



1290000460



IE

TCC/UNICAMP T235f

Universidade Estadual de Campinas
Instituto de Economia-IE



FMI e Banco Mundial: A Questão da Abertura da Conta Capital

Monografia - relatório final

CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO
INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP

Aluno: Fernando de Carvalho Teixeira - RA 962366

Orientador: Prof. Dr. Mário Ferreira Presser ✓

Janeiro/2001 ✓

TCC/UNICAMP
T235f
IE/460

CEDOC/IE

Resumo

Esta monografia examina o arcabouço teórico do FMI e Banco Mundial a fim de reconhecer nesse interesse quanto aos fluxos de capital. Vê-se que as instituições definem dentro de seus objetivos a liberalização dos fluxos, como integrantes de um conjunto de reformas estruturais, que tem basicamente a função de introduzir em países subdesenvolvidos políticas econômicas eficientes, de acordo com um receituário liberal. Também se discute como a teoria adotada pelas instituições se desdobra ao longo da década de 90, sedimentando numa assunção mais liberal da questão, que põe maior ênfase na eficiência dos fluxos. Por último se vê como a questão foi conduzida o caso da crise da Ásia, quando o Fundo e o Banco Mundial participam de uma operação de socorro em que as reformas estruturais se fazem presentes, tentando manter e até aprofundar a abertura da conta capital, comprovando a convicção na eficácia dos fluxos de capital na determinação de um equilíbrio estável.

Índice

Introdução	pág. 2
Capítulo 1	
FMI e Banco Mundial: Arcabouço Teórico Geral	pág. 4
1.1 Origens	pág. 4
1.2 FMI	pág. 6
1.3 BANCO MUNDIAL	pág. 12
Capítulo 2	
A Reforma Estrutural: Visões Sobre a Liberalização dos Fluxos de Capital	pág. 17
2.1 Postergando a Liberalização dos Fluxos de Capital	pág. 17
2.2 Liberalização Precoce da Conta Capital	pág. 23
Capítulo 3	
Liberalização da Conta Capital dentro das Reformas Estruturais	
na Crise da Ásia	pág. 28
3.1 Ação do FMI e Abertura da Conta Capital	pág. 30
3.2 Câmbio e Crise Cambial em Mercados Globais	pág. 34
Conclusão	pág. 38
Bibliografia	pág. 39

Introdução

Este trabalho tem o objetivo de entender como o Fundo Monetário Internacional, acompanhado pelo Banco Mundial, tratam a problemática da liberalização dos fluxos de capital, e como agem a esse respeito. A importância desta questão se evidencia quando se pensa a dimensão que os movimentos internacionais de capital financeiro tomaram nos últimos anos, e a relevância que adquiriu na determinação das políticas dos países. Hoje, quando se pensa em política macroeconômica, ou em reforma da infra-estrutura econômica, se pensa sobretudo na reação dos mercados externos, elemento determinante na decisão de conduta tomada. As crises que se seguiram ao longo da década de 90, motivadas pela volatilidade no mercado de capitais, apenas confirmam a assertiva.

Para se estudar o assunto é preciso entender três aspectos: primeiro, por que assume importância, dentro do campo de ação definido pelas duas instituições multilaterais, a interferência sobre o modo como os países membros conduzem sua política externa quanto aos fluxos de capitais. Segundo, que linha de políticas, e qual argumentação teórica que é adotada para fundamentá-la, durante a década de 90, quando se intensificam os fluxos de capital no mundo desenvolvido e subdesenvolvido. Terceiro, que tipo de ação concreta as instituições podem tomar para fazer valer suas idéias, e como o fizeram.

Assim se fecha o ciclo, examinando como é elaborada a visão de realidade, e como o mundo das idéias retorna, interferindo sobre o mundo real, ao menos no caso da formulação pelo FMI e BM de políticas de liberalização da conta capital.

Esses três passos correspondem aproximadamente aos três capítulos da Monografia.

No primeiro capítulo, vê-se que o FMI passou de um órgão inserido na estratégia do acordo de Bretton Woods a um agente da administração do setor externo da economia de países do terceiro mundo. E vê-se como cumpriu este papel, pensando sobretudo na crise da dívida, na América Latina no começo da década de 80. Sua atuação até então era garantir a resolução de problemas de balanço de pagamentos através da imposição de políticas de controle da demanda interna. Isso era justificado através de um arcabouço teórico próprio da instituição, resultante da fusão do Enfoque Monetário do Balanço de Pagamentos (EMBP) e o Enfoque de Absorção. O Banco Mundial se incumbia sobretudo da tarefa de disseminador de reformas estruturais liberais e projetos econômicos de redução da pobreza e melhora do bem-estar em países subdesenvolvidos.

No segundo capítulo tenta-se tomar maior proximidade com a discussão que está por traz da abertura da conta capital, em especial em países em desenvolvimento. Lá se vê que ao longo da década de 90, sobretudo, se trava um debate entre duas visões distintas sobre

o tema. Uma primeira posição acredita que fluxos de capitais tem potencial altamente instabilizador, e sua adoção em países em desenvolvimento que não estejam devidamente adaptados pode exacerbar as imperfeições desse mercado, levando à crises de reversão dos fluxos. A Segunda postura, que se mostra semelhante à adotada pelo FMI na condução de suas políticas, aposta em uma liberalização prematura da conta capital. Essa concepção confia na estabilidade dos fluxos, e desacredita que controles de capitais sejam preferíveis, não sendo mesmo efetivos no combate à volatilidade dos capitais.

O terceiro e último capítulo avalia a participação do FMI na administração da maior crise do mercado internacional de capitais, da Ásia, em 1997, para perceber como sua atuação se enquadra nas idéias estudadas no capítulo 2. Tenta-se também entender como a instituição tem poder de interferência na determinação das políticas destes países quanto ao processo de abertura da conta capital. O principal instrumento estudado neste sentido são as políticas de condicionalidades.

No último ítem faz-se um derradeiro esforço de compreensão do que foi visto no capítulo, tentando pensar as suas implicações.

FMI e Banco Mundial: Arcabouço Teórico Geral

1.1 Origens

O fim da 2ª Guerra Mundial suscitou um novo desafio ao mundo capitalista: estruturar um sistema econômico internacional estável, no âmbito monetário e comercial, tentando afastar a possibilidade de uma volta experiência econômica que se seguiu ao término da 1ª Guerra. O período entre guerras ficou conhecido como uma fase de instabilidade no padrão monetário internacional, que rompeu a antiga configuração do Padrão Ouro, de relações cambiais estáveis e abertura dos fluxos internacionais de comércio e de capitais.

Em especial a década de 30 marcou a época, o período da depressão representou uma grande desarticulação internacional. A crise conduziu a medidas político-econômicas nacionalistas, que desestabilizaram fluxos de capitais, criando uma grande dificuldade para o financiamento de déficits no balanço de pagamentos. Os déficits foram respondidos com desvalorizações competitivas e protecionismo comercial, comprometendo a eficiência do sistema econômico internacional.

Antes do fim da 2ª Guerra Mundial, a realização do encontro de Bretton Woods envolveu os grandes países capitalistas em torno do interesse de se fazer a engenharia de um novo sistema internacional que, tendo em vista desordem do entre guerras, tenta construir um sistema de regulação multilateral visando livre circulação de mercadorias e capitais. O novo sistema foi na verdade constituído numa forma próxima a do antigo padrão ouro, porém, refletindo a ascensão norte americana após a Segunda Guerra, apontou para algo semelhante a uma troca do anterior padrão libra-ouro por um padrão dólar-ouro.

Neste contexto, a criação de instituições financeiras multilaterais deve ser entendida como instrumento dessa engenharia, tentando regar e estabilizar o sistema econômico internacional. O Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento, depois absorvido pelo Banco Mundial, tinha inicialmente a função de apoio à reconstrução dos países europeus destruídos pela guerra e o Japão. O FMI pode ser entendido como a corporificação de um conjunto de regras que tentam evitar o retorno à “desordem monetária” do entre-guerras e tutor do novo padrão monetário ouro-dólar.

As funções do FMI, em sua concepção inicial, envolviam principalmente a preservação da estabilidade do câmbio, ou seja, a criação de um sistema de taxas de câmbio estáveis, visando evitar as desvalorizações competitivas e buscar o equilíbrio das relações comerciais internacionais. O Fundo objetivava facilitar a expansão e o crescimento equilibrado do comércio internacional, a fim de desenvolver ao máximo o potencial produtivo dos países associados, de acordo com o ideário liberal. Através dos fundos postos à disposição pelos

países membros, fornece crédito para reduzir a duração e a intensidade dos desequilíbrios das balanças de pagamentos das economias nacionais.

Logo após o fim da Guerra, as condições para a aplicação das idéias que fundamentaram a criação do FMI não eram propícias, permanecendo ainda acordos bilaterais, controles sobre comércio e medidas que corrompiam a proposição de multilateralismo e liberalização da economia internacional. Esta situação permaneceu durante por aproximadamente dez anos após a criação do Fundo, constituindo-se, de meados da década de 50 até o princípio da década de 70, um período de relativa estabilidade no padrão de Bretton Woods. A década de 70, a partir principalmente de 1973, presenciou a quebra do padrão ouro-dólar: a perda da paridade com o ouro e o estabelecimento de taxas de câmbio flexíveis, com grandes flutuações das taxas de câmbio na Triade e nenhuma possibilidade de se controlar, com alguma centralidade, o regime cambial através do Fundo. O FMI se mostrou incapaz de cumprir com as atribuições que lhe foram incumbidas em Bretton Woods, e perde sua principal função, a de tutor regime cambial.

Abandonando definitivamente qualquer pretensão de regulador do sistema monetário internacional, o FMI se converte a partir deste período em vigilante do comportamento das políticas econômicas de países deficitários, em especial países subdesenvolvidos. O FMI sobrevive como uma instituição financeira que empresta moeda internacional a países em desenvolvimento com problemas cambiais. Desde então, participa de quatro eventos, ou crises, principais: a crise do petróleo dos anos 70, da dívida, em 82, a transição dos países comunistas e a crise da Ásia. Além de administrador das crises, fornecendo créditos e impondo políticas de demanda para melhora da configuração do balanço de pagamentos, o Fundo com o tempo passa a se envolver num objetivo mais amplo, de disseminador de reformas de cunho liberalizante.

O Banco Mundial nasceu logo nos primeiros momentos do pós guerra, da fusão do BIRD e outras quatro instituições financeiras multilaterais. A sua função primeira de financiamento da reconstrução dos países destruídos pela guerra, após a consolidação das economias européias e do Japão, a partir dos anos 60, converte-se em promotor de medidas que visam o desenvolvimento de países de Terceiro Mundo.

Na organização do fornecimento dos créditos, o BM inicialmente se restringia a empréstimos por projeto, para investimentos tanto públicos como privados, com o objetivo de incrementar a capacidade produtiva, como no caso da reconstrução no pós-guerra. Mais tarde amplia a abrangência de sua ação, dedicando recursos a programas mais gerais, não vinculados a projetos, que visam tanto a reconstrução do país devido a desastres naturais como vias de aquisição de máquinas e insumos, para melhor aproveitamento da capacidade industrial e superação de desequilíbrios no balanço de pagamentos. O caráter de curto

prazo dos problemas tratados pelo Banco começam a se modificar a partir da década de 80, quando a persistência dos desequilíbrios externos ocasionados pela crise da dívida no Terceiro Mundo suscita uma nova abordagem. Emerge a idéia de apoio a reformas estruturais, visando questões de ordem macroeconômica, setorial e institucional, num horizonte temporal maior, de médio e longo prazo.

