...) um sistema fraco é um convite a uma crise macroeconômica e uma garantia da severidade de tal crise”<sup>20</sup>. Por isso, o Fundo enfatiza que paralelamente às modificações apontadas acima, é preciso constituírem-se aparatos legal e judicial adequados, imprescindíveis para a solidez dos sistemas bancário e financeiro, além do que denomina *credit culture*. Ou seja, as autoridades deveriam estimular a formação de uma estrutura de mercado que inclua um sistema de pagamentos eficiente e mercados de câmbio, moeda e capital “robustos”, e também a criação “de um ambiente em que os contratos de crédito sejam honrados (...), e em que as corporações ‘fracas’, incluindo instituições financeiras, estejam sujeitas à ‘disciplina do mercado’, e se deparem com a [real possibilidade] de falência. Em resumo, uma atividade bancária sólida deve estar assentada em uma *strong governance* tanto no setor público quanto no [privado] - incluindo as instituições financeiras.”<sup>21</sup>

---

<sup>19</sup> Camdessus, M. (1998b).

<sup>20</sup> Fischer, (1997), p. 2.

<sup>21</sup> Camdessus, M. (1998c).

### Abertura gradual da conta capital

Apesar de enfatizar os inúmeros benefícios que a liberalização da conta capital traria aos países, o Fundo admite que eventualmente ela pode ter efeitos desestabilizadores, especialmente em economias cujo cenário macroeconômico e o setor financeiro são frágeis. Nesses casos, o processo de abertura deveria ocorrer em fases, progredindo à medida em que fossem solucionadas as insuficiências existentes e se tivesse certa clareza quanto ao impacto da suspensão dos controles. Ainda que a situação dos países varie consideravelmente, de maneira geral eles deveriam começar pela liberalização dos fluxos de investimento de longo prazo, particularmente o IDE, abrindo a economia aos capitais de curto prazo apenas quando as necessárias pré-condições tenham sido cumpridas<sup>22</sup>. Isso significa que a liberalização da conta de capital requer que se tenham implementado políticas macroeconômicas sólidas, fortalecido o sistema financeiro e bancário, e implementado regulações prudenciais adequadas. Ao mesmo tempo, no processo de abertura deve-se levar em consideração a habilidade dos intermediários financeiros e outros participantes do mercado administrarem o risco.

Entretanto, esses cuidados não significam que seria melhor aos países optarem pela imposição de controles, regredindo no movimento de abertura. O Fundo sustenta que está amplamente demonstrado que medidas unilaterais dessa natureza trazem elevados custos para o país envolvido, tanto em termos da atividade doméstica quanto, muito provavelmente, do futuro acesso aos mercados internacionais.

### Provisão de informações, transparência e *accountability*

Quanto à provisão de informações as mais abrangentes possíveis, Fischer expõe dois argumentos que evidenciaríamos sua importância. Em primeiro lugar, mercados melhor informados seriam capazes de tomar melhores decisões. Em segundo, a obrigação de divulgar informações sobre as intervenções governamentais afetaria a extensão e a natureza das mesmas, ajudando a evitar que se tomassem algumas decisões "pouco sábias". De fato, o Fundo defende que a maior transparência assim gerada fortaleceria a *accountability* e imporá disciplina aos *policymakers* (pontos essenciais à *good governance*), bem como aumentaria sua credibilidade. Dessa forma, se incrementaria a eficácia das políticas

---

<sup>22</sup> Fischer, S. (1998b).

econômicas, uma vez que o setor privado seria capaz de antecipar as intenções dos *policymakers* e responder aos novos desenvolvimentos de maneira ‘favorável’.

Em virtude desses benefícios, a comunidade internacional teria solicitado ao FMI que preparasse um código de transparência na condução da política fiscal, do qual tratar-se-á em outro tópico.

Uma outra dimensão da transparência se refere à atividade bancária. Nessa esfera, o aspecto chave seria assegurar a valoração realística dos ativos bancários, contabilizando apropriadamente os *bad loans* e evitando que se avaliassem os ativos a um preço superior ao que efetivamente valem. Seria também importante que os bancos adotassem rigorosos padrões de *public disclosure* e *prudential reporting*, o que seria checado por sistemas internacionais de contabilidade e auditoria<sup>23</sup>.

Por fim, haveria a necessidade de maior transparência na atuação do próprio FMI, pois, conforme argumenta Camdessus, “uma maior abertura e clareza em suas políticas e nos conselhos aos países membros poderia contribuir para um melhor entendimento de seu papel e operações”<sup>24</sup>.

#### Adoção de padrões e códigos de conduta

O Fundo afirma que estaria sendo formado um amplo consenso sobre a necessidade de transportar para os mercados globais a disciplina que vem, de forma crescente, prevalecendo nos domésticos. Para tal, um grande esforço para estabelecerem-se padrões e códigos de conduta aceitos internacionalmente, a partir dos existentes nas nações mais avançadas, estaria sendo feito tanto no FMI quanto em outros organismos<sup>25</sup>. Especificamente no que tange aos trabalhos do Fundo, foi formulado o código de boa conduta na política fiscal e está sendo desenvolvido o de transparência nas políticas monetária e financeira. Ambos teriam objetivos semelhantes: deixar claros os papéis, responsabilidades e objetivos do governo, no primeiro caso, e dos bancos centrais e agências financeiras, no segundo; garantir a provisão de informações pelo poder público sobre suas atividades; definir as bases para que, respectivamente, a preparação e execução orçamentárias, e o processo de formulação e *reporting* das decisões de política monetária

---

<sup>23</sup> Camdessus, M. (1998c).

<sup>24</sup> Camdessus, M. (1998b).

<sup>25</sup> IMF Survey, 07 de junho de 1999.

sejam feitos de maneira clara e aberta; e estimular uma avaliação independente das informações fiscais, monetárias e financeiras. Por fim, é interessante apontar as premissas em que o código de práticas para as políticas monetária e financeira está baseado: 1. a eficiência dessas políticas pode ser fortalecida se seus instrumentos e objetivos forem tornados públicos e se o compromisso das autoridades em cumpri-los for considerado crível; 2. *good governance* implica em *accountability* do banco central e das agências financeiras, particularmente se a autoridade monetária tem alto grau de autonomia.

#### Envolvimento do setor privado

O FMI enfatiza que qualquer esforço de reforma do SMFI precisa necessariamente abranger o envolvimento adequado do setor privado tanto na prevenção quanto na resolução das crises, a fim de que se limite o *moral hazard*, se fortaleça a disciplina de mercado, e se promova um processo ordenado de ajustamento quando distúrbios não possam ser evitados, sempre garantindo a manutenção dos fluxos internacionais de capital. O Fundo admite, contudo, que esta questão é provavelmente um dos mais difíceis desafios a serem enfrentados, não apenas por dificuldades operacionais, mas sobretudo por haver riscos de contágio: há a possibilidade de que um esforço para envolver o setor privado na resolução dos problemas de um país leve a fugas de capitais de outros, consequentemente disseminando a crise, ainda que ela tenha sido controlada no país em que se originou.

Dessa maneira, pela importância da matéria e as dificuldades envolvidas, a comunidade internacional deveria se dedicar amplamente a ela, o que efetivamente estaria acontecendo: as discussões no âmbito do FMI, do G7, G10, G22, entre outros, estariam bastante avançadas. A partir desse debate, se teria percebido que não há uma forma simples ou fácil de envolver o setor privado agregadamente uma vez iniciada a crise, de modo que prevenção seria o melhor caminho. Isso significa realizarem-se esforços para aperfeiçoar a capacidade de avaliação de riscos pelos mercados bem como o processo de tomada de decisões dos agentes, o que passaria pelas modificações acima levantadas: melhorar a provisão de informações e implementar políticas macroeconômicas e estruturais adequadas. A instituição se preocupa em enfatizar que, embora recentemente muitos tenham se mostrado favoráveis à possibilidade dos devedores atrasarem pagamentos em momentos de crise, é extremamente importante para a eficiência de mercado que os contratos sejam honrados. O esforço, portanto, se deveria concentrar na direção de

“modificarem-se os contratos e a operação do sistema internacional de uma forma que aumente a eficiência enquanto assegure que tanto credores quanto devedores entendam as regras e as obedecem (...)”<sup>26</sup>. Além do compromisso de honrarem-se os contratos, outros princípios importantes seriam a cooperação, sob quaisquer circunstâncias, dos países devedores com seu credores na resolução dos problemas que possam surgir, e ter-se claro que em alguns casos a ajuda financeira das instituições oficiais e organismos multilaterais pode não ser suficiente, sendo então necessário que o setor privado dê sua contribuição

Fischer assinala a existência de duas visões quanto a como envolver o setor privado: uma defende o estabelecimento prévio de regras; a outra, enfatiza a impossibilidade de se fazê-lo. Segundo o autor, ambas estariam certas, uma vez que regras bem definidas *a priori* (por exemplo, quanto à natureza dos contratos de títulos, e os termos em que a ajuda do FMI estará disponível) seriam essenciais, mas, ao mesmo tempo, por serem as circunstâncias das crises tão diferentes, seria preciso adaptações de regras e métodos a cada situação<sup>27</sup>. O autor conclui afirmando que quaisquer que sejam as medidas tomadas, deve-se estar ciente de que algumas mudanças que tornem mais fácil lidar-se com as crises, podem ao mesmo tempo torná-las mais frequentes, ou aumentar a volatilidade dos fluxos de capitais.

A partir de considerações como as levantadas acima, e sempre considerando serem mais eficientes as medidas de prevenção, o Fundo Monetário Internacional aponta algumas propostas, que talvez possam, inclusive, vir a fazer parte do conjunto de critérios utilizados para avaliar a elegibilidade dos países membros à provisão de recursos pelo Fundo. Entre as opções pensadas estariam, por exemplo, linhas privadas de crédito contingencial, que se bem utilizadas poderiam ser uma segurança contra desenvolvimentos adversos do mercado; *call options* nos contratos de crédito do interbancário, dando ao devedor a possibilidade de estender a maturidade dos empréstimos, sob condições previamente acertadas; e garantias, dadas ao setor privado, inclusive pelas instituições internacionais, como forma de estimular seu envolvimento.

---

<sup>26</sup> IMF, março de 1999.

<sup>27</sup> Fischer, S. (1999).

## O papel do FMI

Preocupado principalmente com a definição das bases de sua forma de atuação, a fim de que cumpra com eficiência seu papel na estabilização do SMFI através da prevenção e resolução das crises, o FMI tem procurado redefinir suas funções no sistema.

Acreditando ser a supervisão uma das formas básicas de se evitarem esses episódios, o Fundo afirma que é preciso incrementar sua eficácia nesse campo. O objetivo básico seria fortalecer os incentivos à adoção de padrões internacionais, sendo papel do Fundo monitorar a extensão da adesão a eles pelos países membros. A instituição estaria, desde a crise mexicana, desenvolvendo novos procedimentos em *surveillance*, os quais, de acordo com Fischer, teriam funcionado bem na crise tailandesa. Outros instrumentos seriam a provisão de informações e de assistência técnica às autoridades nacionais para que fortaleçam suas economias nos mais diversos aspectos, esferas em que também se estaria progredindo.

Porém, Fischer adverte que embora seja essencial procurar-se melhorar a capacidade de supervisão, seria um erro imaginar que assim se evitarão todos os episódios futuros de crise, ainda que se possa evitar sua frequência. Por isso, seria fundamental que se avançasse também nos demais aspectos de prevenção das crises.

Outra dimensão dos trabalhos do FMI diz respeito à provisão de financiamento aos países que se deparam com fugas de capitais e desequilíbrios de balanço de pagamentos de maneira geral. Em uma crise, o financiamento privado “evapora”, e as nações são obrigadas a empreender dolorosos processos de ajuste. É propósito da instituição, conforme consta de seus *Articles of Agreement*, dar “confiança aos membros deixando [seus] recursos temporariamente disponíveis a eles sob as apropriadas salvaguardas, e portanto dando a eles a oportunidade de corrigir desequilíbrios em seus balanços de pagamentos sem recorrerem a medidas destrutivas da prosperidade nacional ou internacional”<sup>28</sup>, e, segundo Fischer, o FMI estaria demonstrando sua disposição a agir dessa forma.

As crises recentes trouxeram à tona duas questões interrelacionadas envolvendo tais operações de empréstimos. A primeira delas é se deveríamos esperar uma mudança na escala das crises financeiras internacionais; a segunda é se esse tipo de auxílio contribui para o

---

<sup>28</sup> Fischer, S. (1998a).

*moral hazard*. De acordo com Fischer<sup>29</sup>, a resposta para ambas seria positiva. “Conforme a eficiência dos mercados internacionais aumenta, é razoável esperar que haverá um número menor de crises que requeiram fundos oficiais no futuro, mas é também provável que elas sejam em escalas maiores que no passado”.

Quanto ao outro ponto, o autor afirma que a disponibilidade de recursos do Fundo cria *moral hazard* mas não por encorajar os países a se comportarem de maneira imprudente, mesmo porque as condicionalidades envolvidas são tais que os governos preferem recorrer a outras medidas que não aos programas da instituição. O problema estaria no comportamento do setor privado, porque ele sabe que um país em dificuldades não irá falir. Por isso, uma solução para o *moral hazard* teria de passar pelo envolvimento do setor privado nas operações de empréstimos aos governos, assegurando que ele também partilhe os custos financeiros das crises.