O posicionamento e as propostas oficiais do FMI e BM passam, após o colapso de Bretton Woods, a concordar no sentido de voltar sua atuação para a promoção do desenvolvimento e países do Terceiro Mundo. Porém, apesar da aparente neutralidade nesta busca pela eliminação da pobreza, ou promoção de políticas econômicas mais adequadas para elevação do bem estar material, estão dissimuladas aí visões de conteúdo viesado em termos político-ideológicos. Vão nessa direção os trabalhos de Baer (1986) e Plínio (1988), que realizam um estudo destas instituições exatamente sob este ponto de vista. Plínio, ao observar os principais objetivos oficiais do Fundo, quais sejam o equilíbrio cambial, equilíbrio em balanço de pagamentos, liberalização comercial e fornecimento de empréstimos, para diminuir a intensidade e duração de desequilíbrios, vê que objetivos aparentemente imparciais guardam na verdade premissas não neutras. Seriam elas, em termos elementares, a causalidade entre comércio internacional e desenvolvimento nacional e a idéia de que medidas protecionistas prejudicam a prosperidade econômica, ou seja, princípios tipicamente liberais. Também vê Plínio que por traz dos processos de ajuste da década de 80 está a formação de um cartel de credores internacionais que, através do Fundo, tentam assegurar o retorno de suas aplicações no Terceiro Mundo.

Baer, nesta linha, observa sobretudo a natureza política destas instituições, levantando a grande influência do poder econômico-financeiro, especialmente norte-americano, sobre estas instituições. No FMI este poder está explicitado pelo mecanismo de cotas, que garante proporcionalidade entre poder decisório de poder econômico, e a indicação do Conselho Executivo, que privilegia as maiores economias industriais em detrimento das subdesenvolvidas. No BM, estaria explicitada a dependência do Banco em relação ao grande capital na origem de seus recursos, provenientes do sistema financeiro dos grandes países desenvolvidos, em especial dos EUA. Mas sobretudo aponta as relações de poder e as pressões que emanam dos centros de decisão dos países industriais em direção aos gabinetes das instituições multilaterais de Bretton Woods.

1.2 FMI

Os autores que escrevem a respeito da fundamentação teórica do Fundo costumam enfatizar a dificuldade de encontrar referências sobre o tema dentro das publicações da

instituição. Uma publicação de 87 (IMF, 1987) faz um esforço de sistematização dessa teoria e esclarece que visão do Fundo estaria alicerçada, grandemente, em uma tradição oral interna à instituição, e formalizada em alguns textos da década de 50, 60 e 70. Segundo Zini (1993) a tradição de “manter sigilo” acerca do exercício de programação financeira do Fundo levaria a referências escassas sobre o tema.

O uso dos recursos do Fundo está submetido ao cumprimento de uma série de determinações, o que é funcionalizado através do instrumento das condicionalidades, no qual há um parcelamento da liberação de recursos, com liberação é submetida, então, aos intuítos do Fundo¹. Na formulação de seu arcabouço teórico, que dá sustentação aos elementos da programação financeira, o FMI distingue desequilíbrios chamados estruturais e aqueles de curto prazo. Estes, de curto prazo, são essencialmente macroeconômicos, entendidos como um desequilíbrio das políticas fiscal e monetária. Os desequilíbrios estruturais compreendem questões que afetam o lado da oferta, são problemas de eficiência do sistema produtivo.

PROGRAMAS DE AJUSTE

Os programas de ajuste de curto prazo propõe essencialmente políticas de contenção de demanda e frequentemente desvalorização cambial, e estão associados aos “empréstimos de alta condicionalidade”, *stand-by*, de prazo de 18 meses. Sua formulação aplicada à terapia de ajuste do balanço de pagamentos, representada nas metas da programação financeira, se fundamenta teoricamente na conjugação de suas proposições: o Enfoque Monetário do Balanço de Pagamentos e o Enfoque de Absorção.

O Enfoque de Absorção (EA) parte de uma análise das contas nacionais, representada na seguinte equação:

$$CC = Y - A \quad (1)$$

CC é o resultado da Conta Corrente, Y é a Renda e A é a absorção interna, somatória das forma Consumo, Investimento e Gasto Público. O modelo propõe que um déficit em CC pode ser reduzido com uma diminuição da absorção ou com uma elevação da produção (Y). Mas no modelo é suposto pleno emprego, ou “produção fixa”, ao menos no curto prazo, sendo o receituário básico constituído por políticas de desabsorção. Destas políticas desabsorção se destaca como mais importante a monetária e, segundo Zini (1993), a investigação desta conduziu ao desenvolvimento do Enfoque Monetário do Balanço de Pagamento (EMBP).

O EMBP propõe que o desequilíbrio da CC é resultado de um excesso de oferta monetária, dada uma situação de câmbio fixo ou controlado. Numa situação de câmbio flexível, o déficit é considerado nulo, e a teoria se converte em uma teoria de determinação da taxa de câmbio. O modelo supõe que: há estabilidade da relação entre demanda por moeda e Renda, que o movimento das reservas não é controlado, há validade da Paridade do Poder de Compra para bens e ativos financeiros, e pleno emprego.

Representação do Modelo:

$$M = R + CD \quad (2)$$

Sendo M a base monetária (estoque de moeda), R as reservas e CD o crédito do Bacem ao sistema bancário.

Com:

$$M_s = mM \quad (3)$$

Sendo M_s a oferta monetária, M a base monetária, e m uma elasticidade que relaciona base e oferta monetária. A preços constantes, supondo-se a elasticidade $m = 1$, e admitindo-se, em fluxo, $\Delta M_s = \Delta M_d$, pode-se observar, somando (2) e (3):

$$\Delta R + \Delta CD = \Delta M_d \quad (4)$$

Por definição, ΔR é igual o saldo em BP, daí:

$$BP = \Delta M_d - \Delta CD \quad (5)$$

De onde se tira que um superavit em BP representa uma maior demanda de moeda do que a oferta, e um déficit em BP um excesso de criação de crédito pelo Bacem, em relação à procura de moeda.

O problema do EMBP é que ele não diferencia a composição da BP, tanto faz se ela está em equilíbrio porque há um déficit em conta corrente e um saldo na conta capital, ou se há um equilíbrio nas duas contas. Porém para o FMI essa diferenciação é fundamental, dado que na década de 80 a situação que se configurou foi de uma restrição dos fluxos de capitais externos, no fenômeno que ficou conhecido como "fechamento" do mercado voluntário de capital, algo semelhante acontece na década de 90, com a reversão dos fluxos

¹ Um estudo crítico deste instrumento encontra-se em Plínio (1988).

de capitais nas economias emergentes. O dado principal é que as entradas de capitais são a variável exógena, à qual deve se conformar o resultado em conta corrente. Introduzindo-se o elemento “financiamento externo disponível”, (F), na equação, temos:

$$\Delta R = CC + \Delta F \quad (6)$$

Estabelecendo, de (4) e (3):

$$\Delta R = \Delta M - \Delta CD \quad (7)$$

E da suposição do EMBP, de estabilidade da relação entre Md e Y, somando-se (3), temos:

$$M = k Y \quad (8)$$

Sendo k o inverso da velocidade renda, suposto estável. Somando-se (6) a (8), chega-se a:

$$CC = kY^* - (\Delta CD + \Delta F^*) \quad (9)$$

De onde se tira, novamente, unindo os enfoques monetário e de absorção, dados Y^* e ΔF^* exógenos, que o déficit em conta corrente é sempre resultado de um excesso de oferta de crédito por parte do Banco Central.

A política fiscal é vista pelo Fundo como parte integrante da política monetária. Expressando a equação de absorção (1) como uma identidade de poupança, chega-se à idéia de que a conta corrente é igual à soma das poupanças líquidas domésticas dos setores público e privado:

$$CC = (T - G) + (S - I) \quad (10)$$

Sendo T a receita do governo, G o gasto do governo, S a poupança privada e I o investimento privado. Assim, um déficit em conta corrente é encarado com um excesso de dispêndio, dividido entre setor público e privado. Na visão do Fundo o setor público é sempre tido como responsável pelo excesso de criação de crédito na economia. O déficit governamental seria financiado por emissão de moeda ou empréstimos do exterior, dada a suposição de mercados de capitais pequenos no Terceiro Mundo.

O que se propõe com este enfoque monetário é a elevação da poupança interna e o equilíbrio das contas públicas, que se traduzem em controle do crescimento do agregado monetário interno. Com isso, além do controle da absorção interna, se consegue um instrumento de controle inflacionário, que se faz necessário não só devido à situação inflacionária que é presente em muitos países em desenvolvimento com excesso de criação de crédito, mas adicionalmente para controlar as pressões sobre os preços que surgem em razão da desvalorização cambial, que costuma acompanhar os planos de estabilização supervisionados pelo FMI. Propõe-se evitar eventuais fenômenos de valorização do câmbio real.

CÂMBIO

A desvalorização, dentro do enquadramento teórico do Fundo, tem papel corrigir o câmbio real de uma defasagem, dada a inflação passada, imprimindo fôlego às exportações e recuo das importações. Além destes efeitos, uma desvalorização leva a uma depreciação do valor dos ativos denominados em moeda estrangeira, aumentando a demanda interna por encaixes reais (moeda); provoca, também, uma elevação nos preços dos bens comerciáveis, motivando a procura interna por moeda. Neste sentido se trata de uma política de redução do excesso de absorção interna. Do lado da oferta, também haveria estímulo, pois ocorreria um aumento dos preços reais dos bens comerciáveis maior do que o crescimento dos preços dos fatores de produção (capital, trabalho), imprimindo uma elevação do nível de produção interno, ou seja, redução das importações e aumento das exportações, o que também concorre para a melhora do resultado em Conta Corrente, segundo a equação (1) do enfoque de absorção.

Porém estes fatores estariam restritos a efeitos de curto prazo; com o tempo o preço nominal interno tende a aumentar para todos os bens, supondo-se evidentemente que não há capacidade ociosa, e num horizonte de longo prazo o nível de produção tende a voltar ao equilíbrio. Do lado da oferta monetária, o aumento das reservas resultante da melhora da situação da Conta Corrente eleva a liquidez interna e restabelece o nível de absorção anterior.

O Fundo observa que se há desalinhamento de preços com o exterior, ele pode ser corrigido com outros tipos de políticas, que não a desvalorização, como o controle de demanda agregada, mas seus efeitos fortemente deflacionários tornam muito mais simples a opção por uma combinação de políticas contracionistas com o realinhamento do nível de preços via manipulação da taxa de câmbio.

A determinação do montante da desvalorização, dentro da proposição do Fundo, guarda no entanto um certo grau de arbitrariedade. Uma estratégia é tentar repor as perdas reais da

moeda ao longo do tempo, devido aos efeitos inflacionários, a partir de um certo ponto no passado considerado de “equilíbrio”, ou, de outro modo, simplesmente a experimentação *ad hoc*, buscam alcançar este nível de câmbio competitivo.