## **Conclusão**

A globalização financeira, na visão do Fundo Monetário Internacional, traria aos países novas oportunidades de acesso a recursos para a realização de investimentos produtivos, contrabalançando baixos níveis de poupança doméstica. Seus benefícios seriam, pois, claros, mas progressivamente os desafios estariam tornando-se evidentes. Com relação aos países que busquem uma integração virtuosa, precisariam implementar políticas sólidas e fortalecer seus sistemas financeiros domésticos, o que inclui transparência e provisão adequada de informações. Para o Fundo, por sua vez, um ambiente de integração financeira demandaria melhores procedimentos de supervisão, assistência aos países membros, iniciativas que contribuam para a rapidez da disseminação de informações, e a garantia da existência de uma quantidade de recursos suficiente para dar suporte aos membros quando necessário. Uma vez mais lembre-se que com essas medidas não se supõe ser possível eliminar-se o risco de crises, mas apenas de reduzir sua frequência e tornar sua administração menos custosa.

---

<sup>29</sup> Fischer, S. (1997).

Note-se, entretanto, que apesar de reconhecer a gravidade dos problemas trazidos pelos distúrbios financeiros, o FMI não defende medidas coercitivas do processo de liberalização, postura ainda relativamente hegemônica. Porém, críticos a ela vêm se manifestando crescentemente, motivados em grande medida pela dimensão dos episódios de crise da década de 90. As posições e sugestões de alguns deles serão abordadas nos capítulos subsequentes.



## **CAPÍTULO II - ASPECTOS DO DEBATE CONTEMPORÂNEO: EICHENGREEN, SACHS, KRUGMAN E DAVIDSON.**

### **I. Introdução**

Com a erupção de diversos episódios de crise cambiais na década de 90, a comunidade internacional passou a conceder grande destaque à matéria. Com isso, economistas que se propõem a analisá-la encontraram amplo espaço para manifestarem-se, apresentando suas propostas para redução da frequência e intensidade das turbulências. As idéias apresentadas, bem como sua abrangência, são as mais variadas possíveis, havendo desde sugestões de completa reformulação (Davidson) até a defesa de aperfeiçoamentos com manutenção da institucionalidade já existente (Eichengreen).

Nesse capítulo, optou-se por um recorte por temas a partir da contribuição de quatro autores escolhidos dentre os muitos nomes importantes associados a essa discussão.

O primeiro deles é Barry Eichengreen, notável historiador econômico, cujas opiniões são extremamente respeitadas dentro e fora da comunidade acadêmica. O segundo é Jeffrey Sachs, personalidade que vem recebendo grande destaque pela imprensa internacional, e nome muito importante nas discussões sobre o desenvolvimento dos países atrasados (tendo sido consultor de diversos deles). Outro autor abrangido é Paul Krugman, certamente um dos mais respeitados teóricos de economia da atualidade, o qual tem se dedicado profundamente à análise das crises cambiais, suas origens e desdobramentos. Finalmente, Paul Davidson, notável economista pós-keynesiano que, embora não tenha muito espaço na mídia (por sua posição por demais ‘heterodoxa’), oferece interessante contribuição sobre o assunto.

Serão resgatadas as contribuições dos autores sobre cinco conjunto de temas: a questão da transparência, responsabilidade, adoção de padrões internacionais e realização de reformas estruturais; as alternativas de regime cambial; a imposição de controles de capitais; a necessidade de existir um emprestador internacional de última instância; e o papel a ser preenchido pelo Fundo Monetário Internacional.

## II. Transparência, responsabilidade, padrões internacionais e reformas estruturais

A maior parte das discussões sobre a reforma da arquitetura do sistema financeiro internacional (SFI) tem recaído sobre questões como necessidade de maiores transparência e responsabilidade por parte de todos os agentes envolvidos, adoção de padrões internacionais nas mais diversas esferas, e realização de reformas estruturais, sobretudo pelos países em desenvolvimento (PEDs). Como foi apresentado no primeiro capítulo, essa é a linha do discurso do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Barry Eichengreen, um economista que recentemente tem trabalhado com o Fundo, é provavelmente o autor, dentre os quatro considerados, que mais valoriza medidas dessa natureza. Assinalando a inviabilidade de reformas muito radicais e abrangentes, afirma que a agenda de mudança possível é, embora limitada, bastante importante. Seu primeiro elemento seria justamente a necessidade de se estabelecerem padrões e códigos de conduta que fossem adotados internacionalmente, como defende o FMI. Sua implementação se daria em âmbito doméstico mas teria extrema importância para a estabilidade financeira internacional.

O autor afirma que, diferentemente do que ocorria em momentos anteriores, as crises recentes (particularmente a asiática) têm suas origens, em grande medida, não em problemas derivados da má condução de políticas macroeconômicas, mas sim de insuficiências institucionais e distorções na estrutura financeira dos países atingidos pelos distúrbios. Aqueles padrões cumpririam, então, exatamente a função de fazer frente a estas. Naturalmente, as práticas nacionais poderiam diferir, porém com o compromisso de obedecerem a alguns pontos mínimos acordados internacionalmente.

Isso significa que todos os países deveriam ter supervisão e regulação bancárias adequadas; exigir que os agentes adotem as práticas necessárias de *accounting*, *auditing*, *bankruptcy*, e *corporate governance*; e desenvolver códigos eficientes e transparentes para lidar com os problemas de insolvência<sup>30</sup>.

Uma grande vantagem dessa proposta seria não ser preciso recorrer-se aos governos nacionais, ao FMI ou a qualquer outra agência multilateral para a definição de tais padrões. Efetivamente, a maior parte deles poderia ser identificada e definida por organismos

---

<sup>30</sup> Eichengreen, B. (1998b).

privados que já existem, como o *International Accounting Standards Committee*, o *International Corporate Governance Network*, o *International Organization of Securities Commissions*, e o *Basle Committee in Banking Supervision*, entre diversos outros. Essas entidades poderiam receber auxílio (inclusive financeiro) de instituições oficiais, mas “o papel destas deveria estar limitado a reconhecer aqueles padrões, pressionar seus membros para que os adotassem, monitorar sua adesão, e - no caso do FMI - condicionar sua assistência ao compromisso de segui-los”<sup>31</sup>.

Um segundo ponto importante, enfatiza Eichengreen, seria o fortalecimento das práticas de administração de risco dos bancos e sua supervisão e regulação. Além do elevado grau de mobilidade de capitais, haveria atualmente a questão das garantias governamentais, que acabariam levando ao *moral hazard*. A crença de que alguns bancos são *too big to fail* faz com que eles assumam riscos muito elevados, o que contribui para a fragilização do sistema financeiro. Por isso, o fortalecimento das citadas práticas teria um importante papel a cumprir, o de evitar que os bancos “sucumbam à tentação” de realizarem operações muito lucrativas porém igualmente arriscadas.

O problema básico, contudo, é a capacidade limitada, tanto dos supervisores quanto dos próprios bancos, para implementar essas mudanças em muitos países. Por exemplo: em diversos locais, em virtude de uma série de distorções, os requerimentos de capitais são, na prática, muito diferentes dos estabelecidos pela lei, e por isso uma revisão dos padrões adotados (como os *Basle Capital Standards*) provavelmente não seria eficiente<sup>32</sup>.

São essas as considerações que, de acordo com o autor, conduzem à defesa de limites à contratação de empréstimos externos de curto prazo em países cujas práticas de administração de risco e supervisão regulatória são débeis (ou seja, notadamente os PEDs), matéria a ser abordada no decorrer da exposição.

Uma outra questão importante é a preocupação com a maior transparência e responsabilidade nas atuações de todos os agentes. Embora o autor não dê um tratamento pormenorizado a esse ponto, é possível afirmar que partilha da posição do Fundo Monetário Internacional. Isso significa a defesa de melhor produção e divulgação de informações, bem como do envolvimento do setor privado no processo de resolução das crises (a questão *bail*

---

<sup>31</sup> Eichengreen, B. (1998b), p.22.

<sup>32</sup> Eichengreen, B. (1999a).

*in*), o que estaria associado às considerações sobre o combate ao risco moral levantadas anteriormente.

Finalmente, um outro tópico de que trata Eichengreen refere-se às reformas estruturais. Com o objetivo de fortalecer as instituições domésticas e procurar conquistar credibilidade junto aos mercados, os países emergentes (sobretudo) deveriam se preocupar em implementar reformas abrangentes e substanciais nas mais diversas esferas, com ênfase às monetária e fiscal (importância de banco central e conselho fiscal nacional independentes, por exemplo). Com isso, os agentes não temerão os efeitos futuros negativos de políticas expansionistas e os países poderão utilizá-las em momentos de adversidades sem causar pânico nos mercados.

Jeffrey Sachs também concede considerável importância às deficiências institucionais do SFI. Entretanto, seu enfoque é distinto do de Eichengreen. Ao contrário deste autor, sua ênfase não recai primordialmente sobre as debilidades da estrutura financeira dos países atingidos pela crise. Dessa forma, ao analisar o caso asiático, afirma não se tratar de uma crise do capitalismo da região, mas sim do capitalismo global. Sua origem estaria na inexistência dos mais elementares instrumentos de controle do pânico financeiro em âmbito global, tais como um prestador internacional de última instância (LOLR), de seguros de depósito, de *bankruptcy law*, tornando o sistema vulnerável a problemas de ação coletiva. Assim, a solução dos distúrbios dependeria de melhorias no ambiente institucional internacional, da criação de uma estrutura legal adequada para lidar-se com situações financeiras difíceis enfrentadas pelas nações, com ênfase no problema da inadequação da supervisão bancária.

Tal qual ocorreu com as trocas internacionais (através da Organização Mundial do Comércio), ter-se-ia de identificar e estabelecer um conjunto de leis e práticas referentes às transações financeiras, que funcionaria como um guia para os governos nacionais sequiosos em ajustar seus países após a erupção de crises ou em evitar o início das mesmas<sup>33</sup>.

Ao mesmo tempo, porém, o autor também defende a necessidade de melhorias na supervisão dos mercados financeiros tanto de países devedores quanto de credores. Muitos países não teriam, por exemplo, nem mesmo os mais rudimentares sistemas de seguros de depósitos, dando margem à fragilização dos bancos domésticos. Haveria, ainda, problemas

---

<sup>33</sup> Sachs, J. (1998b).

de inadequação dos requerimentos de capitais, cujos reflexos desequilibradores sobre o SFI podem ser significativos.

Além de aperfeiçoamentos em tais esferas, deveria ocorrer, segundo Sachs, uma revisão das práticas nacionais referentes ao uso de contratos denominados em moeda estrangeira. Em diversos locais, eles têm se disseminado amplamente, levando a um elevado grau de substituição da moeda nacional que contribui para o agravamento da situação do país em momentos de pânico financeiro e fuga da moeda.

Adicionalmente, haveria a necessidade de uma revisão e harmonização dos procedimentos de falência para o setor privado e dos padrões de transparência e divulgação de informações financeiras tanto do setor privado quanto do público, e o uso de padrões prudenciais para restringir ou encorajar os fluxos de capitais<sup>34</sup>.

Finalmente, com relação à questão da transparência, Sachs é provavelmente o autor para o qual ela está mais relacionada à atuação do próprio Fundo Monetário Internacional. Como será discutido em um outro momento, o autor critica o Fundo exatamente por não adotar em suas práticas os procedimentos de divulgação de informações e dados estatísticos que tanto prega aos demais participantes de mercado.

Paul Krugman, por sua vez, adota uma posição de ceticismo quanto à eficácia de medidas dessa natureza para evitar crises com feições semelhantes às da asiática. Este autor acredita que as crises recentes não foram geradas por déficits fiscais (como nos modelos de crises cambiais de primeira geração), nem são oriundas de 'tentações' macroeconômicas (conforme os modelos de segunda geração), mas são fruto de excessos - seguidos por colapsos - financeiros, em que as expectativas dos agentes jogariam papel fundamental (modelos de terceira geração). Sendo assim, mostra-se cético com relação à eficiência de uma reforma nos moldes recorrentemente propostos.

Lembra que há atualmente certo consenso em torno de medidas profiláticas como o aperfeiçoamento dos sistemas bancários, incluindo maior transparência, requerimentos de capitais mais adequados, regulação mais cuidadosa dos riscos contraídos, e fim do 'fisiologismo' (*cronysm*), além das famosas reformas estruturais. Afirma então que, embora não haja como ser contra tais medidas ou negar seus efeitos benéficos em termos de eficiência econômica, se sua interpretação das causas das crises estiver correta, mesmo

---

<sup>34</sup> Sachs, J. (1995).

sistemas financeiros muito transparentes, prudentes e regulados podem não ser suficientes para proteger economias abertas de colapsos financeiros *self-reinforcing*<sup>35</sup>. Efetivamente, aquelas mudanças contribuiriam para evitar as crises apenas na medida em que reforcem a confiança dos mercados nos governos e em suas políticas.