AJUSTE ESTRUTURAL

Os resultados insatisfatórios dos programas do FMI na década de 80, na América Latina, ampliaram dentro do Fundo a impressão de que se fazem necessárias medidas complementares àquelas aludidas nas políticas de ajuste, previstas na programação financeira implementada na região. Estas políticas complementares seriam exatamente as políticas de ajuste estrutural, que foram especialmente sumarizadas no compêndio dos princípios teóricos do Fundo publicado em 1987². Este texto aponta que a mudança de visão já estaria se configurando desde a década de 70, com as transformações na conjuntura internacional, quando as flutuações de câmbio e juros internacionais, e inflexão nas taxas de crescimento, trariam problemas especialmente para os países em desenvolvimento.

As políticas de demanda deveriam ser suplementadas por, além do realinhamento cambial, políticas que visam corrigir vulnerabilidades estruturais na economia, interferindo em questões como controles de preços, comércio, impostos e gasto público. Os objetivos destas medidas são incrementar a eficiência produtiva da economia, visando ampliar o crescimento da renda e a competitividade das exportações. A equação de absorção (1) propõe que os ajustes estruturais, na medida em que proporcionam crescimento da produção, impactam positivamente sobre o resultado de conta corrente. Em termos gerais, o que se propõe é aumentar a capacidade produtiva a um dado nível de demanda interna, realizando uma política de oferta, o que é conseguido se elevando a eficiência produtiva dos fatores de produção, capital, terra e trabalho.

O FMI passa assim a se confundir em função com o Banco Mundial, interferindo numa proposição de divisão de trabalho assumida entre as duas instituições, na qual o BM se preocupa mais com questões de longo prazo, do lado da oferta, e o FMI com o ajuste de curto prazo. O Banco Mundial passaria a ter uma maior colaboração com o Fundo nas questões relacionadas ao design dos programas.

Neste novo enfoque, a política cambial ganha uma nova dimensão, que é a de realocar de recursos produtivos em direção a um uso mais eficiente, traduzido no viés exportador. Dada a política cambial como uma correção nas distorções nos preços relativos internacionais, resultando no encarecimento interno dos bens comerciáveis, o direcionamento de recursos em direção à produção destes comerciáveis representaria um

² IMF, Occasional Paper n° 55, 1987.

ganho de eficiência, uma elevação da renda interna e um ganho em termos do resultado em balança comercial.

Para o Fundo, a melhor eficiência alocativa depende da melhor utilização dos recursos existentes, o que pede a melhoria de alguns pontos:

- a) Infra-estrutura inadequada.
- b) Dependência de poucos produtos de exportação.
- c) Barreiras à importação e pagamentos estrangeiros.
- d) Controles de preços, especialmente os relacionados à empresas estatais e produtos agrícolas.
- e) Crescimento dos salários reais acima do crescimento da produtividade, em especial nos salários do setor público.
- f) Política tributária, apontando que o padrão de tributação de países subdesenvolvidos prioriza a captação de recursos a qualquer custo, em detrimento de uma tributação eficiente.

São propostas que, vistas de perto, definem uma orientação de cunho essencialmente liberalizante, próxima àquela proposta pelo Banco Mundial em sua política *market-friendly*. Uma contradição enfrentada pelo Fundo na coerência destas propostas de ajuste estrutural é a conciliação de restrição externa, do fechamento dos mercados financeiros externos, com incremento da eficiência do setor produtivo, que implicaria maior formação de capital fixo. A alegação de que a adoção das reformas traria de novo a confiança internacional e os fluxos de financiamento externo não foi verificada ao longo de toda a década de 80, e os fluxos retornaram apenas, de forma inesperada, na década de 90.

1.3 BANCO MUNDIAL

A divisão de trabalho originalmente estabelecida entre as duas instituições de Bretton Woods propõe para o FMI a concentração em problemas de curto prazo, de políticas de ajuste e estabilização, enquanto que ao BM cabe a definição das políticas de longo prazo, as chamadas reformas estruturas.

A definição da políticas de reformas estruturais para promover o desenvolvimento mundial visa, essencialmente, os países subdesenvolvidos. Basicamente, as propostas do Banco são a liberalização geral da economia e, em especial, do comércio exterior, que somada à outras políticas ortodoxas seria suficiente para configurar um ambiente ideal para o crescimento econômico máximo.

Assim como o FMI aplica suas proposições de políticas econômicas através dos seus empréstimos sujeitos à condicionalidades, e o Banco Mundial também concede empréstimos deste gênero, em grande parte com cláusulas que apontam para reformas no comércio exterior. Outras duas formas de influência do BM sobre a condução das

economias dos países subdesenvolvidos são, alegadamente, o diálogo, estabelecendo conversação com governantes com o objetivo de convencimento, e, por outro lado, a farta publicação de pesquisa econômica com o objetivo de “esclarecer” a definição das melhores políticas.

Desde os anos 70 o BM vem desenvolvendo pesquisas com resultados que apontam para uma correlação positiva entre comércio exterior e crescimento. Até os anos 80 foram ainda palco de discussões a respeito do tema, mas ao fim da década a posição de que a abertura ao comércio internacional é a melhor via para o desenvolvimento já estava totalmente consolidada, e eventuais críticas oriundas de estudos publicados contendo argumentos em contrário eram tratados como um assunto menor. No começo dos anos 90 a preocupação do BM já havia passado da fase de provar seus princípios, e a instituição estava mais voltada à colocá-los em prática, sob a forma de uma “economia política da reforma”, que pode ser encontrada no Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial de 1991 (RDM 91), que foi o compêndio das idéias estabelecidas pelo Banco e suas propostas de aplicação das reformas. O RDM 1991 também apresentou novos argumentos empíricos (econômicos) para a comprovação de suas convicções liberais, utilizando o conceito de Produtividade Total dos Fatores - o conteúdo deste estudo econométrico pode ser visto sob uma abordagem crítica em Fanelli, Frenkel e Taylor (1992).

AS REFORMAS SEGUNDO O BANCO MUNDIAL

O RDM 91 teve um objetivo pretensioso de organizar todo um sistema de pensamento liberal que, partindo de princípios básicos, constrói regras gerais de políticas e, por fim, propõe uma metodologia de aplicação das reformas, tentando não só sistematizar o pensamento das instituições de Bretton Woods, mas divulgá-los, com o intento de que sejam postas na prática. O RDM 91 propõe a defesa do mercado como promotor do desenvolvimento, vendo-o como o melhor meio de organizar a produção e distribuição de bens e serviços, e aponta para as virtudes da competição entre os indivíduos, que desperta o espírito empresarial e o progresso técnico. A idéia do BM é promover um choque de oferta a través do estímulo das forças de mercado, o que é alcançado através da eliminação dos entraves ao seu pleno funcionamento. O governo, segundo esta visão, deve ter um posicionamento favorável às forças de mercado, não indo de encontro a estas forças, nem atuando apenas quando estas deixam de funcionar, mas unindo-se, atuando “de mãos dadas” ao mercado, e cobrindo unicamente as áreas onde este não atua eficientemente – como na construção da infra estrutura e na promoção de políticas sociais, por exemplo.

Na sua concepção de desenvolvimento, o BM vê que ele é movido pelo crescimento da produtividade, que por sua vez, é causado pelo maior progresso técnico. O progresso

técnico é influenciado por vários fatores, como a história, cultura, educação, instituições e políticas de abertura, constatando-se no RDM 91 reformas para os três últimos elementos. O Banco levanta quatro aspectos da relação virtuosa entre governo e mercado:

Investimento em ser humano: O Estado deve preocupar-se especialmente com a população pobre, provendo essencialmente educação e saúde; economicamente o resultado positivo é a aceleração interna da absorção de novas tecnologias.

Microeconomia: Deve-se criar o clima para o investimento. A maior concorrência interna estimula a inovação, a difusão de tecnologia e a eficiência no uso dos recursos. São necessários bens públicos de qualidade, como estrutura normativa, jurídica e infra estrutura física.

Integração à economia mundial: Com abertura ao comércio, ao investimento e às idéias (via educação no exterior, inclusive), estimula-se a redução de custos, com a introdução de novas tecnologias e desenvolvimento de novos e melhores produtos.

Base macroeconômica: Uma macroeconomia estável é tida como um dos mais importantes bens públicos que se pode fornecer: o excesso de gastos públicos pode gerar inflação, sobrevalorização da moeda e perda de competitividade das exportações. Também a excessiva tomada de empréstimos pelo setor público internamente escasseia o crédito e posterga o investimento privado.

O Estado deve retirar-se daqueles setores onde a iniciativa privada pode atuar melhor, o que deve ser feito através da privatização em massa das empresas públicas, especialmente as produtivas. Deve permitir o florescimento da concorrência interna e internacional e investir, essencialmente, em setores sociais e em infra-estrutura, seja infra-estrutura de ordem física, administrativa, jurídica e normativa. Enfim, o Estado deve mobilizar adequado montante de recursos e controlar despesas de forma que se mantenha o ambiente macroeconômico estável, abrindo espaço à iniciativa privada. Neste sentido deve, também, realizar adequada supervisão bancária para que haja o desenvolvimento do sistema financeiro interno.

Microeconomicamente, o Estado também deve se preocupar com a sua estrutura tributária, atentando para que preserve critérios de eficiência, e para a composição dos seus gastos, que afetam a eficiência alocativa da economia.

O déficit público, ao promover excesso de gastos internos, afeta o balanço de pagamentos e, dependendo do modo como for financiado, a inflação. Em países em desenvolvimento a política monetária costuma seguir a fiscal: mercados de capitais pouco desenvolvidos levam o Banco Central a financiar, via emissão, o déficit, o que causa aumento de preços. Também o excesso de captação de empréstimos internamente é reprovado, pois aumenta os juros e afasta o setor privado do acesso ao mercado de

capitais, e também o aumento do juro impacta em elevação do déficit numa situação que logo conduz ao financiamento inflacionário.

A taxa de câmbio deve ser mantida competitiva, a fim de garantir o espaço das exportações e viabilizar a retirada das barreiras às importações, a adoção de âncoras cambiais com o objetivo de controle inflacionário deve ser acompanhada de medidas de controle fiscal e monetário para evitar uma sobrevalorização real da moeda.

O RDM 91 minimiza a influência de elementos exógenos, como choques externos, na determinação do comportamento das economias, alega que são as decisões internas dos governos que determinam a reação dos países a estes choques e configura o desempenho de longo prazo. Esta idéia é concordante com uma visão endógena do crescimento, segundo a qual o desenvolvimento é determinado por instituições, políticas e características internas. Os desequilíbrios externos são vistos inclusive como disciplinadores do comportamento macroeconômico e institucional interno, levando a reformas necessárias para o saneamento do sistema econômico.

APLICAÇÃO DA REFORMAS

Na consideração prática da aplicação das reformas estruturais, o BM leva em conta sua divisão de trabalho com o FMI, vendo a função deste em definir políticas de demanda, enquanto o BM, políticas de oferta. O Fundo promove um ajuste que tem como objetivo a estabilização, com o uso, essencialmente, dos instrumentos de controle fiscal e monetário. Este ajuste seria no entanto complementar às reformas estruturais, que devem ser sempre precedidas pelo ajuste, sem o qual as reformas dificilmente teriam condições de ser implantadas, e levando-se em conta também que a estabilização teria dificilmente condições de sobreviver sem o acompanhamento de reformas subsequentes, que se fazem assim igualmente necessárias.