Assim como Krugman, Davidson sustenta que as propostas que visam ao funcionamento mais eficiente do sistema financeiro por meio da promoção de maior transparência e melhor provisão de informações, ainda que positivas não seriam eficazes na redução da fragilidade financeira em um mundo marcado pela incerteza<sup>36</sup>. E, infelizmente, somente reformas marginais de tal natureza estariam sendo discutidas atualmente pelos responsáveis pela execução das políticas, o que significaria estar distante a possibilidade de uma reforma mais profunda e, por isso, mais adequada ao objetivo de crescimento econômico mundial em bases sólidas.

### III. Regime Cambial

Entre os economistas que têm se dedicado à questão da reforma da arquitetura do SFI não há um consenso sobre o sistema cambial a ser adotado a fim de que se evitem episódios de crise como os ocorridos recentemente na Ásia. Na realidade, há desde aqueles que sustentam a opção por taxas flutuantes, como os que apontam as vantagens do câmbio fixo, uniões monetárias ou *currency boards*.

Barry Eichengreen, partindo de análise da crise dos países asiáticos, defende que, em um mundo de alta mobilidade de capitais, há apenas duas alternativas possíveis para a política cambial: *currency boards* ou taxas flexíveis. Isso porque governos que optam pelo câmbio fixo (nos PEDs em geral como parte de estratégias de estabilização) arriscam perder totalmente sua credibilidade se houver alteração na taxa por quaisquer motivos. A mudança acarreta dúvidas sobre sua competência e comprometimento com as metas de política estabelecidas, levando ao início de ataques especulativos, cujos efeitos são em geral devastadores<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> Krugman, P. (1999a).

<sup>36</sup> Davidson, P. (1998b).

<sup>37</sup> Eichengreen, B. (1999a).

Um *currency board* seria uma melhor opção devido ao fato de que a taxa de câmbio está completamente fixa, estando ao governo vedada sua modificação (possibilidade que existe em regimes de câmbio fixo). Entretanto, executar política dessa natureza de forma crível envolve uma série de dificuldades e condições que não se encontram ao alcance de todos os países. Há, em primeiro lugar, a necessidade de retirar do banco central seus poderes discricionários, e garantir a irreversibilidade da mudança. Por isso, *currency boards* são economicamente exequíveis apenas como parte de um programa de reformas mais amplo, e politicamente viáveis somente para países preparados para abdicar do uso de uma enorme gama de instrumentos de política econômica. Ao escolher esse regime cambial, e particularmente em um contexto de crescente liberdade de capitais como o atual, a nação deve se conformar com as condições monetárias e financeiras prevalecentes no resto do mundo. Adicionalmente, essa é uma opção que praticamente elimina a possibilidade de as autoridades domésticas atuarem como emprestadores de última instância para o sistema financeiro doméstico, tornando essencial o desenvolvimento de métodos alternativos de suporte aos bancos. A solução típica é, então, a internacionalização do sistema bancário, que possibilita diversificar-se a base de ativos e importarem-se as mais modernas técnicas de administração de carteiras. Porém, mais importante, fornece às instituições um LOLR, representado pelas matrizes estrangeiras, essencial para a estabilidade do sistema.

Todavia, Eichengreen ressalta que ‘liquidar’ as instituições financeiras domésticas é algo extremamente delicado politicamente, em virtude da resistência que tende a ser oferecida por governos que utilizam os bancos como instrumentos de políticas de desenvolvimento e por empresários acostumados a receber créditos preferenciais. Como consequência, deve haver um sólido acordo para que se implemente uma política que privilegie uma forma de alocação de recursos baseada em maior medida no mercado e em menor naquela espécie de arranjo. Atingir tal comprometimento, entretanto, é algo difícil pela relutância de sociedades e governos nacionais em ceder para bancos estrangeiros o controle dos mercados financeiros domésticos.

Por fim, na medida em que a taxa de câmbio não pode mais ser utilizada como instrumento de ajuste, o país deve adotar mecanismos alternativos para lidar com situações de desequilíbrios macroeconômicos, notadamente mercados de trabalho mais flexíveis. A

questão é que muitos países que fizeram essa escolha passaram a enfrentar taxas de desemprego persistentemente elevadas, uma contrapartida dolorosa que poucas nações estão preparadas para suportar.

Dessa maneira, a implantação de um regime de *currency board* deve ocorrer somente quando houver amplos comprometimento e concordância da sociedade, de forma a tornar pequena a probabilidade de que o arranjo cambial seja ameaçado por eventos inesperados, por contingentes (ainda que crescentes) de desempregados, ou quaisquer outros interesses. Caso contrário, em momentos de dificuldades os especuladores irão antecipar a eclosão de oposições públicas à austeridade monetária e talvez o abandono do sistema cambial vigente, dando margem a que se verifique a ameaça tão comum às taxas fixas: ataques auto-realizáveis.

Por conseguinte, “apenas países nos quais os investidores nutrem excepcionais desconfianças em políticas monetárias discricionárias, cuja economia doméstica é suficientemente flexível e elástica para adaptar-se a quaisquer condições monetárias e financeiras acarretadas por taxas de câmbio fixas, e onde há um apoio público para a política construído em bases bastante sólidas, podem sustentar essa alternativa [de arranjo cambial]”<sup>38</sup>.

Tendo, pois, em vista as exigentes condições para o estabelecimento de *currency boards*, segundo Eichengreen à vasta maioria dos países resta apenas a alternativa de permitir a flutuação cambial, cujas vantagens podem ser substanciais. Em particular, os bancos e as empresas se preocuparão em fazer operações de *hedge* de suas posições em moedas estrangeiras e irão adquirir seguros contra os efeitos financeiros negativos de flutuações cambiais inesperadas de grande magnitude que possam ocorrer.

A opção por taxa de câmbio flutuante deveria ser anterior à eclosão de crises cambiais (e não apenas desfecho inevitável destas) e ao FMI caberia incentivar seus membros a adotá-la.

Contudo, o autor ressalta que suas afirmações não implicam que o país, não escolhendo o sistema de *currency board*, terá de permitir que a taxa de câmbio flutue livremente; é possível a realização de intervenções para amenizar flutuações temporárias e limitar a volatilidade que taxas totalmente livres implicam. Mas não deve haver o

---

<sup>38</sup> Eichengreen, B. (1999b), p.6.



estabelecimento de compromissos com nenhuma meta cambial, nem mesmo de forma transitória como parte integrante de políticas de estabilização, sob pena de passar aos agentes domésticos a sensação errônea de que as autoridades irão ser complacentes em eventuais momentos de dificuldades, ou de tornar a economia “viciada” naquele sistema, o que tornaria muito difícil e penosa a flexibilização posterior.

A prescrição geral do economista Jeffrey Sachs quanto ao sistema cambial é, assim como a de Eichengreen, a adoção de taxas flexíveis. Em primeiro lugar, argumenta que estas seriam capazes de absorver bem os choques externos, pois o impacto de eventuais crises de confiança que levem à fuga de capitais seriam desvalorizações cambiais, estando as autoridades nacionais livres do comprometimento com a manutenção de qualquer patamar de taxa. Em segundo lugar, assinala sua eficiência em evitar que os países de menor influência no sistema internacional tenham de se ajustar de acordo com as mudanças de política das economias líderes: “O que é bom para os EUA não o é necessariamente para outros países”<sup>39</sup>. De acordo com o autor, esse arranjo cambial seria o mais adequado para os PEDs, o que estaria confirmado pela experiência recente.

Entretanto, os dois autores divergem quanto à possibilidade de optar-se por um regime de taxas fixas, a qual existiria para Sachs. De fato, sua implementação (em caráter temporário) seria a melhor alternativa em duas circunstâncias (e apenas nestas), nas quais costuma haver fuga da moeda e desmonetização da economia. Uma delas seria em contextos de alta inflação, quando a âncora cambial poderia cumprir papel importante até ser lograda a estabilização dos preços, quando então se tornaria mais flexível o câmbio. Uma outra situação excepcional é aquela em que se tenta introduzir e estabilizar uma moeda nacional, com baixos níveis iniciais de aceitação<sup>40</sup>.

No entanto, deve-se evitar tal sistema como opção de longo prazo (exceto, talvez, para economias muito pequenas). Episódios recentes de crise (Chile, México e Argentina) sugeririam a vulnerabilidade de taxas por muito tempo fixas a sobrevalorizações crônicas e a subseqüentes especulações, de que seria muito difícil um país defender-se, a não ser por período curto e a custos extremamente elevados. Isso porque a defesa requer substancial restrição do crédito doméstico, que acarreta importante deterioração das carteiras das

---

<sup>39</sup> Sachs, J. (1999b), p. 1.

<sup>40</sup> Sachs, J. (1995).

instituições financeiras, colocando o sistema bancário sob risco de crise de confiança pelo pânico que costuma ser gerado em contextos como este. A saúde dos bancos, então, em geral é restabelecida apenas com a reversão da diretriz da política monetária, com o inconveniente de que a expansão de crédito ameaça ou mesmo destrói as bases da taxa de câmbio fixa.

Sachs lembra que alguns defensores desse regime sugerem que uma política de crédito muito restritiva, assentada sobre alguma espécie de padrão-ouro ou um *currency board*, seria suficiente para defender a moeda da especulação de mercado. Todavia, os fatos históricos se contraporiam a tal tese. O problema é ser uma política de crédito super restritiva equivalente ao abandono da função de prestador de última instância do banco central, o que torna a economia vulnerável a dolorosas e desestabilizadoras corridas bancárias.

Um outro arranjo possível, a dolarização, também é alvo das críticas de Sachs, por serem suas desvantagens diversas. A primeira delas seria seu custo: ao optar pela dolarização, o país estaria abdicando da receita que recebe quando o valor de sua moeda excede o custo de produzi-la. No lugar de lucrar com a moeda nacional, se depararia com a despesa de comprar dólares para trocar por sua moeda, pagando por eles com suas reservas internacionais ou com contratos de dívida denominados em dólares. Um outro grande inconveniente seria o abandono das funções de prestador de última instância pelo banco central, pois não haveria mais a possibilidade de que esse ofertasse moeda no evento de uma súbita retirada de depósitos bancários ou de falências iminentes. Por fim, destaca o caráter praticamente irreversível da dolarização. Para alguns este seria uma vantagem por eliminar os medos de colapso que permeiam sistemas de taxas fixas ou mesmo de *currency boards*. Contudo, a - quase - irreversibilidade dessa opção de regime pode ser extremamente danosa se um país é abatido por um choque extremo e precisa desesperadamente de uma depreciação da moeda<sup>41</sup>.

Para tratar da questão dos regimes cambiais, Paul Krugman, adotando enfoque distinto dos autores anteriores (por ser mais teórico) apresenta o que chama “o triângulo eterno”, referindo-se à incapacidade de conciliarem-se em uma mesma estratégia de política três objetivos: ajustamento, que implica a habilidade de executarem políticas de

---

<sup>41</sup> Sachs, J. (1999b).

estabilização anticíclicas; confiança, que significa a capacidade de proteger a taxa de câmbio de movimentos especulativos; e liquidez, relacionada à disponibilidade de capitais tanto para financiar o comércio quanto para permitir desequilíbrios temporários nas trocas externas.

Um país, de acordo com seus objetivos e prioridades, deve optar por duas destas metas, abdicando da terceira. A países avançados (da tríade) como os EUA, abrir mão do segundo vértice de triângulo, ou seja permitir a flutuação cambial, seria razoavelmente confortável. A razão é que, em virtude da reduzida participação do comércio externo em seu produto nacional, baixo nível de endividamento em moeda estrangeira, e uma antiga e sedimentada imagem de solidez no longo prazo junto aos investidores, essas economias podem arcar com as consequências da flutuação da moeda. Além delas, algumas economias avançadas menores (como Inglaterra e Austrália) também seriam, ao que parece, capazes de administrar bem essa escolha.

Entretanto, para os PEDs tal opção é bem menos plausível. De fato, em virtude de elevados níveis de endividamento externo e risco de inflação por forte *overshooting* cambial, a escolha de taxas flutuantes não seria recomendável para economias menores<sup>42</sup>. Dessa forma, elas devem optar pela confiança (ou seja, fixarem o câmbio), tendo pois de abrir mão de políticas de estabilização ou da liquidez (restringindo os fluxos de capitais).

Ao mesmo tempo, o autor não prescreve a adoção de *currency boards* que, segundo ele, não são 100% seguros contra ataques. Afinal, há sempre a possibilidade de que o país, uma vez pressionado, ainda que não seja propriamente obrigado a desvalorizar a moeda, o faça por questões internas (ou seja, opte deliberadamente por fazê-lo). Krugman exemplifica essa possibilidade referindo-se à crise da libra em 1992-3. Naquela ocasião a política monetária inglesa estaria “impecavelmente correta; porém, Soros e outros suspeitaram, [com razão], que quando pressionado o governo escolheria [a defesa do] emprego à taxa de câmbio. A fim de impedir o ataque, o governo britânico teria de mudar não suas políticas, mas suas preferências”<sup>43</sup>.

Na realidade, Krugman acredita que só há duas maneiras de um país garantir que não será alvo de um ataque especulativo: adotando taxas flutuantes, ou seja, negando aos

---

<sup>42</sup> Krugman, P. (1998c).