O sucesso da reforma está relacionado à conquista de credibilidade junto ao setor privado. Através desta credibilidade a reforma irá encadear um ciclo de investimentos externos que promove o crescimento e entradas de capitais externos que ajudam a equilibrar o balanço de pagamentos e facilitam o processo de ajuste. Expectativas privadas com alto grau de incerteza podem levar à postergação do investimento, o que comprometeria o funcionamento da economia e a realização das reformas estruturais. Neste sentido é crucial antes de tudo a conquista da credibilidade, e o meio mais eficiente de se conseguir isto é através da estabilidade macroeconômica, que deve concentrar os esforços iniciais do processo de reformas. Muitas vezes as reformas estruturais também devem estar concentradas nos momentos iniciais, juntamente à estabilização, numa forma *de big bang*, o que reforça a credibilidade do governo em seu compromisso com as reformas. Este tipo de

big bang é aconselhado para países onde as demais tentativas de reformas tem vacilado, e o setor privado está mais inseguro.

Outro argumento para o *big bang* é o aproveitamento do ambiente político favorável. Como governos de países subdesenvolvidos tem em geral uma sustentabilidade frágil, o efeitos recessivos que em geral acompanham o processo de ajuste podem inviabilizar politicamente as reformas, que devem ser realizadas rapidamente a fim de se evitar reações populares, e contestação do poder.

Uma estabilidade macro inicial, além de ajudar na credibilidade, facilita a abertura comercial, na medida em que uma inflação baixa afasta a possibilidade de uma valorização real da taxa de câmbio e perda da competitividade. A expectativa de desvalorização do câmbio pode levar a especulação, elevação dos juros e aumento da instabilidade do balanço de pagamentos, o que contribuiria para o desequilíbrio macroeconômico.

Quanto à ordem de implantação das reformas, o RDM 91 vê que a liberalização da economia interna deve ocorrer no mesmo ritmo da abertura comercial, para que não seja mantida uma rigidez estrutural e não crie desemprego e especulação, dada a dificuldade de realocação dos recursos produtivos em um sistema econômico imperfeito. Essencialmente, o BM defende que a estabilidade macro deve preceder ou acompanhar as reformas estruturais, e a liberalização externa do mercado financeiro deve ser posterior à liberalização comercial, pois: “Os mercados de ativos se ajustam mais rápido que os mercados de produtos, de modo que a liberalização prematura dos fluxos de capitais pode gerar expectativas e instabilidade financeira”³. No decorrer da década de 90, esta última precaução é abandonada, e as reformas, orientadas pelo FMI e Banco Mundial, somavam abertura da conta capital, comercial e reestruturação das instituições internas entre as prioridades de ação das instituições de Bretton Woods. Uma questão que se manteve polêmica ao longo da década, dentro e fora do corpo intelectual do FMI e BM, foi a questão do seqüenciamento das reformas estruturais, em especial quanto à liberalização dos fluxos de capital. No momento de publicação do RDM 91, os mercados de capitais para o terceiro mundo ainda se apresentavam “fechados”, e a questão não era tratada com grande ênfase. Porém a volta destes fluxos, a medida em que adentra a década de 90, traz maior destaque para este ponto específico no processo de implantação das reformas estruturais, que até então se encontrava relativamente pouco considerado.

³ RDM 1991, pág. 134.

A Reforma Estrutural: Visões Sobre a Liberalização dos Fluxos de Capital

Um ponto controverso dentro das propostas de reformas estruturais liberais para países em desenvolvimento é a questão da liberalização dos fluxos de capitais. Em geral é aceita a proposição de cunho liberal em que, assim como no mercado de bens, no mercado financeiro a abertura ao exterior só poderá trazer benefícios para as economias em desenvolvimento. No entanto as discordâncias se dão quando se pensa o momento ideal em que devem ser retiradas as restrições ao livre movimento de capitais, ou a conveniência ou não de se manter controles em situações-limite, de crise ou de transição para um regime totalmente aberto

Podem ser identificadas na década de 90 duas correntes, dentro dessa crença liberal, que se distinguem no posicionamento quanto à abertura da conta capital dentro das reformas estruturais. Um primeiro conjunto de autores acredita que uma liberalização ampla dos fluxos de capitais bem sucedida deve ser realizada com devida cautela, num momento posterior das reformas, quando já estariam cumpridos alguns determinados pré-requisitos para sua implantação, tomando-se precauções maiores principalmente quanto à livre movimentação dos fluxos de curto prazo. Um segundo grupo de argumentações, apesar reconhecer serem desejáveis os pré-requisitos, aconselham atingir níveis elevados de convertibilidade da conta capital mesmo em fases iniciais da implantação das reformas.

O que se percebe é ao longo dos anos 90 esta posição de reforma estrutural que leva em conta maiores precauções quanto à uma liberalização prematura da conta capital concorre com a segunda proposição, de uma reforma que, embora admita os riscos associados aos fluxos de capitais, não acha aconselhável insistir na manutenção dos controles de capitais.

2.1 Postergando a Liberalização dos Fluxos de Capital

A defesa da implantação das reformas estruturais de forma parcelada, de modo a postergar a liberalização mais completa dos fluxos de capital, propõe que a abertura prematura da conta capital, sem estarem estabelecidos os pré-requisitos, pode induzir instabilidade, crise e perdas em termos de crescimento e emprego. Anne Krueger (1994), expõe alguns dos elementos que indicam ser difícil conseguir retirar restrições sobre os fluxos financeiros nos primeiros estágios do processo de reformas estruturais. Uma economia com grande convertibilidade da conta capital exige uma consolidação maior da

sua taxa de câmbio, taxa de juros e equilíbrio na política monetária e fiscal do que uma economia que tenha apenas liberalizado seu regime comercial.

Em primeiro lugar, o câmbio real deve se apresentar estável, sem despertar expectativas de súbitas desvalorizações nominais. Com um câmbio pouco competitivo os governos podem criar situações propícias para a especulação, e o potencial destrutivo de um ataque especulativo é mais acentuado com a livre mobilidade de capital. A liberalização deve ser feita comedidamente, ao menos em períodos iniciais do processo de reformas, para que o efeito destas situações especulativas seja minimizado. Uma situação de câmbio real estável implica muitos elementos, não só o equilíbrio macroeconômico, com inflação controlada, austeridade fiscal e contenção monetária, mas as autoridades também devem se assegurar que os mercados financeiros internos estejam saudáveis e a configuração da conta corrente seja apropriada, ou seja, pouco restrita em termos de controles sobre transações e em razoável equilíbrio, para que não se gerem expectativas de insustentabilidade da configuração do balanço de pagamentos e de desvalorização, o que engendraria pressões especulativas. Ao mesmo tempo, uma conta corrente pouco restrita não deve conviver com uma conta capital muito fechada, pois então as pressões especulativas irão se canalizar para as contas do balanço de transações correntes, causando, por exemplo, postergação de exportações e adiantamento de importações, o que traz efeitos também nocivos à cota de transações correntes, à eficiência do sistema produtivo e à estabilidade cambial.

Explorando mais a fundo os aspectos apontados acima, é interessante ver que as complicações para as tentativas de liberalização precoce dos fluxos de capital deriva tanto de fatores macroeconômicos como microeconômicos. No nível macroeconômico, em primeiro lugar, costuma ser realçada a necessidade de equilíbrio fiscal, com o objetivo principalmente de evitar a inflação, não só por seus efeitos nocivos sobre a economia interna, mas por que irá crescentemente minar a capacidade de se manter uma taxa de câmbio real competitiva, se a economia adota taxas nominais fixas. Numa situação de desequilíbrio fiscal e pressão inflacionária, o governo tenderá a usar a política monetária para controlar a inflação; a contenção monetária levará a altas taxas de juros, trazendo excessivas entradas de capital, que tenderão a valorizar o câmbio. Como o regime é de taxas fixas, as entradas se converterão em aumento das reservas, com maior oferta monetária interna, e dada a política monetária contracionista, e para se evitar a redução do nível das taxas de juros o governo esteriliza as entradas de capitais, emitindo títulos para recolher o aumento da oferta monetária. Com a conta capital aberta, a política monetária ganha mais força na determinação do equilíbrio externo, enquanto que o equilíbrio interno deve ficar designado à política fiscal. Mas é preciso ver que as duas políticas, mesmo sob taxas de câmbio fixas, não são totalmente independentes; para esterilizar a entrada de

capitais o governo deve se endividar, mas a capacidade de endividamento tem um limite, que é a capacidade do governo saldar seus compromissos, e quando o mercado acredita que este limite está próximo, haverá reversão dos fluxos de capitais, abalando o equilíbrio externo e interno.

Quando há liberalização dos fluxos de capitais, dentro de projetos de reformas estruturais, se estiverem em curso políticas de estabilização, haverá de saída combinação de conta capital aberta e altas taxas de juros. A atração de capitais é reforçada, além do diferencial de juros, pela mudança das expectativas dos investidores em favor da economia recém liberalizada, trazendo novos investimentos e o repatriamento de capitais. Pode-se ver aí a ameaça da formação de desequilíbrios cambiais, o que é reforçado se há, como é comum, a adoção de uma âncora cambial.

A abertura traz enfim um grande risco de sobrevalorização do câmbio real, como é apontado por autores como Bernhard Fischer e Reisen, H. (1993), no fundo, a razão disso seriam velocidades diferentes de ajuste nos mercados financeiro e de bens. O problema está em preços rígidos no mercado de bens e trabalho, que demoram para seguir a regra da paridade do poder de compra, enquanto há ajustamento rápido no mercado financeiro, segundo a paridade coberta da taxa de juros. Ocorre que, dado um diferencial entre os juros externos e internos, com maiores juros internos, os fluxos de capital responderão imediatamente, levando à sobreapreciação do câmbio. Se o mercado de bens e de trabalho respondesse numa velocidade comparável à mesma elevação das taxas de juros, poderia ocorrer um processo de compensação deflacionária, que minimizaria a pressão de apreciação do câmbio real.

Fischer e Reisen acreditam que uma abertura prematura da conta capital traz um grande potencial de instabilidade, e refutam o argumento, relacionado à economia política das reformas, que vê que as entradas de capital podem compensar as perdas em crescimento e emprego que ocorreriam durante o processo de estabilização, e viabilizar sua implantação. Os autores entendem que esta compensação é momentânea, e se dá à custa de desindustrialização. O que ocorreria é que, com a valorização real do câmbio, haveria realocação da produção de setor de bens comerciáveis para não-comerciáveis, o que interferiria na estrutura produtiva negativamente para a produção industrial interna. O que os entusiastas das entradas de capital acreditam é que os produtores industriais internos, prevendo uma valorização passageira do câmbio, irão aproveitar a abundância de recursos financeiros trazidos com a abertura e investir em produtividade no parque produtivo de bens comerciáveis, elevando a competitividade da economia num segundo momento. Mas, entendem Fischer e Reisen, mesmo que o sistema produtivo acredite que o desequilíbrio no câmbio é passageiro, terá dificuldade em realocar os recursos financeiros, externos ou internos, no investimento na indústria para um eventual retorno à produção de comerciáveis,

já que os sistemas financeiros de países em desenvolvimento costumam ser pouco eficientes.

Ainda na questão macroeconômica, é importante ver que a abertura dos fluxos financeiros interfere na economia de maneira diversa sob diferentes regimes cambiais, de câmbio fixo ou flexível. Há também diferentes formas de se encarar como ocorre o ajuste da economia sob estes regimes, que pode ser visto de forma mais ortodoxa, com maior crença na eficiência do mercado, ou de forma mais heterodoxa. As críticas à abertura prematura da conta capital tendem a se aproximar mais da segunda visão. Sob o regime de taxas flexíveis de câmbio, segundo a visão monetarista, que supõe um mercado cambial perfeito, qualquer desequilíbrio do balanço de pagamentos conseguirá ser ajustado pela alteração da taxa de câmbio através da livre oferta e procura de moeda. Assim seria possível uma política monetária independente, e o nível de ocupação poderá ser sempre próximo do pleno emprego, e não haveria então necessidade para o controle dos fluxos de capitais. No entanto, para uma visão mais heterodoxa, estes mercados passariam longe de ser perfeitos. Principalmente nos mercados de capital contemporâneos, o tamanho, intensidade e velocidade dos mercados financeiros são identificados como causadores de desalinhamentos da taxa de câmbio. O câmbio atingiria patamares distantes do chamado nível de equilíbrio de longo prazo, o que significa dizer que o mundo monetarista de mercados cambiais eficientes seria ilusório. Neste caso, seria impossível conciliar independência da autoridade monetária interna e estabilidade cambial. Seriam aceitáveis controles de capitais a fim de se manter taxas de câmbio competitivas, e conter sua volatilidade excessiva.

Num regime de taxa de câmbio fixa, não há total independência da política monetária, que fica subordinada à manutenção do equilíbrio externo. Os que defendem a liberdade dos fluxos de capitais sob um regime de taxas de câmbio fixas acreditam que uma liberdade da política monetária é na verdade indesejável, pois pode levar a excessos da autoridade monetária que resultariam em inflação e, enfim, descontrole no equilíbrio interno. Com liberdade de fluxos de capital, descontroles fiscal ou monetário serão respondidos com fugas de capitais, obrigando a autoridade monetária a trazer novamente para baixo o nível de expansão, a fim de se manter o equilíbrio no balanço de pagamentos. A liberdade nos fluxos de capitais pode ser encarado como elemento disciplinador das políticas internas, já que qualquer desvio de uma situação macroeconomicamente estável pode ser respondido com fugas de capital. Uma visão de inspiração keynesiana, no entanto, acreditaria que os mercados não dariam respostas assim tão eficiente. As perdas em termos de emprego e crescimento derivadas da manutenção de uma rígida política monetária, com altas taxas de juros, são maiores do que as eventuais perdas de eficiência, ou de acesso à poupança externa, decorrentes dos controles de capitais.

Dos pré requisitos microeconômicos a principal referência é quanto ao setor financeiro e bancário interno. Para evitar o risco de uma crise sistêmica no momento da liberalização dos fluxos de capital, seriam necessárias medidas de saneamento do mercado financeiro interno. Deve-se estimular a competição no sistema bancário, pela abertura à entrada de bancos estrangeiros, o que levará à ganhos de eficiência e com incorporação de novas tecnologias e reestruturações organizacionais. Deve-se também haver maior regulação e fiscalização por parte do governo, a fim de garantir que as instituições sejam financeiramente saudáveis, por exemplo, fazendo maiores exigências de reservas de capital. Só depois de estabelecida a liberalização interna do mercado financeiro, com entrada de bancos estrangeiros, depois que as altas taxas de juros internas decorrentes da estabilização baixarem, e depois que a estruturação financeira das instituições for adequada, e houver devida supervisão e regulação por parte do governo, pode haver liberalização dos fluxos de capital de curto prazo de forma segura, que seria o último passo do processo de reformas. Instituições financeiras internas pouco eficientes, com uma estrutura de finanças frágil, podem representar uma ameaça no caso de haver abertura da conta capital, pois sua constituição pouco eficiente pode levar a uma reversão das expectativas externas, com fugas de capitais. Ou, no caso de haver fugas de capitais, o risco de uma crise sistêmica no setor bancário é maior.

A questão microeconômica das reformas estruturais é tratada por Mckinnon (1993), que observa a instabilidade que pode ser provocada por uma abertura prematura da conta capital, devido a imperfeições nas decisões alocativas que guiam o setor financeiros interno e os fluxos de investimentos externos.

O seu argumento principal é a idéia da síndrome de sobre-endividamento (*overborrowing syndrome*), segundo a qual existem algumas características dos mercados de capitais, externos e internos, em especial no caso dos fluxos para países em desenvolvimento, que podem levar a fluxos financeiros exagerados. Deve-se atentar então para a minimização destes efeitos, se deseja uma abertura segura da conta capital dentro do processo de reformas. Mckinnon distingue três tipos de efeitos que acabam por distorcer a alocação dos créditos externos, e conduzir a um *overborrowing*: o efeito wedge, o efeito guarantee e a “miopia” dos credores privados.

O efeito wedge consiste no distanciamento das taxas de juros de crédito e depósito dentro do mercado financeiro interno, em especial no caso de países em que existam pressões inflacionárias. O que ocorre é que o governo faz exigências de reservas ao sistema bancário, e estas não são remuneradas adequadamente no caso de haver corrosão inflacionária. Para fazer frente a estas perdas, os bancos aumentam os juros sobre o crédito, a fim de obter maior retorno, o que distancia dos juros que remunera os depósitos do que é cobrado pelo crédito. O efeito é mais acentuado se, no processo de estabilização o

governo taxa o sistema financeiro para fazer frente às exigências do ajuste fiscal, e também no caso de haver uma situação de oligopólio no mercado financeiro. Mas, essencialmente, o raciocínio de Mckinnon é resumido da seguinte forma⁴:

$$R_L = (R_d + \pi k) \cdot (1 / 1 - k)$$

Sendo R_L a taxa de juros para o crédito, R_d a taxa de juros para depósitos, π a taxa de inflação e k a proporção das reservas exigidas pelo governo, que não são remuneradas, ou o são abaixo da inflação. A conclusão é que quanto maior a inflação (π) e as reservas exigidas (k), tanto maior a diferença entre taxas de crédito (R_L) e depósito (R_d). O resultado do efeito *wedge* é que os agentes internos tenderão a tomar empréstimos no exterior, a taxas menores, se a conta capital for liberalizada, e contribuir para um efeito de *overborrowing* no caso de abertura da conta capital.

O efeito *guarantee* é causado pela intervenção governamental no mercado de capitais, o que distorce a sua racionalidade alocativa. Os tomadores individuais de empréstimos, num mercado eficiente, se defrontam com uma curva de oferta financeira *upward slopping*, o que significa dizer que encontram uma oferta de crédito na qual um maior risco significa um maior custo de endividamento. Um devedor muito endividado será associado a um maior risco, e irá se defrontar com créditos mais caros; também um credor com um alto grau de *exposure* a um determinado cliente irá transferir este risco para as taxas de juros cobradas deste cliente. Porém na década de 70 e 80 havia garantias dos governos dos países em desenvolvimento para os emprestadores internos, da mesma forma que, também nos países industrializados, garantias dos governos para os seus credores. Não se constatava então uma curva de juros *upward slopping*, mas sim taxas flutuantes, que guardam pouca ou nenhuma relação com aquela função cumprida pelas taxas de juros de regular os fluxos de crédito de acordo com a elevação do risco. Da mesma forma que o efeito *wedge*, o resultado pode ser o endividamento excessivo, e o que é pior, com distorções na sua racionalidade.

O terceiro efeito levantado por Mckinnon é a “miopia” dos agentes privados em relação à remuneração futura do investimento. Há uma diferença entre fluxos de capitais que são motivados por reformas estruturais na economia, que, espera-se, aumentem a remuneração esperada do capital num horizonte de mais longo prazo, e fluxos são motivados por diferenciais de taxas de juros, no caso, diferenciais causados pela adoção de políticas de estabilização. Neste caso as expectativas do investidores podem se tornar errôneas, pois o nível do câmbio e dos juros no momento inicial, em que há avaliação

⁴ Em Mckinnon, pág. 50, equação 4.4.

positiva da rentabilidade, podem não ser sustentáveis. Os credores e tomadores de empréstimos pensam suas aplicações como agentes individuais, não levando em conta como o agregado de suas ações pode interferir no resultado da operação. Ocorre que, havendo um fenômeno de *overborrowing*, sob a iminência de uma variação da relação entre câmbio e taxas de juros que comprometa a rentabilidade do investimento, os investidores terão dificuldade em ajustar suas carteiras a tempo, ou rever suas expectativas de forma mais acertada. O ajuste desta “miopia” poderá se dar de forma abrupta, com repentina reavaliação do risco e reversão dos fluxos de capital, assumindo contornos de crise cambial.

O grande valor da análise de Mckinnon está em ver que os mercados financeiros podem agir muitas vezes de forma não eficiente, quebrando o principal argumento ortodoxo em defesa da abertura financeira, que é a hipótese de uma grande racionalidade no funcionamento dos mercados cambiais.

Enfim, cuidados no processo de abertura financeira externa são aconselháveis para se evitar os eventuais efeitos nocivos que podem ser trazidos pelos mercados de capitais, como, volatilidade cambial, volatilidade nos preços dos ativos, especulação, *overshooting* do retorno financeiro, sobre-dimensionamento dos fluxos, perda de independência da política monetária e quebradeira no sistema financeiro doméstico. Fatores estes que estão em maior ou menor medida associados entre si, e concorrem para o fracasso do processo de reformas.

2.2 Liberalização Precoce da Conta Capital

Existem no entanto argumentos que justificam ser preferível uma abertura maior da conta capital já em momentos iniciais do processo de reformas. É possível definir basicamente três correntes principais desta visão:

A primeira está mais ligada à viabilização política da implantação das reformas, segundo uma economia política das reformas, uma visão que se justifica mais pelo lado da prática, ou da viabilização política, do que pela teoria econômica. O argumento é que as entradas de capital nos momentos iniciais das reformas podem ajudar a aliviar os custos das políticas de estabilização, que trazem grande ônus em termos de perda de renda e emprego, e as modificações estruturais, que operam uma redistribuição da renda, e podem desestabilizar os governos reformistas, principalmente em regimes democráticos considerados “frágeis” nos países em desenvolvimento. O resultado é que as reformas se fazem mais viáveis politicamente se há uma abertura da conta capital que se faz acompanhar de fluxos positivos de recursos, que apesar de trazerem aumento do passivo

externo e maior vulnerabilidade a eventual reversão nos fluxos de capital, reduzem a necessidade de medidas recessivas.

Como aponta Mathieson e Rojas-Soares, Anne Krueger, apesar de em seu texto de 1994 apontar vários riscos de uma liberalização prematura da conta capital, em outros textos, de 1981, 1984 e 1989⁴ defende que, em nome da eficácia da economia política das reformas, é possível se pensar a abertura aos fluxos financeiros mesmo em fases iniciais das reformas.

Outra posição, de cunho liberal mais ortodoxo, acredita que logo no começo das reformas pode haver implantação simultânea de abertura comercial, financeira e também flexibilização das taxas de câmbio. Considera-se que os mercados funcionam de forma eficiente, de maneira que os investimentos reais e de portfolio deverão estar sempre baseados em taxas de juros internacionais e na regra da paridade do poder de compra. Ou seja, os mercados estarão operando de forma sempre eficiente, e o câmbio se ajustará mais adequadamente através do mercado do que pela ação do governo, não havendo porque se pensar em controles de capital. Os fluxos de capital serão eficientemente alocados, não havendo porque se pensar em sobre-endividamento, ou sobrevalorização da taxa de câmbio⁵.