<sup>43</sup> Krugman, P. (1997a), p.15.

agentes um alvo fixo contra o qual possam apostar, ou optando por uniões monetárias, o que significa abdicar-se de uma moeda independente. Embora não o explicita, essa parece ser, seguindo-se a linha de sua argumentação, a melhor opção para os PEDs. Isso, porém, apenas na hipótese de não se adotarem controles de capitais, ponto a ser abordado no tópico subsequente.

Paul Davidson, preocupado com o fraco desempenho da economia global na últimas décadas, se opõe à adoção de taxas flexíveis<sup>44</sup>, diferentemente do que fazem os demais autores considerados. Segundo ele, as finanças internacionais a partir da década de 70 transformaram o câmbio em objeto da especulação, amplificando as instabilidades do sistema. Significativos movimentos descendentes da taxa de câmbio afetam a competitividade internacional das empresas domésticas, e também levam à diminuição de seu *market share* doméstico (em virtude do barateamento das importações), reduzindo a eficiência marginal de capital e, dessa maneira, tendendo a desincentivar os grandes planos investimentos. De fato, em um mundo de incerteza, a volatilidade cambial debilita a confiança dos empreendedores em sua capacidade de estimar a lucratividade potencial de seus projetos. Assim, quanto maior a incerteza com relação ao futuro das taxas de câmbio, menor o nível de investimento global.

Além disso, o autor argumenta que, quando há desequilíbrios persistentes no balanço de pagamentos, as taxas flutuantes podem tornar a situação pior. Exemplifica com o caso de uma economia que esteja atraindo vultosos fluxos de capitais (porque os investidores acreditam que nela a taxa de lucro é maior) e que, como consequência, experimentará uma apreciação cambial. Entretanto, a diminuição do câmbio estimulará novas entradas, uma vez que o retorno esperado se elevará, em um processo que se mantém até o momento em que houver uma mudança nos sentimentos dos agentes (em geral ocasionada por algum evento efêmero). Nesse momento, provavelmente ocorrerá uma rápida saída de recursos (nos moldes de um efeito manada), o que fará com que a taxa de câmbio se deprecie fortemente e o país enfrente uma crise cambial.

Por outro lado, esse autor não concorda com aqueles que pregam, sobretudo para economias emergentes, a adoção de *currency boards*, afirmando ser verdade sua eficácia na contenção de crises, mas com a contrapartida de gerar uma economia “moribunda”. Isso

---

<sup>44</sup> Davidson, P. (1998c)

porque as autoridades nacionais abdicam de grande parte de sua capacidade de executar políticas macroeconômicas expansionistas em momentos de desaceleração, e o país se torna fortemente sujeito às vicissitudes dos mercados.

Diferentemente dos demais economistas aqui considerados, Davidson defende a adoção de um sistema de taxas de câmbio fixas (para todas as nações, não apenas os PEDS). Sua argumentação se sustenta em grande medida na contestação da eficácia dos demais regimes, e nas comparações entre o período de Bretton Woods (BW) e as décadas que se seguiram à flexibilização cambial e liberalização dos fluxos de capitais (a partir dos anos 70). Segundo ele, os dados mostrariam que essas mudanças não estão promovendo os resultados apontados por seus defensores. Ao contrário, as evidências históricas forneceriam suporte ao seu argumento de que um sistema como o de BW, em que a economia mundial crescia a mais de 3% ao ano (inclusive considerável parcela do mundo em desenvolvimento), está associado a um desempenho econômico superior ao possível sob taxas flexíveis (média inferior a 1,5% nas últimas décadas), o mesmo ocorrendo com as taxas de produtividade, investimento e emprego.

O autor lembra que uma deficiência em geral atribuída ao regime cambial que propõe é oferecer aos especuladores um alvo fixo com cuja defesa os governos nacionais estão comprometidos, e assim tornando certo o resultado de sua aposta quando a taxa não é a apropriada<sup>45</sup>. O problema é que, sob qualquer sistema cambial convencional (fixo ou flutuante), a visão tradicional é de que quando um déficit persistente de balanço de pagamentos (BP) ocorre ou é iminente, é o país deficitário quem tem de se ajustar a fim de não ficar totalmente desprovido de liquidez. Sobre a nação cronicamente superavitária não recai qualquer pressão para reduzir este desequilíbrio nos pagamentos internacionais, ainda que ela tenha a liquidez e portanto os recursos para fazê-lo. O pensamento convencional *sabe* que a nação deficitária não tem recursos para resistir a um ataque especulativo, e que a outra, estando livre de pressões, não aliviará o problema de liquidez de seu parceiro comercial. Essas seriam, conclui Davidson, as circunstâncias que tornam possível aquela aposta certa.

Se, diferentemente, os agentes soubessem que, pelas regras estabelecidas nos mercados de câmbio, o país superavitário teria de arcar com parte da responsabilidade de

---

<sup>45</sup> Davidson, P. (1999a), p. 12.

prevenir a especulação, então qualquer taxa de câmbio fixa que fosse acordada *a priori* entre as duas nações seria a ‘apropriada’ no sentido de que os que apostassem contra ela iriam sempre perder. De fato, isso sempre ocorrerá se o *market maker* governamental tiver liquidez suficiente para dominar o mercado.

Finalmente, Davidson ressalta ser preciso lembrar que fixar um preço *spot* no mercado financeiro não implica necessariamente um preço imutável, mas apenas que o *market maker* permitirá que ele se modifique somente a uma taxa e regras pré-anunciadas. Com isso, e com o envolvimento dos países credores na resolução dos desequilíbrios, superam-se as desvantagens das taxas fixas sem ter de recorrer-se às flutuantes. Aos empreendedores e demais agentes é fornecido um ambiente de menor incerteza, e o crescimento econômico é facilitado.

#### **IV. Controles de Capitais**

A imposição ou não de controles de capitais como medida preventiva às crises ou mesmo como parte do esforço de superação das dificuldades trazidas por elas é provavelmente um dos pontos mais polêmicos do debate acerca da reformulação do SFI. Até a crise asiática, imperava um quase consenso (ao menos no *mainstream*) de que se deveria permitir que os capitais fluíssem livremente. Todavia, a partir de 1997 e em virtude das dimensões e repercussões do distúrbio financeiro por todo o mundo, a possibilidade de recorrer-se a tais restrições voltou a ser discutida com maior vigor.

Barry Eichengreen partilha com a maior parte dos economistas a idéia de que “*markets know better than governments*”, o que se aplicaria a todos os mercados, inclusive o financeiro. De fato, argumenta que diversos estudos do Banco Mundial teriam demonstrado que países cujos sistemas financeiros são mais desenvolvidos crescem mais rapidamente, e não haveria nenhum motivo para que o mesmo não se aplicasse ao SFI. “As transações financeiras internacionais transferem recursos de países de altas taxas de poupança para aqueles de baixa. Elas permitem que as economias que estão experimentando perturbações no ciclo de negócios ‘suavizem’ o perfil do consumo e do

investimento. Permitem que as empresas e agentes domésticos diversifiquem [seus investimento, protegendo-se de] riscos específicos aos países”<sup>46</sup>.

Além disso, em um mundo em que, diferentemente do que ocorria no período Bretton Woods, o crescimento exige substanciais e contínuas inovações, a alocação de recursos necessariamente deve se dar com base em mecanismos de mercado, muito mais eficientes que os governos na execução desse tipo de ‘tarefa’. Por isso, segundo o autor a liberalização financeira seria inevitável tanto para os países avançados, quanto para os PEDs, pois seu crescimento hoje também está relacionado à capacidade inovativa dos agentes neles presentes<sup>47</sup>.

Entretanto, é notório que com o relaxamento das restrições regulatórias a partir da década de 70 a frequência das crises cambiais e bancárias se tornou maior, e seus efeitos reais particularmente preocupantes.

De fato, problemas como informações assimétricas, dificuldades de acesso a recursos em momentos de crise (dando margem a efeitos de contágio), e a limitação da capacidade do banco central agir como LOLR (uma vez que grande parte dos passivos bancários está hoje denominada em moeda estrangeira), justificariam a regulação das transações financeiras internacionais. A perda de autonomia de política monetária em um contexto de taxas flutuantes e mobilidade de capitais também seria um forte argumento para tal.

Todavia, Eichengreen afirma que isso não significa a proibição de tais transações, mas apenas que, tendo em vista suas implicações para o risco sistêmico, dever-se-ia influenciar seu custo. Haveria uma série de instrumentos disponíveis, como impor aos bancos que ‘fechem’ suas posições em aberto, que façam operações de *hedge*; ajustar os requerimentos de capitais aos riscos potenciais das operações bancárias em moeda estrangeira; no caso dos PEDs, estabelecer diferenciais nos requerimentos de reservas para bancos que contraem empréstimos externamente; ou obrigar que as instituições bancárias dos países desenvolvidos incorporem riscos maiores aos contratos assinados com bancos de mercados emergentes<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> Eichengreen, B. (1998b), p.3

<sup>47</sup> Eichengreen, B. (1998a).

<sup>48</sup> Eichengreen, B. (1999b).

Porém, uma vez que tais medidas podem acarretar o aumento da captação externa de recursos por instituições não bancárias e seu repasse aos bancos (deixando o problema original inalterado), o autor defende o estabelecimento de impostos ou depósitos não remunerados sobre todos os influxos de capitais (com destino ao sistema bancário ou não). Medidas dessa natureza seriam como “areia nas engrenagens de veículos financeiros super-eficientes”<sup>49</sup>. As operações especulativas de curtíssimo prazo seriam desencorajadas, pelo aumento substancial de seu custo, mas o mesmo não ocorreria com as comerciais e as de investimentos (produtivos ou não) de maior prazo, porque os impactos em seus custos seriam irrisórios. Um imposto sobre transações deveria, entretanto, ser universal e uniforme entre os diferentes mercados. Afinal, caso contrário, o país que o impusesse unilateralmente, veria seu setor financeiro ‘emigrar’ para os mercados *offshore*<sup>50</sup>.

A supervisão da atuação das autoridades nacionais nesse âmbito ficaria sob a responsabilidade de uma agência multilateral como o Banco de Compensações Internacionais (BIS) ou o FMI, que poderia determinar limites à taxa. Teria, também, de estabelecer sanções aos países que não adotassem a medida.

Todavia, no que tange aos PEDs, Eichengreen afirma que uma conta de capital aberta deveria ser a exceção e não a regra<sup>51</sup>, ao menos no curto prazo quando as necessárias reformas não foram realizadas (note-se que quanto a esse aspecto a posição do autor é semelhante à do FMI). De fato, na economias emergentes haveria a necessidade de controles de capitais como medidas transitórias, ou seja, enquanto se aperfeiçoam os sistemas financeiros domésticos e se cumprem as essenciais pré-condições à abertura, o que significa que no contexto atual a abertura precisa obedecer a uma seqüência ‘ótima’ em que a liberalização dos fluxos de capitais de curto prazo deve ser a última etapa<sup>52</sup>. Isso porque nos PEDs, cujos mercados são pouco desenvolvidos, as práticas de administração de risco do setor privado são subdesenvolvidas, e a capacidade de supervisão dos reguladores é limitada, ou seja, as formas convencionais de defesa contra o risco sistêmico não são suficientes.

---

<sup>49</sup> Eichengreen, B. et alli, (1995), p. 164.

<sup>50</sup> Eichengreen retoma a proposta de J. Tobin, apresentada pela primeira vez no final da década de 70, que ficou conhecida como “Tobin Tax”.

<sup>51</sup> Eichengreen, B. (1998b).



Além disso, os governos desse países não gozam de histórias de políticas coerentes, conseqüentes e bem sucedidas, o que implica não terem credibilidade junto aos mercados. A decorrência mais imediata é, em situações de crise, ficarem sujeitos à disciplina perversa dos mercados, o que os impede de executarem políticas expansionistas para enfrentarem recessões iminentes. Dessa forma, ainda que os controles de capitais tenham custos em termos de eficiência econômica, estes serão superados pelos benefícios quando utilizados nos PEDs como medidas transitórias visando a recuperar a capacidade de realizarem-se políticas anti-cíclicas e a mitigar os efeitos derivados da volatilidade dos capitais.

Um ponto crítico, porém, seria a possibilidade da imposição de controles no curto e médio prazos acarretar o afastamento do compromisso com as reformas estruturais e o desenvolvimento institucional, algo para o que a comunidade internacional (em grande medida por meio da atuação das agências multilaterais) deveria se manter atenta.

Jeffrey Sachs também defende a idéia de que o capitalismo global é certamente a melhor forma de se atingir o crescimento e o desenvolvimento mundiais, mesmo dos PEDs. Entretanto, devido a uma série de insuficiências do sistema (sobretudo na esfera institucional), esses países, a fim de não se tornarem reféns dos humores dos mercados, deveriam impor controles sobre os fluxos de capitais de curto prazo. Segundo ele, haveria hoje praticamente um consenso em torno da percepção de que as liberalizações prematuras (muitas vezes estimuladas pelo FMI) foram uma das principais causas da crise asiática. Por isso, os PEDs deveriam impor seus próprios controles e supervisão sobre a contração de empréstimos externos de curto prazo pelas instituições financeiras domésticas. Com o intuito de evitar vultosas saídas de capitais em situações de pânico, seria melhor impedir, em primeiro lugar, que os bancos se exponham demais a esse tipo de endividamento<sup>53</sup>. Um exemplo possível seriam as restrições impostas pelo governo chileno.