A terceira posição acredita que os mecanismos de controle dos fluxos de capital se tornam sempre inócuos, no longo ou médio prazo, se há grandes diferenças de juros ou incentivos à movimentação financeira, e a manutenção de controles só trará perdas em eficiência à economia. Esta é a visão de Mathieson e Rojas-Soarez (1993), que criticam as outras visões, que partem do suposto, considerado equivocado, que estes controles são eficientes.

Controles de capital efetivos existem se (1) tornam a taxa de juros interna totalmente independente da externa, ou (2) criam um diferencial entre as taxas internas e externas. Os controles de capitais teriam pouca eficácia quando as condições macroeconômicas são favoráveis à formação de fluxos de capital. O uso de controles acabaria implicando em custos, chamados de *rent-seeking costs*, de procura da "frestas" que permitem o capital burlar os controles, havendo também interferência no comércio exterior, afetando as reformas de abertura no mercado de bens. Atribui-se esta capacidade dos fluxos de capital burlarem as regras ao desenvolvimento e sofisticação do mercado financeiro internacional a partir da década de 70 e, mais acentuadamente, nos anos 90.

Os efeitos adversos da manutenção de controles de capitais severos para conter os fluxos que se formam durante a aplicação das reformas tornam mais vantajosa a opção de, ao invés de intensificar as barreiras durante o processo de reformas, se intensifiquem

⁴Mathieson e Rojas-Soares (1993), pág. 7.

⁵ Como representante deste pensamento, Mathieson cita Lal (1987).

adequadas políticas fiscal, monetária e estrutural de forma a viabilizar o país a conviver com os movimentos de capitais.

As formas mais comuns de controle sobre fluxos de capitais são as quantitativas, que limitam as posições ativas e passivas de agentes financeiros internos, operações de agentes estrangeiros no país e investimentos diretos; outra forma comum é a tributação, que incide de forma mais pesada em geral sobre investimentos de curto prazo. Taxas de câmbio múltiplas também são usadas, mas são menos comuns atualmente. Alguns meios de escapar a estes controles seriam a alteração na conta de transferências ao exterior de multinacionais, o atraso ou adiantamento nas transações de comércio exterior e nas operações de crédito relacionadas ao comércio. Ou, mais simplesmente, corrupção. Isto sem se falar na criação de novas operações financeiras ou, enfim, mecanismos de driblar a regulação.

Muitas vezes os governos, quando do início do processo de reformas, intensificam controles sobre movimentações de capitais. Mas, uma vez elevadas barreiras sobre fluxos de capitais, estas terão efetividade apenas no curto prazo; se para evitar a perda de efetividade, o governo continuar elevando estas barreiras, as distorções provocadas pelo movimento de *rent-seeking* tenderão a se elevar e acumular. Isto poderá distorcer a eficiência alocativa da economia, prejudicar o funcionamento do comércio exterior e, no fim, ter pouca eficiência prática.

Além do mais, o governo estará inutilmente se privando dos benefícios que são trazidos pela liberalização dos fluxos de capitais. Os benefícios principais seriam por exemplo, maior eficiência com a especialização na produção interna de serviços financeiros; ganhos com a competição com o setor externo; diversificação de portfolios dos residentes, minimizando impacto de choques; acesso ao mercado de crédito externo, o que reduz custo de endividamento dos agentes internos, e, por fim, alocação ótima da poupança internacional. Os mercados financeiros também funcionariam como disciplinadores das políticas internas, pois reagem de forma negativa, com fugas de capital, cada vez que são adotadas políticas monetária, fiscal ou medidas estruturais inconsistentes. Reduzindo-se os custos de intermediação financeira e removendo distorções no preços do mercado financeiro interno, o resultado final seria melhorar a performance econômica como um todo, através do aumento da eficiência e competitividade nos mercados financeiros.

Ao invés de se pensar em limites à movimentação de capitais ou uma abertura gradual aos fluxos, Mathieson e Rojas-Soares enfatizam o cumprimento dos pré-requisitos, de estabilidade macro e saneamento do mercado financeiro, que tornam possível a convivência saudável da economia aberta com os fluxos de capital. E garante o acesso da economia a todo o leque de benefícios trazidos por uma conta capital liberalizada, desde o

ganho de eficiência do mercado financeiro até o acesso à poupança externa, cujo resultado final será, supõe-se, maiores taxas de crescimento e emprego.

Comparando-se as visões de Mathieson, de um lado, representando um pensamento favorável à liberação precoce dos fluxos de capital, e Mckinnon e Fischer & Reisen, de outro lado, defendendo a postergação da liberação, vê-se que ambas as posições partem de observações semelhantes para chegar a posições diferentes. Todos os autores são liberais, crêem que a adoção do livre mercado é o melhor meio de se elevar a renda agregada, e que para o mercado financeiro não seria diferente. As duas posições concordam que, no entanto, no caso do mercado financeiro não é tão simples como no mercado de bens, que os mercados financeiros são mais instáveis, e existe uma série de pré-condições que as economias devem apresentar para que sejam bem aceitas por estes mercados sem maiores riscos de instabilidades, volatilidades ou reversões bruscas das avaliações dos agentes.

Porém o sentido que se faz dessa determinação é diferente; Fischer & Reisen e Macknnon acham que estas pré-condições devem ser alcançadas pela economia através de reformas estruturais, antes de se avançar no processo de abertura, do contrário se configurará uma situação de risco, com possíveis perdas para a economia. Já Mathieson faz o raciocínio inverso: para ele a economia deve apresentar, por suposto, uma conta capital aberta, seja porque os controles são ineficientes (na sua opinião), seja porque faz parte da economia política das reformas. Para ele não faz sentido se ficar pensando em controles de capitais, ou o momento ideal do processo de reformas para a liberalização dos fluxos de capital, mas sim pensar quais são as condições exigidas para se evitar que os fluxos de capital tragam instabilidade, e adotá-las com a maior urgência.

Liberalização da Conta Capital dentro das Reformas Estruturais na Crise da Ásia

Na década de 90 a crescente importância dos fluxos de capital financeiro na economia internacional começou a mostrar seus primeiros sinais negativos, como eram entendidos anteriormente, relacionados à volatilidade do capital financeiro. Os países que passaram pela triste experiência de passar por ataques especulativos nesta nova fase do capitalismo global sofreram crises de solubilidade externa, com complicados impactos cambiais. Foi o caso em 1992, na Europa, com o ataque especulativo ao Reino Unido e Suécia, e mais tarde, em 1994, no México, já com dimensões ampliadas e maior impacto global, principalmente para o terceiro mundo.

A partir de junho de 1997, a reversão dos fluxos financeiros atingiu o sudeste asiático, surpreendentemente para muitos, pois a região apresentava décadas altas taxas de crescimento, e uma situação macroeconômica considerada estável. O efeito contágio no entanto espalhou o desequilíbrio pela região e semeou instabilidade em outros mercados, trazendo graves conseqüências mesmo aqui, na América Latina. Os países mais afetados, Coréia, Tailândia e Indonésia, foram levados desvalorizar a taxa de câmbio de 36% a 72%, entre junho de 1997 e março de 1998. Malásia e Filipinas também foram afetados; um pouco menos Hong-Kong, Singapura e até Japão. China e Taiwan aparentemente pouco sofreram.

No chamado Asean-four (Tailândia, Indonésia, Malásia e Filipinas), somado à Coréia, os fluxos privados líquidos de capital foram de US\$ 93 bilhões positivos em 1996, passando, em 1997, com a reversão nos fluxos de capital, a US\$ 12 bilhões negativos, uma variação equivalente a 11% do PIB combinado dos países. Variação maior do que os 8% de oscilação dos fluxos em relação ao PIB verificados na crise da dívida na América Latina entre 1981 e 1982, somando-se México, Argentina e Brasil.

Na década de 90 se instituiu no sudeste asiático um movimento em favor da abertura da conta capital, sob a bandeira de mercados financeiros eficientes, que trariam benefícios à economia interna. Segundo Wade (1998), alguns dos defensores dessa liberalização foram os tesouros dos Estado Unidos e Reino Unido, juntamente a bancos e organizações financeiras de Wall Street e da City de Londres, além de instituições multilaterais como o FMI e o Banco Mundial. Essas instituições atuaram incluindo a proposta de liberalização dentro do escopo dos planos de reformas estruturais; também realizariam manobras parecidas a OMC e a OCDE. Encontrando respaldo necessário dentro das elites dos

negócios nacionais na Ásia, foi possível encorajar os governos a liberalizar seus sistemas financeiros ao longo da década.

A liberalização financeira incluiu a remoção de alguns dos mecanismos do estado desenvolvimentista em nome da disciplina de mercado. Buscando a estabilização e as reformas estruturais, taxas de juros elevaram-se, bancos submeteram-se à necessidade de elevar taxas de adequação de capital, e governos tiveram de desistir dos meios de controlar o endividamento externo do setor privado. Mas isso teria sido feito antes de ser criada simultaneamente uma infra-estrutura de regulação e supervisão bancária, e antes da constituição de tradição e habilidade em operações no mercado financeiro internacional.

A história do México, que passou pelo colapso da paridade cambial do peso em 1994, apresenta algumas semelhanças. Já no fim da década de 80, estabeleceu-se um regime de paridade cambial entre o peso e o dólar, o que foi complementado por um projeto de liberalização que incluiu liberalização comercial, privatização de empresas estatais e redução do déficit público. Não se deixou de lado também a desregulação do mercado de capitais. Porém o regime cambial de "*crowling peg*" levou ao longo da década a uma certa valorização real do peso, que era em parte justificada por supostos ganhos de produtividade decorrentes da aplicação das reformas. Em 1994 a sobrevalorização real da moeda se mostra insustentável, e o peso sofre uma desvalorização corretiva de 15%. Com os fluxos de capitais liberalizados, a moeda fica vulnerável à reversão das expectativas do mercado financeiro, e a correção inicial é questionada por grandes fugas, levando ao abandono do câmbio fixo e adoção do flexível, do que se segue a uma queda livre do peso. O resultado foi a necessidade de intervenção externa, com um grande pacote de ajuda dos EUA.

O caso da Ásia apresenta entretanto diferenças; houve uma reversão nas expectativas internacionais por fatores outros que não a consistência dos fundamentos macroeconômicos, como excesso de déficit público, sobrevalorização cambial ou saldo em conta corrente altamente negativo.

Haveria poucos indícios de que a reversão se deu devido à inconsistência dos fundamentos, ainda que se admita que a Tailândia, país que teria sido estopim da crise, apresentasse desequilíbrios mesmo que pequenos nesse sentido: déficit crescente em conta corrente e moeda considerada sobrevalorizada. O sistema financeiro, por outro lado, começava a exibir dois tipos de inconsistência no pré-crise: elevação no nível de empréstimos externos não saudados e grande índice exposição *unhedged* de curto prazo em débitos com o exterior. Estes dois elementos teriam levado a uma reversão da expectativas dos credores externos. Vulnerabilidades, que apareceram devido à liberalização dos fluxos de capitais e do sistema financeiro doméstico sem a devida regulação por parte do Estado. O mesmo pode ser dito para outros países do sudeste

asiático, que se tornaram alvo de outros ataques especulativos, devido ao chamado efeito contágio.