Em texto de 1997<sup>54</sup>, Krugman afirma que uma das maneiras de um país se defender de ataques especulativos é por meio da imposição de controles de capitais, o que, entretanto, não pareceria muito factível ou provável no futuro próximo (ao menos não de forma disseminada). Contudo, preocupado com os desequilíbrios causados pelas mudanças repentinas de posições dos agentes, o autor lembra que, enquanto se mantiverem as regras

---

<sup>52</sup> Para melhor exposição consultar capítulo 1 sobre a posição do FMI.

<sup>53</sup> Sachs, J. (1998c).

prevalecentes atualmente no SFI, os governos serão reféns dos mercados. Isso quer dizer que precisam procurar apreender e atender às suas percepções, preconceitos e caprichos, ou pelo menos àquilo que esperam que sejam suas percepções<sup>55</sup>. De fato, enquanto os capitais fluírem livremente as nações serão vulneráveis a ataques especulativos *self-fulfilling* e os responsáveis pela política econômica serão forçados a seguir o que o autor chama de “o jogo da confiança” (*the confidence game*). Esse implica adotar políticas e diretrizes que os agentes considerem adequadas e, conseqüentemente, em que eles confiem, ainda que não sejam as mais consistentes com os fundamentos econômicos.

Analisando as crises da década de 90, Krugman afirma que os modelos existentes até pouco tempo eram insuficientes para explicá-las por não incorporarem de maneira adequada os efeitos das mudanças de posições dos agentes e, portanto, a possibilidade de ataques que se auto-justificam. A princípio cético em relação a eles, admite que a análise das crises recentes modificou sua percepção, e disso deriva o esforço por ele despendido nos últimos anos para desenvolver um modelo que explique de modo razoavelmente convincente o que denomina “crises de terceira geração”. Na origem destas, o que é peculiar é que, exatamente em virtude do fato de que os ataques podem se auto-justificar, seguir uma política econômica que faça sentido em termos de fundamentos não é suficiente para assegurar a confiança do mercado. E a necessidade de assegurá-la pode por fim levar um governo nacional a não executar políticas que seriam sensatas e adotar outras que pareceriam em geral perversas.

A partir dessas considerações, Krugman sustenta a necessidade de se pensar se realmente vale a pena jogar de acordo com essas regras, ou seja, se o capital deve de fato fluir tão livremente. Obviamente, não é trivial limitar seu movimento (e com certeza não sem a ameaça de ‘estrangulamento’ do comércio internacional), e a isso os *experts* de Washington e do FMI levantariam diversas objeções técnicas e procurariam demonstrar como foi possível ‘ganhar a batalha’ no caso mexicano (1995) jogando de acordo com as regras supracitadas. Todavia, Krugman afirma que o mesmo não se conseguiu nos episódios recentes de crise. Segundo ele, no atual arranjo, quando uma recessão ou outros tipos de problemas se iniciam, os mercados financeiros obrigam os PEDs a agirem de

---

<sup>54</sup> Krugman, P. (1997a)

<sup>55</sup> Krugman, P. (1998b).

forma a torná-los ainda piores, amplificando-os. Por isso, argumenta que um sistema como esse dificilmente sobreviverá. “Se permitir que o capital se movimente livremente significa que a política econômica deve seguir as regras do *confidence game*, então mais cedo ou mais tarde o mundo irá decidir que não vale a pena jogá-lo”<sup>56</sup>.

Além disso, como já apresentado em tópico anterior, Krugman diz que os PEDs teriam de optar pela confiança, cuja contrapartida seria o abandono das políticas de estabilização ou a imposição de controles. A primeira alternativa, entretanto, não pareceria muito factível, pois como obter o apoio dos eleitores abdicando da capacidade de executar tais políticas? E, ainda que os governos sejam bem sucedidos nisso, como convencer o mercado de que se manterão fiéis a políticas semelhantes? Dessa forma, apesar de todos conhecerem as perdas em termos de eficiência econômica trazidas pelos controles, o autor afirma ser necessário comparar tais custos às outras alternativas.

Com base em tal análise, passou a defender, a partir de 1998, a adoção de restrições temporárias à saída de capitais como parte da estratégia de recuperação após a erupção de uma crise, o que, naturalmente, o tornou alvo de inúmeras críticas dos ferrenhos defensores das virtudes da livre movimentação de capitais. De maneira geral, os controles deveriam ser impostos para prevenir o pânico (e não para derrotar “conspirações”, como defende o primeiro ministro da Malásia) proveniente de investidores que são mais provavelmente respeitáveis banqueiros e residentes ricos e não “abomináveis cosmopolitas sem raízes”.

Krugman afirma que o caso da Malásia (que optou pela adoção de medidas semelhantes e não entrou em colapso como decorrência dessa estratégia), mostra que os oponentes desse tipo de estratégia de política estavam errados - embora, entretanto, não comprove que seus proponentes estivessem certos pois, afinal, as demais economias da região (que não os adotaram) também estão se recuperando (ainda que com maiores custos sociais)<sup>57</sup>.

De qualquer maneira, a Malásia teria provado que controlar capitais em uma crise é, ao menos, exeqüível. Anteriormente à sua experiência acreditava-se não haver nada que os governos pudessem fazer para amenizar o pânico, exceto reescalonar as dívidas e tentar restaurar a confiança através de reformas e demonstrações de austeridade.

---

<sup>56</sup> Krugman, P. (1998b), p. 5.

<sup>57</sup> Krugman, P. (1999c).

Krugman levanta, finalmente, dois pontos importantes sobre a questão. O primeiro deles é o risco político trazido pela adoção de controles: os governos, livres da necessidade de satisfazer os mercados financeiros, poderiam perder o incentivo para agir sensatamente, algo que, entretanto, não estaria ocorrendo no caso da Malásia. O outro é o fato de não serem os controles necessariamente a resposta para todo país que enfrente uma crise de confiança; às vezes esta pode ser restabelecida sem ser preciso o emprego de medidas coercitivas. Contudo, seria tolice eliminá-los como uma estratégia de última instância.

Paul Davidson é certamente um dos poucos autores de destaque que prescrevem a adoção de controles de capitais incondicionalmente, isto é, como parte integrante da política econômica mesmo em situações “normais” (em que não se está enfrentando uma crise). Segundo ele, tal qual prega a filosofia dominante a partir dos anos 70, os melhores resultados em termos de eficiência econômica efetivamente seriam os produzidos por um sistema cujo funcionamento se assemelhasse àquele das teorias de expectativas racionais, em que o futuro é conhecido a partir de cálculos probabilísticos com base no presente. Nessa situação, o mercado, deixado por si só, produziria bem-estar e crescimento, e os controles de capitais seriam contraproducentes. Entretanto, como a realidade não é essa, uma solução *second best* passaria pela imposição de controles e intervenção das autoridades competentes.

A função dos controles seria impedir que rápidas mudanças nos sentimentos dos agentes, levando a fortes reversões nos fluxos de capitais e conseqüentes variações nos preços, tenham efeitos reais devastadores. Há, porém, diversos tipos de controles de capitais disponíveis, desde impostos a taxas de câmbio diferenciadas para tipos específicos de transações. Por isso, caberia a cada país adotar a espécie mais adequada a sua realidade, o que significa que essa seria uma escolha feita pelas autoridades nacionais e não por alguma agência internacional.

## **V. Emprestador Internacional de Última Instância e Reestruturação de Dívidas**

A importância de prevenirem-se as crises é enfatizada, por todos os economistas considerados, como o principal ponto de uma reforma do SFI. Entretanto, acreditando que por melhores que sejam os instrumentos para tal novas crises certamente eclodirão, alguns

deles demonstram preocupações com a elaboração de alternativas para se lidar com os problemas trazidos pelos distúrbios financeiros. Assim, no que concerne a considerações dessa natureza, dois pontos fundamentais são a existência ou não de um prestador internacional de última instância (LOLR) e a reestruturação de dívidas, embora nem todos os autores tenham se dedicado a essas questões.

Eichengreen, afirmando ser essa a esfera em que a atual estrutura do SFI é mais débil, lembra serem duas as formas usuais de resposta da comunidade internacional às crises: os resgates dos países em dificuldades (*bail out*), como por exemplo o México em 1995, e a opção pela não intervenção (levando a devastadores *defaults*), tal qual o caso russo em 1998. Ambas, entretanto, teriam resultados extremamente negativos, conforme mostra a experiência histórica, sendo, conseqüentemente, inaceitáveis como solução para o problema.

Evitá-las significaria a criação de um modo mais ordenado e eficiente de reestruturação de contratos de dívida *non performing*. Isto, todavia, não dependeria de reformas ao mesmo tempo radicais e irrealistas como a criação de uma *bankruptcy court*, conforme defende Jeffrey Sachs, ou um LOLR operando via vultosos pacotes de resgate.

De fato, dever-se-ia empreender uma série de mudanças modestas para tornar a reestruturação uma opção viável. Novas cláusulas como *majority voting* e *sharing* poderiam ser adicionadas aos contratos de empréstimo a fim de evitar-se que o comportamento de credores isolados obstruísse acordos benéficos ao devedor e à vasta maioria dos credores. “Outras mudanças desejáveis (...) incluem cláusulas de representação coletiva (...) e cláusulas estabelecendo que um percentual mínimo de acionistas deve estar de acordo para que se mova uma ação legal. A adição de tais cláusulas aos contratos é a única forma prática de criar-se m ambiente propício a negociações flexíveis de reestruturação. Isso poderia ser feito por legisladores e reguladores nos Estados Unidos e no Reino Unido, os principais mercados nos quais os títulos das economias emergentes são transacionados, sem ceder qualquer jurisdição ou autoridade para uma agência supranacional”<sup>58</sup>. De acordo com o autor, essa abordagem seria muito mais factível do que a de estabelecimento de uma *bankruptcy court* internacional com poderes para interferir nos termos de acordos envolvendo agentes soberanos.

---

<sup>58</sup> Eichengreen, B. (1999b), p. 17.

Diferentemente de Eichengreen, Jeffrey Sachs, em texto de 1995<sup>59</sup>, discute a importância do estabelecimento de um LOLR no contexto vigente na atualidade, em que há a possibilidade de que profecias adversas auto-realizáveis, levando a fugas de capitais, abalem tomadores soberanos (*sovereign borrowers*). A crise mexicana de 1995, por exemplo, seria um caso clássico para a atuação de instituição encarregada de cumprir tal papel. O país era solvente porém ilíquido. Assim, apesar de não ser capaz de fornecer imediatamente aos credores o montante de capital demandado, poderia oferecer colaterais adequados aos empréstimos de curto prazo. Como consequência, a fim de que se evitem os graves efeitos econômicos decorrentes de crises de confiança, nações em situação semelhante deveriam receber o auxílio financeiro de um LOLR.

Contudo, não seriam apenas fatores econômicos que justificariam a criação de um emprestador internacional de última instância. Na realidade, ele cumpriria importante papel também na preservação da ordem social e política, em virtude de o exercício do poder ser sujeito a equilíbrios múltiplos. “A habilidade do estado para preservar a lei e a ordem (e portanto para defender o direito à propriedade também) depende de seu sucesso em afirmar seu monopólio do uso da força dentro do país. Enquanto há muitos disputando o poder dentro da sociedade, cada um sozinho é normalmente muito fraco para tentar usurpar o monopólio estatal da força. Em certas circunstâncias, porém, [esse] monopólio pode entrar em colapso - em uma explosão de criminalidade, separatismo regional, guerra civil - produzindo um ‘mau’ equilíbrio no qual nenhum grupo da sociedade é capaz de afirmar o monopólio do poder. (...) Esse tipo de colapso do estado é particularmente provável em estados financeiramente débeis, que são incapazes de mobilizar recursos para proteger o monopólio do poder<sup>60</sup>”. Exatamente por essa razão seria o LOLR fundamental também para a manutenção das bases da estabilidade política e social.

De acordo com o autor, a função de LOLR poderia ser cumprida pelo FMI, algo que fora planejado por seus criadores, porém somente após preenchidas as diversas lacunas conceituais que o levam a responder às crises de forma *ad hoc*.

Todavia, embora enfatize a necessidade de se criar um LOLR e afirmar que o FMI poderia sê-lo, em sua argumentação Sachs reserva um papel substancialmente diferente à

---

<sup>59</sup> Sachs, J. (1995).

<sup>60</sup> Sachs, J. (1995), p.6.

instituição ao defender que o desempenho de tais funções deveria dar-se através de métodos alternativos. Em um mundo de vultosos fluxos de capitais e liquidez, o ideal seria que Fundo não recorresse ao dinheiro dos contribuintes para suas operações. De fato, assim como uma *bankruptcy court*, poderia estabelecer prioridades e supervisionar a concessão de empréstimos privados a países membros em dificuldades. Além de evitar o comprometimento de recursos públicos, uma mudança dessa natureza nas práticas do FMI traria outras vantagens decorrentes da manutenção do contato entre os países e o mercado, que testaria cada empréstimo e cada programa de ajustamento. Adicionalmente, se a instituição atuasse mais como uma *bankruptcy court*, poderia também desprender-se de seu monopólio da função de conselheiro macroeconômico dos países em dificuldades. Os próprios governos organizariam equipes de técnicos e especialistas para elaborar os programas de ajuste em um processo de preparação para a recuperação do acesso aos mercados de capitais. O *staff* do FMI poderia avaliá-los e até emitir opiniões para mudanças, mas sem a possibilidade de ser responsável pela preparação do esforço de ajustamento.

Note-se, pois, que embora Sachs defenda a criação de um emprestador de última instância, sua proposta se aproxima mais do estabelecimento de um coordenador das operações de empréstimos, atendendo ao objetivo de não comprometer recursos públicos nas operações de resgate.

No que tange à forma de lidar-se com as crises após sua eclosão, Krugman<sup>61</sup> afirma que uma opção (melhor do que a flutuação cambial ou a estabilização da moeda a qualquer custo) é a concessão de linhas de crédito. Estas, entretanto, deveriam significar mais do que provisão de financiamentos para balanços de pagamentos ou recursos para os bancos nos moldes de LOLR. Deveriam, na realidade, substituir o crédito perdido pelas empresas de forma a permitir a continuidade dos projetos de investimentos. Consequentemente, elas precisariam ser bastante volumosas, e também serem acompanhadas por um mecanismo que direcione os recursos para os empresários em dificuldades. Entretanto, estaria envolvida uma dificuldade política particularmente grande uma vez que durante a crise o número dos mesmos é bastante elevado, sendo que foram seus excessos, entre outros problemas, que levaram à crise em primeiro lugar.

---

<sup>61</sup> Krugman, P. (1999a).

O autor lembra, então, que se seu modelo for levado a sério, uma linha de crédito suficientemente volumosa na verdade nunca teria de ser usada, tendo em vista que sua própria existência seria suficiente para prevenir a ocorrência da crise. Isso porque eliminar-se-ia o risco de eclosão de uma crise de confiança. Porém, para que a autoridade responsável não tivesse de usá-la, os agentes deveriam acreditar em seu compromisso em fazê-lo se necessário.

É interessante notar que ao defender a criação de linhas de crédito tão volumosas Krugman não menciona a questão do risco moral que se poderia gerar, ponto que o preocupou em momentos anteriores<sup>62</sup>

Davidson rejeita as propostas de criação de um LOLR em discussão na atualidade, afirmando serem extremamente superficiais, e assim ineficazes para resolverem-se os problemas colocados pelas crises ou evitarem-se desastrosas consequências reais. Nenhuma delas funcionaria como uma solução permanente para a prevenção, mas apenas como medida *ad hoc*, e por isso, por não incorporarem o que deveria ser o objetivo desse tipo de política (a prevenção), são insuficientes. São preocupações dessa natureza que permeiam a proposta do autor de criação de uma *International Clearing Union*, apresentada no próximo capítulo.

## **VI. O papel do FMI**

Não há um consenso quanto ao papel a ser cumprido pelo Fundo Monetário Internacional em uma eventual nova estrutura do SFI. O único ponto a que as posições parecem convergir é a certeza de ser preciso uma ampla reforma da instituição e de sua forma de atuação.

Além dos pontos abordados ao longo da exposição acima, Barry Eichengreen trata de algumas outras questões referentes às funções do Fundo.

Em primeiro lugar, deve-se fazer menção à sua importância em incentivar, através de sua política de empréstimos, a introdução de inovações contratuais, fundamentais no processo de resolução de turbulências. Outra área fundamental refere-se à adoção padrões internacionais de *best practices*, como os formulados pelo FMI para as políticas fiscal e monetária (apresentados no primeiro capítulo). A instituição deveria não apenas estimular



seus membros a implementá-los, a monitorá-los nisso e estabelecer seu cumprimento como condição ao auxílio em momentos de dificuldades, mas também encorajar e ajudar as atividades dos grupos privados responsáveis por sua elaboração. Segundo o autor, forjar-se-ia assim uma virtuosa cooperação entre setores público e privado, tida por ele como essencial no processo de reforma.

Ao mesmo tempo, ao Fundo caberia o monitoramento dos processos de abertura da conta capital, assumindo as funções de um conselheiro no que tange às regulações prudenciais e de um 'guardião' contra crises financeiras passíveis de serem evitadas, e não a imposição de sua liberalização (evitando o risco de defender aberturas prematuras). A instituição deveria estabelecer sua estratégia para a conta capital a partir de uma abordagem que enfatize os problemas referentes à seqüência da liberalização e a imposição de impostos transitórios sobre os influxos de capitais e mesmo de controles.

Paralelamente, o Fundo deveria prover aos governos nacionais suporte e conselho para evitar flutuações cambiais muito intensas que, fugindo do controle, acarretem riscos para a economia real. Preocupações dessa natureza deveriam necessariamente partir do FMI (ou de instituição semelhante), na medida em que os governos nacionais não costumam levar em consideração as repercussões internacionais de suas políticas<sup>63</sup>. Um importante instrumento para isso seria a supervisão multilateral, pela qual a instituição procuraria tornar os governos mais conscientes quanto àquelas implicações das políticas domésticas.

Finalmente, ao Fundo caberia conceder empréstimos a países cujo acesso aos créditos comerciais esteja temporariamente vedado em virtude de problemas sérios de balanço de pagamentos. Agindo dessa forma, evitaria que, enquanto o ajuste estivesse em andamento, o país fosse vítima de um colapso no sistema bancário e de catastrófica recessão como decorrência da escassez de recursos.

Diferentemente de Eichengreen, Sachs vem sendo um ferrenho crítico do FMI de maneira geral, e particularmente de sua atuação na crise asiática.

As críticas do autor partem do que ele identifica como as três bases de sustentação do poder do Fundo: a instituição seria o instrumento pelo qual os EUA intervêm nos PEDs; muitos desses a vêem como a única forma de ter acesso aos recursos da comunidade

---

<sup>62</sup> Consultar, por exemplo, Krugman:1998a sobre a crise asiática e suas origens.

<sup>63</sup> Eichengreen, B. (1997).

internacional; o FMI ostentaria uma imagem de infalibilidade (apesar dos numerosos fracassos)<sup>64</sup>. Para Sachs seria inadmissível que uma instituição que lida com questões de extrema relevância tenha seu poder fundado em semelhantes bases.

Para que possa atuar sobre alicerces mais sólidos, o Fundo deveria passar por um processo de reforma. Esta teria de, em primeiro lugar, visar a torná-lo responsável por suas ações, previsões equivocadas e conselhos que endereça aos PEDs. Tal qual se prega para os agentes privados, os públicos também precisam ter suas ações norteadas por princípios como transparência, abertura e *good governance*, e ser sujeitos à supervisão.

Um ponto fundamental seria a instituição tornar-se substancialmente mais transparente, o que quer dizer ser obrigada a tornar públicos seus programas, a fim de que sua pertinência e adequação possam ser analisadas pela comunidade internacional.

Paralelamente, a seu conselho executivo (*executive board*) caberia assumir uma posição mais atuante, supervisionando os trabalhos da *staff* e não apenas aprovando seus programas. Ele funcionaria de forma adequada quando percebesse a necessidade de se recorrer a informações, opiniões conseqüentes e idéias que não as do próprio Fundo, buscando-as, então, junto a outros agentes.

Finalmente, deveria haver mudanças nas condicionalidades exigidas para o recebimento de recursos oriundos do FMI, como a implementação de programas de ajuste desenhados por *experts* do Fundo e de Washington e que muitas vezes são inadequados ao país em questão. Os ‘conselhos’ e recomendações de política não deveriam versar sobre questões internas às nações, ligadas, portanto, à sua soberania, mesmo porque isso pode abalar a legitimidade dos governos nacionais<sup>65</sup>.

Esse é um ponto em que as posições de Sachs e Eichengreen divergem substancialmente. Isso porque este último defende que, na medida em que as crises recentes têm origem em deficiências institucionais internas aos países, seria natural que as recomendações do FMI abordassem tais questões, como estaria ocorrendo. Evitarem-se crises significaria restabelecer-se a confiança nos sistemas financeiros domésticos, o que passará por reformas com as quais o Fundo tem de se preocupar.

---

<sup>64</sup> Sachs, J. (1998a).

<sup>65</sup> Para posição semelhante porém mais contundente, consultar Feldstein (1998).

Para Sachs, o grande papel a ser cumprido pelo FMI seria o de ajudar a preencher as lacunas institucionais existentes no SFI. Isso significa auxiliar na construção de aparato adequado à superação de problemas de falha de mercado, lidando fundamentalmente com três tipos de problemas: instabilidades cambiais, pânico dos credores, e insolvência de nações devedoras (incluindo o cancelamento das dívidas dos países mais pobres). Para tal, todavia, seria imprescindível a reforma da instituição.

Krugman e Davidson não discutem amplamente o papel a ser cumprido pelo FMI em uma nova estrutura internacional. O primeiro talvez não o faça por não ser essencial ao ponto com que está de fato preocupado, que é a elaboração de um modelo adequado para a explicação das crises cambiais recentes. Quanto ao segundo, provavelmente porque seu objetivo é propor uma ampla reforma do SFI, com o estabelecimento de uma nova estrutura em que a instituição importante para as transações financeiras internacionais não é o Fundo mas sim a *Clearing Union*, conforme apresentado no capítulo subsequente.

## **VII. Comentários Finais**

Como se pode perceber, os economistas considerados têm posições bem contundentes com relação à maior parte dos tópicos considerados. É interessante notar que as visões de alguns deles são fortemente antagônicas com relação a alguns pontos, mas se aproximam no que tange a outros. Naturalmente, sua argumentação sobre a reforma do SFI não se restringe às matérias aqui privilegiadas, se estendendo por diversos outros tópicos. Entretanto, optou-se por enfatizar aqueles que parecem estar sujeitos a maiores disputas e controvérsias no debate corrente.

### CAPÍTULO III - ALGUMAS CONTRIBUIÇÕES ‘HETERODOXAS’

Diversos economistas, como Barry Eichengreen por exemplo, têm enfatizado a necessidade de abandonarem-se projetos grandiosos de reformulação do sistema monetário e financeiro internacional (SMFI), por não serem factíveis e não terem o necessário respaldo político. Contudo, é exatamente isso o que fazem autores como Paul Davidson e Robert Guttman, os quais apresentam propostas com as características apontadas por Eichengreen e estão cientes das dificuldades para torná-las realidade. Entretanto, Davidson afirma que apenas idéias abrangentes como as suas seriam capazes de propiciar o retorno a uma era de substancial prosperidade econômica e que, ainda que pareçam utopia, assumir-se uma atitude derrotista, afirmando ser difícil demais mudar o sistema falido hoje existente, fará com que nenhum progresso seja atingido<sup>66</sup>. Guttman, da mesma maneira, admite que algumas pré-condições básicas para a implantação de sua proposta não são observadas hoje e não parecem prováveis no futuro próximo, o que, todavia, não o afasta da defesa do projeto que acredita ser o mais adequado para o crescimento e estabilidade globais<sup>67</sup>.

O objetivo deste capítulo é apresentar, de maneira sucinta, algumas propostas “grandiosas”, enfatizando seu diferencial em relação aos projetos mais recorrentemente discutidos (como as idéias do Fundo Monetário Internacional), sobretudo no que tange ao processo de ajustamento de desequilíbrios de balanço de pagamentos (BP) e à promoção do crescimento internacional.

As quatro propostas consideradas (de Davidson, Guttman, D’Arista e Eatwell & Taylor) têm como característica comum a preocupação com o crescimento e com um desenvolvimento mais igualitário dos diferentes países, além da percepção de que isso não será atingido com o SMFI vigente. Haveria, pois, a necessidade de se constituir um novo aparato institucional, que fortalecesse o equilíbrio e a integração, e uma esfera de regulação baseada em novos acordos e instituições multilaterais (ainda que em alguns dos projetos os organismos hoje existentes continuassem atuantes).

---

<sup>66</sup> Davidson, P. (1998c), p.12.

<sup>67</sup> Guttman, R. (1994).

Nas propostas de Davidson e de Guttman tais objetivos seriam alcançados por meio da criação de um ativo de reserva internacional, respectivamente o IMCU (*International Clearing Unit*) e o SNCM (*Supranational Credit-Money*), essencial para a superação dos problemas gerados pela utilização de moedas nacionais nas transações externas. O gerenciamento e a emissão daquele ativo ficaria a cargo de uma agência internacional (*International Clearing Agency* no projeto de Davidson, e *International Monetary Authority*, no de Guttman), em que os bancos centrais (Bacens) nacionais teriam contas<sup>68</sup>.

Em ambas as propostas o sistema seria regido por regras que visariam a prevenir uma escassez de demanda internacional em virtude da existência de uma nação com acúmulo excessivo de reservas (ou que esteja “drenando” a liquidez do sistema); prover um mecanismo de ajustamento para as nações superavitárias; dar a cada nação as condições necessárias para impor regulações e controles de capitais a fim de prevenir saídas geradoras de instabilidades; e expandir a quantidade de ativo de reserva internacional de acordo com as necessidades da economia mundial (principalmente na proposta de Davidson).