Na Coreia houve substancial liberalização da conta capital; empresas nacionais, então com bom *rating* internacional no começo da década, passaram a fazer facilmente empréstimos no exterior por conta própria. Permitiu-se também o licenciamento de 14 novos bancos de captação no exterior entre 1994 e 1996, ajudando a elevar a dívida externa de US\$ 44 bilhões em 1993 para US\$ 120 bilhões em setembro de 1997, a maior parte dívida privada, com uma parcela de aproximadamente 70% contratada a curto prazo. A aquisição de créditos no exterior acabou saindo do campo de regulação do Banco Central, ainda que constituísse um passivo em moeda estrangeira para o próprio BC.

Tailândia e Indonésia, os dois outros países mais afetados pela crise, também passaram ao longo da década por processos de abertura e desregulação financeira. Na Tailândia houve a abertura do empréstimo no exterior, e a criação de novas empresas financeiras capazes de concorrer com os bancos comerciais, o que fragilizou o setor; na Indonésia, a abertura dos setor bancário à competição não foi seguido pela correspondente implantação de um moderno modelo de regulação bancária.

3.1 Ação do FMI e Abertura da Conta Capital

Para pensar o FMI como gestor de políticas de reforma estrutural, onde se inclui a sua ação na liberalização da conta capital, é preciso ver que essa atuação se dá de duas maneiras: primeiro, vendo o FMI como instrumento de pressão política, a exemplo do que diz Wade (1998). Nessa concepção o Fundo atua ao lado dos grandes interesses do capitalismo financeiro mundial, que estariam corporificados, diz o autor, nos Tesouros dos EUA e Reino Unido. De acordo com essa visão o Fundo seria uma peça no processo de pressão e convencimento de países protecionistas a liberar fluxos de bens e capitais e reformar a economia interna. Mas este lado certamente é muito polêmico, não cabendo aqui entrar no mérito da questão. O que procurarei ver é como o Fundo inclui sua proposição de reformas dentro de seu instrumento tradicional de convencimento, que são os programas de ajuda financeira submetidos ao cumprimento de condicionalidades.

Em Goldstein (2000) é feito um levantamento dos instrumentos que o FMI opera a fim de monitorar o compromisso dos países que se submetem ao programa do Fundo no que tange as reformas estruturais, e como esses foram usados no caso da crise da Ásia. O caso da Ásia é paradigmático, pois constituiu os programas em que houve maior inclusão de condicionalidades referentes à reforma estrutural, e incluíram a liberalização financeira e da conta capital.

O principal instrumento de monitoramento do Fundo seriam os "critérios de performance", que além de incluir os clássicos critérios macroeconômicos, definidos na programação financeira, define também critérios das reformas estruturais. Mas ao invés de haver uma programação financeira, no caso das reformas se destaca o papel das *structural benchmarks*, que são indicadores que objetivam traçar os passos das reformas para cada política estrutural individual, tentando avaliar o progresso destas ações. Como muitas destas políticas não podem se expressadas quantitativamente, as *structural benchmarks* são usualmente expressadas qualitativamente. Exemplos são políticas de privatização, de liberalização externa e de saneamento do mercado financeiro.

O descumprimento de *structural benchmarks*, no entanto, não implica automaticamente a suspensão do crédito ao país; a suspensão depende ainda do resultado de um outro instrumento de avaliação, que são os *program reviews*. Estes ocorrem em intervalos de meio ano, e são mais amplos, observando reformas que seriam dificilmente avaliadas corretamente apenas através do estabelecimento de *structural benchmarks*. Pode captar, por exemplo, a necessidade de mudanças nas políticas inicialmente propostas. São estes *program reviews* que têm o poder de levar a efeito as condicionalidades inclusas nos critérios de performance, suspendendo o fornecimento de recursos do Fundo no caso de descumprimento dos critérios.

Os critérios de performance estruturais se concentram sobretudo, como seria de se imaginar, em programas de assistência financeira de prazo mais longo, os *Extended Fund Arrangements*, usualmente de três anos, e aparecem menos nos programas de curto prazo, os *Standby Arrangements*, de um ano.

Goldstein apresenta uma tentativa de acompanhar a evolução da presença das condicionalidades de políticas estruturais dentro dos programas de ajuda. Para o período de 1979 a 1987, a estimativa é que haveria 1,3 critérios de performance estruturais por programa do Fundo; para 1993-1999, há 3,3 pôr programa, e só para 1997, sem incluir os três programas da Ásia, sete critérios de performance, em média. Os três programas da Ásia tiveram um número de critérios estruturais muito superior, e nunca antes visto, numa média de 14 por programa. Com isso o que se tenta mostrar são duas coisas: primeiro, que com o passar do tempo as reformas estruturais foram assumindo um papel cada vez mais importante dentro do campo de atuação do FMI, e também que, em particular no caso da Ásia, esta nova ênfase se exacerbou, devido à particularidade da crise.

Como foi visto no primeiro capítulo, a forma clássica de atuação do FMI era através da contenção da demanda interna a fim de reverter o déficit em conta corrente. Partindo de um instrumento de análise extremamente simples oferecido pela fusão do EMBP (Enfoque Monetário do Balanço de Pagamentos) e o Enfoque de Absorção, chega-se à conclusão de que a adoção de políticas macro, visando redução da expansão monetária e do gasto

público, seriam suficientes para sanar o déficit no Balanço de Pagamentos. Segundo Goldstein, a mudança de enfoque do Fundo pode ser explicada, por um lado, como uma reação do FMI às críticas que foram feitas à sua atuação na década de 80 na América Latina, onde uma ênfase exagerada em políticas de demanda teria gerado taxas de crescimento extremamente insatisfatórias ao longo da década. Isto exigiria do Fundo transformações, diz o autor, a fim de dar maior atenção às *micro policies*, além das tradicionais *macro policies*, ou seja, tentar implantar reformas estruturais. Por outro lado, no caso específico da Ásia, estaria permeada a característica da crise, que não foi motivada centralmente por políticas fiscal e monetária frouxas, como era definido no modelo clássico do Fundo. A causa principal foi a reversão nas expectativas dos credores externos que, dada a grande mobilidade dos fluxos de capital, levou a grandes fugas de recursos minando a contabilidade externa dos países. E na origem da reversão dos fluxos estariam problemas estruturais, localizados no sistema financeiro interno.

No caso da Ásia, se evidencia uma outra mudança na atuação do FMI dentro das políticas estruturais: enquanto que para o conjunto dos programas da Coreia, Indonésia e Tailândia, medidas relacionadas à reforma do setor financeiro correspondiam a mais de 60% do total, seguido do setor público (empresas públicas), com 15% e comércio, 12%, para o período 1979-87 a configuração dos critérios de performance era outra. Em primeiro lugar estava, no período anterior a reforma do sistema de câmbio, com 12% do total dos critérios, depois sistema comercial, 6%, e só então questões relacionadas ao sistema financeiro. Apesar dos dados serem meramente quantitativos e não muito detalhados, é possível ver aí um reflexo da atenção especial que foi dada no caso da Ásia para o setor financeiro.

O Fundo tentaria se afastar de uma imagem que se aproximava a de um mero "cobrador" dos mercados financeiros internacionais junto ao terceiro mundo, buscando se tornar um agente disseminador da "boa" política econômica. O FMI se direciona, nesse sentido, das idéias propostas pelo chamado "Consenso de Washington", o conhecido conjunto de "regras de etiqueta" do *policy maker* liberal, que ganhou projeção sob liderança do colega de Goldstein no IIE (Institute for International Economics), John Williamson. Estes princípios incluiriam basicamente idéias tais como desregulação das taxas de juros, do comércio, reforma no sistema comercial e financeiro, abertura ao investimento externo e, enfim, um esquema de princípios liberais que se tornaram crescentemente populares ao longo dos anos 80 e 90. Como foi visto no Capítulo 2, cabe nesse escopo também o princípio de abertura da conta capital, inclusive para fluxos de investimento financeiro de curto prazo, ainda que com diferentes tratamentos dentro do próprio *mainstream* liberal. É o que se verifica nos programas de ajuda à Ásia, onde é possível ver que as políticas de reforma estrutural propostas pelo Fundo mantêm uma posição favorável à continuidade ampliada do processo de abertura da conta capital.

Um caso mais detalhado no trabalho de Goldstein é o da Indonésia, onde se verifica a presença de medidas que correm no sentido de dar continuidade ao processo de abertura da conta capital. Por exemplo com "redução do número de atividades fechadas ao investidor estrangeiro" (Tabela 8) e medidas direcionadas principalmente à retirada de restrições ao investimento externo direto. Ou seja, indo contra clamores de fechamento da conta capital a fim de estancar as fugas de recursos, o FMI, ao contrário, intensifica a liberalização.

Lane *et alii* (2000) explora um pouco a questão da suposta contradição na política de reforma estrutural do Fundo no período de estabilização, uma vez que o FMI não utiliza controles de capital para solucionar a crise. Para isso o autor analisa as críticas que ocorrem nesse sentido.

Em primeiro lugar destaca que na Ásia o FMI usou um modelo de programa que três frentes: financiamento, ajuste macro e política estrutural. O financiamento teria como função reduzir a necessidade de ajuste da conta corrente e restaurar a confiança do mercado externo; o ajuste macro teria menor ênfase, no caso da Ásia, na contração fiscal, já que o motivo da crise não teria sido excessivos gastos públicos. Porém alguma política de contenção monetária e ajuste fiscal teriam de ocorrer, por um lado para acomodar os gastos de socorro ao sistema bancário, e por outro para afirmar junto ao mercado o compromisso com as reformas, como uma prova de empenho político do governo na estabilização e nas reformas. A terceira frente são as reformas estruturais, principalmente no sistema bancário, necessária para reconquistar a confiança do mercado internacional e para, num horizonte de longo prazo, evitar a recorrência da crise. Em última instância, a justificativa para qualquer medida estrutural é a necessidade de se manter ou reconquistar a credibilidade junto aos mercados externos.

A crítica ao modelo FMI, de que faz menção Lane, questiona exatamente este modelo das três frentes⁶. Nessa visão alternativa o fato de existirem reformas estruturais no sistema financeiro teria exacerbado o pânico, e as políticas fiscal e monetária contracionistas apenas contribuíam para reduzir o crescimento econômico e aumentar a taxa de insolvência, ambos os fatores colaborando para intensificar as fugas de capital. A estratégia correta seria restaurar a confiança do mercado através de um maciço fornecimento de financiamento, sem intensificação da contração da demanda interna e impondo controles de capital para restringir as fugas. As reformas estruturais, se necessárias, deveriam ser feitas gradualmente, e de preferência depois de passada a turbulência da crise.

Lane rebate a crítica de duas maneiras: primeiro, acredita que as expectativas negativas no mercado internacional já estavam construídas, e que a implantação de

⁶ Lane *et alii*, pág. 9. As críticas citadas estão em Furman e Stiglitz, 1999, e Yoshitomi e Ohno, 1999

reformas de adequação nas instituições financeiras não teria como trazer pior avaliação de risco. Segundo, na a linha do argumento apresentado por Mathieson e Rojas-Soarez, no capítulo 2 da monografia, Lane acredita que controles de capital seriam nesse caso incapazes de conter os fluxos. Para comprovar isso cita o caso da Tailândia, que teria tentado impor controles de capitais em maio de 1997, nos primórdios da crise, mas as barreiras não conseguiram conter as fugas, e a Tailândia abandonou a paridade fixa e adotou o câmbio flutuante dois meses depois de adotada a medida.