A unidade internacional seria mantida apenas pelos Bacens e pela autoridade internacional, o que, afirma Davidson, evitaria as operações especulativas com ela. Entretanto, as transações comerciais e financeiras internacionais se processariam de forma distinta em cada um dos projetos.

No de Guttman, haveria uma divisão da soberania monetária (entre as moedas nacionais e o SNCM) e toda transação internacional seria intermediada pela IMA. O sistema funcionaria da seguinte maneira: “Em toda transação internacional [comercial ou financeira] a IMA pode transferir a soma requisitada de capital denominada em SNCM da conta de reserva do país ‘pagador’ para a do país ‘recebedor’ (...). O processo, na verdade, começa antes, quando um indivíduo importador ou exportador de capital no país *A* instrui seu banco para enviar uma ordem de pagamento ao Bacen e no processo paga a soma devida denominada na moeda *A*. Quando o Bacen executa a ordem de pagamento, a IMA transfere o montante equivalente em reservas denominadas em SNCM da conta do país *A*

---

<sup>68</sup> Jane D’Arista (1999) apresenta proposta semelhante na qual, entretanto, não se criaria uma unidade de crédito global. A autoridade internacional operaria com as diferentes moedas nacionais, porém em bases quase idênticas às da ICA de Davidson ou da IMA de Guttman.

para o *B*. Finalmente, o Bacen de *B* repassa aquela soma, agora denominada em *B*, para o banco do [agente que está sendo pago], em forma de crédito para sua conta. Em resumo, os pagamentos internacionais são feitos por e para participantes individuais no mercado em suas próprias moedas, complementados por transferências de fundos denominados em SNCM entre países. Essa seqüência de pagamentos (...) é necessária para a adequada integração da moeda de crédito global à economia internacional<sup>69</sup>. O interessante é que tais operações não afetam o total de poder de compra disponível na economia mundial, mas apenas o redistribuem entre os agentes envolvidos.

Davidson, por sua vez, em consonância com o Plano Keynes, propõe um arranjo em que as moedas nacionais continuariam a ser utilizadas nas transações entre os países, sem que houvesse centralização das operações na *clearing union*. Ocorreria apenas o *clear* na ICA, ou seja, a compensação das transações totais e o cômputo dos resultados líquidos.

Os Bacens teriam o compromisso de garantir a conversibilidade dos depósitos em IMCU na agência internacional para sua moeda doméstica, e cada um deles estabeleceria suas próprias regras com relação à disponibilidade de moedas estrangeiras (via transações denominadas no ativo internacional) para seus residentes (incluindo o setor bancário). Assim, se as leis locais permitirem o estabelecimento de contratos em moeda estrangeira, eles poderiam continuar a serem firmados, desde que as autoridades nacionais assumam o compromisso de mantê-las disponíveis a fim de suprir as necessidades contratuais.

Davidson afirma que, uma vez que os bancos centrais venderiam seus passivos em IMCU apenas para outros Bacens e para a ICA e todos os seus ativos estariam denominados nesta unidade, não haveria 'drenagem' de reservas do sistema. Ao final todas as transações se compensariam (*clear*) entre as contas dos Bacens na ICA<sup>70</sup>.

Com relação às taxas de câmbio, no projeto de Davidson elas "seriam estabelecidas inicialmente por cada nação - exatamente como ocorreria se fosse instituído um padrão ouro internacional<sup>71</sup> (Guttman não explicita como seria o estabelecimento das taxas, mas apenas descreve sua administração). Criar-se-ia, então, um sistema de taxas fixas entre o IMCU (e também o SNCM na proposta de Guttman) e as moedas nacionais (as quais interagiriam através da unidade internacional, que portanto funcionaria como numerário)

---

<sup>69</sup> Guttman, R. (1994), p. 432.

<sup>70</sup> Davidson, P. (1997).

podendo, entretanto efetuarem-se mudanças que reflitam aumentos permanentes na produtividade do trabalho. Dessa forma, aos Bacens estaria assegurado que suas reservas em IMCU “não perderiam poder de compra em termos de bens produzidos externamente, mesmo se [um outro] governo permitir que inflação salário-preços ocorra [em seu território nacional]. A taxa entre a moeda local e o IMCU mudaria com a elevação do preço em moeda local da cesta de *commodity* doméstica”<sup>72</sup>. Com isso se evitaria que indústrias específicas de qualquer nação obtivessem vantagens competitivas decorrentes de meras alterações cambiais nominais, independentes de melhorias na produtividade do trabalho.

Uma preocupação importante que permeia as duas propostas (tal qual a do Bancor de Keynes) é de que haja uma simetria no ajustamento dos balanços de pagamentos (BPs), que se traduz na busca de uma forma de encorajar as nações superavitárias a utilizar o que se definisse (*a priori*) como saldos excessivos acumulados através de superávites comerciais. Segundo Davidson, estes poderiam ser gastos de três formas: “(1) em produtos de qualquer outro membro da *clearing union*, (2) em projetos de novos investimentos diretos estrangeiros, e/ou (3) na provisão de transferências unilaterais (ajuda externa) para membros deficitários. (...) O país superavitário [teria, então, considerável autonomia para] decidir como aceitar o ‘ônus’ do ajustamento na forma que julgue ser no melhor interesse de seus residentes”<sup>73</sup>. Contudo, não lhe seria permitido impor às nações deficitárias cláusulas contratuais que as obrigassem a arcar com serviços de dívidas superiores à sua capacidade de pagamento.

Se os fundos acumulados por algumas nações não fossem gastos, caberia à ICA confiscar a porção de créditos que parecesse excessiva, e distribuí-la para as deficitárias. O fundamental seria assegurar que os superávites constantes de alguns países não gerassem pressões deflacionistas sobre a economia internacional.

Finalmente, se um país operando em pleno emprego estiver incorrendo em déficits persistentes de BP, significa que não possui capacidade produtiva suficiente para manter seu atual padrão de vida. Caso trate-se de uma nação pobre, as ricas e superavitárias deverão procurar ajudá-la por meio da transferência de recursos. Se, por outro lado, o país deficitário for relativamente rico, deverá alterar seus padrões de vida por meio de uma

---

<sup>71</sup> Davidson, P. (1997), p. 681.

<sup>72</sup> Davidson, P. (1997), p. 683.

redução dos termos de comércio. As regras do sistema teriam de garantir que a superação dos desequilíbrios de importação/exportação ocorresse sem que se gerasse tendência recessiva.

Um ponto fundamental enfatizado por Davidson se refere à manutenção do déficit de BP apesar de contínuo superávit comercial. Nessa situação, estaria claro que o problemas seriam serviços de dívidas excessivos, e portanto caberia à ICA promover negociações entre devedor e credores para reduzir as obrigações anuais via alongamento do período de pagamento, ou redução das taxas de juros ou perdão da dívida.

No projeto de Guttman, a mobilização dos recursos de alguns países para financiar déficits de BPs de outros também seria garantida pela autoridade internacional, que organizaria o SMFI de forma a torná-la possível. A instituição estaria dividida em dois departamentos separados: o monetário (MD), responsável pela emissão da SNCM e sua transferência para as contas dos países; e o financeiro, (FD), com a função de distribuir os recursos na forma de empréstimos. Os países superavitários emprestariam seus fundos depositados no MD para o FD, recebendo em troca um direito de crédito. O FD, então, poderia emprestá-los para as nações deficitárias, a fim de que cubram suas contas no MD. Note-se que esse é um mecanismo que permite que desequilíbrios no mercado de bens sejam cobertos por fluxos financeiros do exato montante necessário, ou seja, a IMA administra um sistema em que as necessidades de recursos são plenamente satisfeitas. Ao mesmo tempo, os riscos corridos pelo país ofertante de recursos são consideravelmente reduzidos, pela intermediação daquela instituição, e os países devedores recebem créditos em que, ao contrário dos obtidos atualmente dos eurobancos ou dos governos das nações desenvolvidas, podem de fato confiar (por não estarem sujeitos a ameaças de interrupções repentinas, em virtude, por exemplo, de crises de confiança).

Todavia, Guttman ressalta que tais transferências seriam empréstimos, e portanto teriam de ser pagas, o que significa que aos países deveria não ser permitido permanecer acumulando déficits por período indeterminado. Para assegurar que isso não ocorra, a IMA poderia ter de impor medidas de ajuste a nações cronicamente deficitárias, através, por exemplo, do condicionamento de créditos adicionais à implementação de determinadas políticas (note-se que nesse aspecto a posição de Guttman se distancia consideravelmente

---

<sup>73</sup> Davidson, P. (1997), pp. 681, 682.



da de Davidson, em cujo projeto não há a imposição de medidas de ajuste como contrapartida à concessão de financiamentos pela agência internacional). O autor está ciente das dificuldades envolvidas nesse tipo de imposição, uma vez que a escolha das medidas de política econômica a serem adotadas é uma das principais bases da soberania nacional. Tais dificuldades estariam evidentes nos programas do FMI, alvo de inúmeras críticas, apesar de ser valiosa sua atuação por muitas vezes evitar que o ajuste seja imposto de forma caótica via mecanismos de mercado. Porém, embora muitos dos argumentos utilizados para atacar esta instituição possam se aplicar à IMA, Guttman afirma que ela, detentora de muito maior poder (por ser a única emissora da moeda mundial), agiria de forma diferenciada. Ao contrário do Fundo, iria incentivar os governos nacionais para que iniciassem seus processos de ajustamento (que seriam mais graduais) antes que os níveis de endividamento saíssem do controle, coordenando os esforços dos diferentes países.

Este autor argumenta ainda que, pelo fato de “o controle da política doméstica de um país ser sempre politicamente delicado, é melhor regular a questão das medidas de ajustamento tanto quanto possível com base em regras automáticas e não discriminatórias. [Dessa forma], a cada país corresponderia uma cota de empréstimo proporcional ao tamanho de seu produto nacional e ao volume de seu comércio. Globalmente, estas cotas teriam de ser estabelecidas de forma que os superávites excedessem os déficits por aproximadamente o montante de dinheiro que o país devedor requereu durante qualquer período para pagar seus empréstimos à IMA. Sempre que os débitos de um país excedam uma específica porcentagem de sua cota (...), seu governo teria de tomar certas medidas corretivas. Estas iriam se tornar mais duras e restritivas quanto maior o nível de endividamento. [Porém], embora regras automáticas e não discriminatórias ajudem a fazer as prescrições da IMA mais aceitáveis, assim como previsíveis, deve haver algum espaço para medidas discricionárias. A enorme quantidade de situações únicas e a grande heterogeneidade na economia mundial tornam impossível aplicar sempre as mesmas regras gerais como resposta”<sup>74</sup>.

Davidson e Guttman afirmam, finalmente, que o funcionamento do SMFI nas bases por eles propostas garantiria a canalização de recursos para fins produtivos, através da autoridade internacional (à qual seria dado um caráter de banco de investimento). De

---

<sup>74</sup> Guttman, (1994), pp.439, 440.

acordo com Guttman, seria notório que os países em desenvolvimento (PEDs) precisam continuamente importar capitais das nações avançadas para financiar as atividades domésticas (em especial a indústria). A IMA, então, utilizaria uma parte dos depósitos no MD como empréstimos produtivos para os PEDs, dessa forma não apenas contribuindo para a estabilidade financeira, mas também estimulando a economia global.

Essa mobilização de recursos para financiar a atividade produtiva nos PEDs é exatamente uma das grandes preocupações de Jane D’Arista, que propõe a criação de um Fundo Público de Investimento Internacional para os mercados emergentes. Este fundo emitiria e venderia “aos investidores seus próprios passivos, e compraria ações e títulos de empresas privadas e agências públicas de um vasto *spectrum* de países em desenvolvimento<sup>75</sup>”, garantindo assim, juntamente com a canalização de recursos produtivos para estes, a diversificação da carteira (e, portanto, minimizando os riscos associados a suas operações).

O foco do fundo se concentraria no desempenho de longo prazo dos agentes dos quais detiver passivos, e não no retorno financeiro imediato, o que conferiria grande estabilidade às suas operações (consequentemente aumentando também a do mercado de maneira geral). Outro mecanismo essencial para garanti-la seria a manutenção de amplas reservas, sob a forma de *securities* dos principais países industriais, a fim de fornecer aos investidores ao menos uma garantia parcial de retorno (o que contribuiria para reduzir seus receios quanto a riscos potenciais).

Adicionalmente, a criação de um fundo como esse tomaria menor “a necessidade de controles de capitais, especialmente nos países que escolherem aceitar investimentos estrangeiros de portfólio somente através deste canal”<sup>76</sup>. Outros benefícios seriam: ajudar a diversificação de carteiras e minimização de riscos corridos pelos fundos de pensão; e auxiliar investidores institucionais a reduzir o custo da ‘produção’ de informações e do combate à falta de transparência dos agentes/instituições das economias emergentes emissores de títulos transacionados nos mercados de capitais (uma vez que parte dessa função caberia ao fundo internacional).

---

<sup>75</sup> D’Arista, J. (1999), p.6.

<sup>76</sup> D’Arista, J. (1999), p.6.

Todavia, ainda que essa proposta provavelmente traga ganhos substanciais em termos de estabilidade e crescimento globais, a autora ressalta que dificilmente os investidores privados se mobilizarão para implementá-la (ou algo semelhante a ela). Por consequência, a iniciativa deveria ser pública, ou seja, partir dos governos nacionais, e a administração poderia ficar a cargo do Banco Mundial (que já possui o papel de estimular o investimento privado nos PEDs).

Outro projeto de criação de uma nova instituição internacional é apresentado por John Eatwell e Lance Taylor<sup>77</sup>. Seu objetivo é contribuir para a configuração de uma arquitetura do SMFI que propicie a melhoria do desempenho da economia real e a redução do risco sistêmico, assim possibilitando a diminuição da frequência dos episódios de crise. Os autores defendem que a existência de um organismo regulador é provavelmente a melhor maneira de manter os benefícios da liberalização e ao mesmo tempo minimizar seus custos.

Estabelecer-se-ia a *World Financial Authority* (WFA), cuja principal tarefa seria a formulação de políticas de administração do risco sistêmico, e de manutenção de altas taxas de crescimento e emprego. Para isso, precisaria dar continuidade aos trabalhos (em andamento) de diferentes organismos em direção à constituição de normas para a regulação financeira internacional, além de assegurar sua implementação.

Paralelamente, criaria regras para o desenvolvimento de efetiva cooperação entre as diferentes autoridades monetárias nacionais. Garantiria, ainda, que as políticas nacionais acordadas no âmbito da WFA teriam o suporte e apoio dos demais países, o que seria essencial para o sucesso do arranjo proposto.

Outra responsabilidade desta autoridade seria “assegurar transparência e *accountability* da parte das instituições financeiras internacionais como o FMI e o Banco Mundial”<sup>78</sup>, o que contribuiria para a elevação da eficiência e credibilidade destes organismos.

Adicionalmente, a WFA deveria estabelecer as condições para que o FMI possa atuar de fato como um prestador de última instância. Isso significa que nos países em que a regulação financeira fosse considerada insatisfatória (os quais, portanto, não teriam

---

<sup>77</sup> Eatwell, J. & Taylor, L. (1997)

<sup>78</sup> Eatwell, J. & Taylor, L. (1997), p. 15.

acesso ao auxílio do Fundo em momentos de crise), a autoridade internacional, assim como no projeto de Guttman, auxiliaria no processo de implementação das reformas necessárias.

O organismo asseguraria, ainda, que nos programas do FMI os credores arcassem com parte do ônus das crises (fossem *bailed-in*), e que os resgates aos países em dificuldades se dessem via pronta injeção de liquidez, e não por políticas ineficazes (e muitas vezes desastrosas) de reestruturação das economias nacionais como condicionalidades à concessão de créditos.

Finalmente, a WFA supervisionaria os trabalhos do Banco Mundial, cujos empréstimos teriam de ser destinados aos países mais pobres (sem acesso aos mercados de capitais). Na realidade, os autores propõem a criação de um fundo internacional de investimento para o financiamento de atividades produtivas nos PEDs, tarefa que poderia ser incorporada pelo Banco Mundial<sup>79</sup>.

---

<sup>79</sup> A proposta dos autores é, nesse ponto, praticamente idêntica à de D'Ariza, apresentada neste capítulo.

## CONCLUSÃO

São características básicas dos sistemas financeiros internacionais (SFIs) o mecanismo vigente de ajustamento (de correção dos desequilíbrios de balanço de pagamentos - BP), os instrumentos de financiamento dos déficits de BP, e o grau de *systemic management*. Reformas substanciais nesses pontos são aquelas que podem ser consideradas 'fundamentais'<sup>80</sup>. Contudo, para que ocorram, é preciso existir um amplo consenso em torno de suas insuficiências, sobretudo quanto à origem destas, e também em relação à melhor alternativa de reformulação. No pós segunda guerra mundial havia de fato um considerável grau de concordância quanto aos traços básicos de reforma a ser perseguida, o qual, entretanto, provavelmente não existiria se os países não tivessem enfrentado os males da Grande Depressão e os horrores da guerra.

No momento atual, ao contrário, por mais sérios que sejam os problemas, não parece provável a eclosão de catástrofes semelhantes. A comunidade internacional parece estar sendo capaz de lidar com os episódios de crise de forma razoavelmente satisfatória, ao menos para a economia internacional como um todo. Embora alguns países tenham sofrido consideravelmente com os distúrbios recentes, não houve o rompimento efetivo do tecido financeiro, e o sistema não entrou em colapso. Diferentemente do que muitos imaginaram, a crise asiática não se configurou como o episódio que permitiria que se forjasse um consenso como aquele que culminou no acordo de Bretton Woods. Consequentemente, isso permanece bastante improvável.

A possibilidade de que venha a ocorrer se torna ainda menor em virtude da não existência de um país hegemônico interessado em reforma semelhante, algo que existia na década de 40. Diferentemente do que ocorreu naquele momento, os Estados Unidos não devem assumir uma postura ativa de defesa de profundas mudanças na estrutura financeira mundial, sobretudo porque, diante de seu impressionante desempenho econômico por vários anos consecutivos, muitos ainda acreditam estar o país em alguma medida imune às crises. De fato, os EUA parecem estar conseguindo manter o ritmo do crescimento, apesar de ter havido queda de quase 40% de suas exportações para o leste asiático<sup>81</sup>, com

---

<sup>80</sup> Bird, G. (1996).

<sup>81</sup> Hills, C. & Peterson, P. (1999), p. 19.

conseqüente ampliação do déficit comercial. Entretanto, é preciso atentar-se para o fato de que, na realidade, aquele país está sujeito a impactos negativos substanciais. Isso em virtude do aprofundamento de suas relações financeiras com o restante do mundo (inclusive as nações emergentes), e do enorme risco de contágio trazido pelas crises recentes.

Sendo assim, é verdade que há o reconhecimento pelo governo americano da necessidade de trabalhar com a comunidade internacional para a implementação de reformas que diminuam a freqüência das crises<sup>82</sup>. A questão é que isso significa mudanças na linha das propostas pelo Fundo Monetário Internacional, ou seja, apenas reformulações marginais do aparato hoje existente.

Dessa forma, ainda que se acredite, como Davidson e Guttmann, que apenas reformas fundamentais possibilitariam a retomada de uma idade dourada do capitalismo global, o bom senso sugere que o que será atingido (ao menos no futuro próximo) não irá muito além do que propõe o FMI. Como argumenta Eichengreen, “a reforma terá de ocorrer dentro do aparato institucional existente”<sup>83</sup>, ou seja, em bases bastante modestas.

Talvez por meio de uma reformulação do sistema em tais bases seja possível obterem-se resultados significativos, mas certamente não se irá promover qualquer coisa semelhante a um crescimento internacional razoavelmente equilibrado. Isso porque as propostas semelhantes à do Fundo não contemplam mecanismos de auxílio efetivo ao mundo em desenvolvimento (como o fundo de investimento de D’Arista), nem a preocupação em garantir que cada país (sobretudo as economias emergentes) possa adotar as medidas de política mais adequadas à sua realidade.

A instituição reconhece que, a despeito dos avanços que sejam logrados, novos episódios de crise sobrevirão, e disso derivaria a necessidade de se desenvolverem mecanismos para lidar com eles. Todavia, isso em geral significaria a adoção de políticas que visem à recuperação da credibilidade dos países junto aos mercados internacionais, o que acarreta o compromisso em realizar os ajustamentos demandados pelo FMI. O problema é que em algumas nações isso tem graves implicações sobre a imagem interna do governo, uma vez que este é obrigado a escolher a estabilidade financeira e manutenção da abertura financeira em contraposição aos objetivos de crescimento e garantia dos níveis de

---

<sup>82</sup> US Government (1999).

<sup>83</sup> Eichengreen, B. (1998a), p. 8.

emprego. O Fundo não apoia 'retrocessos' no movimento de liberalização, embora recentemente tenha admitido que, em alguns contextos de particular gravidade, restrições temporárias à saída de recursos possam ser impostas<sup>84</sup>.

---

<sup>84</sup> Consultar World Economic Outlook (setembro de 1999).

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BIS (1997). Basle Committee on Banking Supervision – Press Statement, 22 de setembro.
- BIRD, G. (1996). Political Economy for International Monetary Reform, in *The World Economy*, vol 19, n. 2.
- CAMDESSUS, M. (1995) Drawing Lessons from the Mexican Crisis: Preventing and Resolving Crises - the Role of the IMF, 22 de maio.
- \_\_\_\_\_ (1998a) Capital Account Liberalization and The Role of the Fund, 09 de março.
- \_\_\_\_\_ (1998b) Report of the Managing Director to the Interim Committee on Strengthening the Architecture of the International Monetary System, 01 de outubro.
- \_\_\_\_\_ (1998c) Financial Sector Soundness and International Financial Reform, 18 de novembro.
- D'ARTISTA, J. (1999). Reforming the Privatized International Monetary and Financial Architecture, in *Financial Markets and Society*, novembro.
- DAVIDSON, P. (1997). Are Grains of Sand in the Wheels of International Finance Sufficient to do the Job When Boulders are often Required?, in *The Economic Journal*, vol. 107, n. 442.
- \_\_\_\_\_ (1998a). Volatile Financial Markets and the Speculator, abril.
- \_\_\_\_\_ (1998b). The Role of Financial Market: Efficiency vs Liquidity.
- \_\_\_\_\_ (1998c). The Case for Regulating International Capital Flows, novembro.
- ECONOMIST, (1999). Global Finance: Time for a Redesign?, 30 de janeiro.
- EICHENGREEN, B. (1997). The Tyranny of the Financial Markets, julho.
- \_\_\_\_\_ (1998a). The Only Game in Town, novembro.
- \_\_\_\_\_ (1998b). Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly?, novembro.
- \_\_\_\_\_ (1999a). Building on a Consensus, *Financial Times*, 02 de fevereiro.
- \_\_\_\_\_ (1999b). The International Monetary Fund in the Wake of the Asian Crisis, fevereiro.
- EICHENGREEN, B., TOBIN, J, & WYPLOSZ, C. (1995). To Cases for Sand in the Wheels of International Finance, in *The Economic Journal* vol.105, n. 428.
- FELDSTEIN, M. (1998) Refocusing the IMF, março/abril.



- FISCHER, S. (1997) How to Avoid International Financial Crises and the Role of the International Monetary Fund, 14 de outubro.
- \_\_\_\_\_ (1998a). Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF, maio.
- \_\_\_\_\_ (1998b). Economic Crisis and the Financial Sector, 10 de setembro.
- \_\_\_\_\_ (1999). The Financial Crisis in Emerging Markets: Some Lessons, 28 de abril.
- GUTTMANN, R. (1994). How Credit Money Shapes the Economy - The United States in a Global System.
- HILLS, C, & PETERSON, P. (1999). Safeguarding Prosperity in a Global Financial System - The Future International Financial Architecture, Independent Task Force, Council on Foreign Relations.
- KRUGMAN, P. (1997a). Currency Crises.
- \_\_\_\_\_ (1997b). Bahtulism: Who poisoned Asia's currency markets?, *in* The Slate, 14 de agosto.
- \_\_\_\_\_ (1998a). What happened to Asia?
- \_\_\_\_\_ (1998b). The Confidence Game?, *in* The New Republic, 05 de outubro.
- \_\_\_\_\_ (1998c). The Eternal Triangle.
- \_\_\_\_\_ (1999a). Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises, janeiro.
- \_\_\_\_\_ (1999b). Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis.
- \_\_\_\_\_ (1999c). Capital Control Freaks, *in* The Slate, 27 de setembro.
- IMF. (1999) Code of Good Practices on Fiscal Transparency – Declaration on Principles, 26 de abril.
- \_\_\_\_\_ (1999) Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles, 16 de abril.
- \_\_\_\_\_ (1999) A Guide to Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System, 28 de abril.
- \_\_\_\_\_ (1999) Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises, março.
- \_\_\_\_\_ International Capital Markets, vários números
- \_\_\_\_\_ IMF Survey, vários números.

- \_\_\_\_ (1999) The SDS and the New Architecture for the International Monetary System.  
World Economic Outlook, vários números.
- MATHIESON, D. J. & ROJAS-SUAREZ, L.(1992). Liberalization of the capital account: experiences and issues, IMF Working Paper n. 46, junho.
- SACHS, J. (1995). Do We Need a International Lender of Last Resort?, abril.
- \_\_\_\_ (1997). The Wrong Medicine for Asia, *in* The New York Times, 03 de novembro.
- \_\_\_\_ (1998a). The IMF and The Asian Flu, *in* The American Prospect, março/abril.
- \_\_\_\_ (1998b). Globalization and the Rule of Law, 15 outubro.
- \_\_\_\_ (1998c). Making it Work
- \_\_\_\_ (1999a). Self-inflicted Wounds, 22 de janeiro.
- \_\_\_\_ (1999b). Why Dollarization is More a Straitjacket than Salvation.
- STIGLITZ, J. (1998). More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus, Banco Mundial, 07 de janeiro.
- U. S. Government (1999). Economic Report of the President.