Lembrando a discussão apresentada no capítulo 2, vimos que havia um segmento mais moderado dentro do pensamento liberal (lá apresentado como os argumentos de Mckinnon e Fischer & Reisen), que acreditava que a abertura da conta capital tem um grande potencial instabilizador. Poderia então ser postergada, ou adotada gradualmente, caso houvesse uma conjuntura que oferecesse maior risco. Esta conjuntura desfavorável era apontada como sendo, em primeiro lugar, o período de transição da economia, quando estivesse passando por choques de estabilização acompanhadas de reformas estruturais; mas desfavorável também seria uma situação de crise, com reversão das expectativas externas e fugas de capital. A posição defendida por Mathieson e Rojas-Soarez, como vimos, era mais radical quanto à necessidade de abertura imediata da conta capital, já que os controles de capitais seriam pouco eficazes na contenção dos fluxos financeiros, e, além do mais, países que se apartassem dos investimentos financeiros internacionais estariam perdendo os grandes benefícios trazidos pela integração ao mercado de capitais global.

Pelo que foi visto em Lane e em Goldstein, a intervenção do FMI na crise da Ásia seguiu a linha de pensamento defendida por Mathieson e Rojas-Soarez. A despeito da instabilidade no mercado de capitais configurado durante a crise, o Fundo optou por dar continuidade ao processo de abertura da conta capital, em parte porque acredita na eficiência desses mercados, e nos ganhos de longo prazo que essa abertura iria trazer, e em parte porque, enfim, os controles de capitais seriam incapazes de conter as fugas de capitais de uma forma eficaz.

BANCO MUNDIAL

Mas, nisso tudo, onde está papel do Banco Mundial? Apesar de ser o "irmão gêmeo" do FMI, quando o acordo de Bretton Woods deu à luz suas instituições multilaterais, aparentemente o BM fica afastado da definição dessas políticas envolvidas nos programas de ajuste do Fundo. Ao FMI cabe a definição das políticas centrais do ajuste, como fiscal, monetária, cambial e financeira. O resto da políticas, por exemplo projetos anti-pobreza, fica a encargo de outras instituições, onde se inclui o BM. A posição do Banco Mundial na definição das políticas fica bem definida nas palavras de Joseph Stiglitz, economista-chefe

do BM durante a crise da Ásia: "*Alguém poderia imaginar que, como o Banco Mundial contribuía para os pacotes de ajuda, literalmente, com bilhões de dólares, sua voz teria de ser ouvida. Mas era ignorada, quase tão ignorada como as vozes das pessoas dos países afetados*"⁷.

3.2 Câmbio e Crise Cambial em Mercados Globais

Resta pensar quais as implicações para os países em desenvolvimento da nova configuração econômica mundial que se impõe: ausência de controles significativos sobre fluxos comerciais e financeiros, com volumes cada vez maiores de comércio e, principalmente, transações financeiras internacionais.

Uma visão é dada por Obsfeld & Rogoff (1995), que acreditam que em um mundo com mercado de capitais internacionalizado crescente, se aprofundam as dificuldades em se manter taxas de câmbio fixas. Mesmo regimes cambiais que buscam um meio termo entre o regime fixo e o flutuante, ou políticas ativas do banco central em conter a volatilidade do câmbio, mostrariam poucos resultados.

Nesta nova configuração do mercado de capitais que se inaugura com a década de 90, sobretudo para o terceiro mundo, a política monetária perde sua independência, fica subordinada à manutenção de certos níveis de estabilidade na taxa de câmbio. Qualquer defasagem de rentabilidade para o investidor internacional será severamente punida com fugas de capitais, e para contê-la, só a elevação das taxas de juros. O protecionismo comercial a fim de restaurar o reequilíbrio externo também perde efetividade porque, além dos custos que o liberalismo supõe próprios da restrição do comércio, atualmente a atuação comercial de um país está subordinada a acordos internacionais, e barreiras comerciais implicam em retaliações de seus parceiros.

Na nova configuração de mercados globais as nações perdem graus de liberdade na capacidade de autodeterminação de suas políticas internas.

O regime de câmbio fixo tem a grande vantagem de reduzir a incerteza quanto ao futuro, o que facilita o cálculo econômico e incentiva comércio e investimento. Grandes oscilações do câmbio usualmente impõe custos para agentes que transacionam com o exterior. Essa lógica rege o estabelecimento da União Monetária Européia, e algo semelhante motivava o regime de Bretton Woods. Um instrumento especialmente útil para países subdesenvolvidos, que em geral apresentam moedas fracas e mais vulneráveis à oscilações. Outra vantagem de um regime de câmbio fixo é seu uso como âncora monetária, um instrumento de controle inflacionário que se tornou popular no terceiro mundo na última década.

⁷ Stiglitz, J., 2000. "O que aprendi com a crise mundial?", artigo

Porém o volume diário de transações de câmbio no mundo, e o poder de fogo que vem adquirindo os especuladores esse mercado, tem minado a viabilidade do controle cambial.

Acredita Obsfeld que a inviabilidade da manutenção de taxas de câmbio fixas provém da falta de vontade política de fazê-lo, pois segundo os dados apresentados (Tabela 1), a maioria dos bancos centrais teriam recursos suficientes para conter ataques especulativos de qualquer magnitude. De acordo com o autor, para conter o ataque a autoridade monetária deve ter recursos em reservas estrangeiras suficiente para recolher apenas a base monetária "*high-powered*", depósitos no banco central e moeda em poder do público. Assim o Banco Central pode elevar a taxa de juros a um tal nível que qualquer especulador irá achar desvantajoso abandonar o investimento. Dos países apresentados que possuíam taxas fixas, todos tinham reservas em moeda estrangeira suficientes para comprar de 80 a 90% de toda a base monetária. Além do mais, sempre há a possibilidade de se tomar mais recursos emprestados do setor privado.

O problema é que o Banco Central depende da aceitabilidade política de suas ações; além do efeito recessivo de uma elevação demasiada da taxa de juros, comprometendo setores mais endividados, de onde se destaca o próprio Estado, ocorrem efeitos distributivos de impacto social negativo. Qualquer medida de defesa da paridade cambial por parte do BC será mal sucedida se carecer de credibilidade.

No caso da crise do México, em 1994, o país vinha cumprindo pré-requisitos de adoção de projetos de estabilização e de reformas estruturais, porém a presença de um resíduo inflacionário que continuou após a fixação do câmbio levou a uma valorização do câmbio real, e o governo se viu incapaz de convencer os investidores internacionais do compromisso de longo prazo com o câmbio nominal, devido às implicações da combinação da sobrevalorização e juros altos.

Um regime cambial de bandas seria insuficiente para conter a pressão do mercado, só postergaria o dia em que a moeda é atacada se os limites de variação cambial continuam carecendo de credibilidade. O câmbio fixo ou com bandas pode se tornar logo insustentável se carecer do elemento essencial da credibilidade: uma autoridade monetária independente.

No caso do México se vê também que o modelo de âncora cambial pode trazer riscos se o governo não tem credibilidade para bancar as conseqüências. Os autores também concordam com o argumento de que os controles de fluxos de capitais são burláveis, e uma volta a este antigo artifício é um instrumento pouco eficaz para compensar a falta de credibilidade.

O que os autores propõem é um novo modelo explicativo para um ataque especulativo contra o câmbio. O modelo anteriormente aceito de "especulação racional", atribuído a Paul Krugmann, 1979, considera que um ataque resultará de combinação de

valorização do câmbio real, com acúmulo de déficits correntes e recorrência de queima de reservas, num cenário que resultará em perda de confiabilidade do câmbio e fugas de capitais. No novo modelo, mesmo uma economia sustentável nos fundamentos pode ser atacada. Depende da fé que o mercado deposita no compromisso do governo em defender a paridade cambial.

O novo modelo seria de expectativas *self-fulfilling*, ou auto-realizáveis, onde se estabelece um estratégia entre os agentes em que os resultados, *pay-offs* de um ataque especulativo, de acordo com um esquema baseado na teoria dos jogos, só serão positivos se a moeda for realmente desvalorizada. A desvalorização só irá ocorrer, porém, se houver a ação conjunta, e no mesmo sentido, de vários agentes especuladores. Só a concretização do movimento articulado de fuga de capitais irá mobilizar recursos suficientes para pressionar o governo a uma grande elevação dos juros, que vá além do seu comprometimento com a taxa de câmbio. E o que determina esse comprometimento do governo é um elemento político, resultante das pressões que surgem de grupos sociais internos quando há elevação dos juros para defender o câmbio.

Nesse novo modelo a análise racional dos fundamentos da economia pelo agente especulador perde poder explicativo na determinação do momento em que pode se configurar um ataque. Os agentes especuladores passam a observar outros elementos além dos fundamentos macro. Toma importância observar o tamanho da dívida pública, pensando-se que a elevação dos juros irá comprometer o orçamento: grandes cortes de gastos ou elevação da tributação têm pouca aceitação social. Bancos internos podem estar muito endividados no exterior, e uma desvalorização poderia trazer problemas ao setor. Também a desvalorização da moeda de um país prejudica a competitividade de seus parceiros comerciais, e dependendo da importância deste parceiro, pode haver o "efeito contágio". Estes elementos se somam à simples observação do déficit em conta corrente, ou da perda de competitividade da economia, como indicador da necessidade de reajuste cambial.

Segundo o modelo, um ataque especulativo deverá ocorrer num momento intermediário entre uma posição de fundamentos sólidos e fundamentos fracos, pois aí se configura o campo ideal para a disputa entre os jogadores-especuladores, onde a ação concatenada dos agentes pode derrubar o governo na defesa da moeda. Mas o momento exato da concretização do ataque especulativo é atribuído a um elemento aleatório, que os autores chamam de *sunspot*, querendo realçar sua imprevisibilidade.

A implicação mais evidente desta visão é que um Estado que ambicione ter um regime cambial com algum grau de estabilidade estará fadado a manter políticas permanentemente contracionistas: a inflação deve ser mínima, o déficit público controlado e a expansão monetária deve manter níveis compatíveis com os interesses dos agentes

internacionais. A partir do momento em que um desequilíbrio leva o país a penetrar na situação intermediária, onde os fundamentos não estão nem bons nem maus, o câmbio estará suscetível ao questionamento dos especuladores, e apesar de os indicadores macroeconômicos não apontarem para uma situação de crise, essa pode ocorrer devido à sua característica auto-alimentável.

Desdobrando os argumentos apresentados por Obsfeld e Rogoff, se a gestão econômica depende da credibilidade das políticas junto ao mercado de capitais internacional, também as políticas microeconômicas, ou estruturais, deverão sempre se adequar aos desenhos traçados pelo mercado. Ou seja, deverão ser sempre próximas do modelo do "Consenso de Washington", ou do ideário liberal considerado dominante entre os agentes do mercado financeiro.

Na verdade Obsfel e Rogoff elaboram seu raciocínio pensando o conjunto dos países integrados ao mercado de capitais internacional, sejam desenvolvidos ou subdesenvolvidos. Mas levando em consideração que países de Terceiro Mundo possuem moedas consideradas de "segunda categoria", menos aceitas pelos agentes, é fácil imaginar que esses países estarão sempre subordinados à manutenção de políticas ainda mais rígidas a fim de conquistar a credibilidade dos mercados.

Uma última implicação que pode ser retirada da argumentação de Obsfeld e Rogoff, já que se considera imprescindível a adoção dos padrões de comportamento exigidos pelo mercado, é que, além do fim da ação de um Estado desenvolvimentista, na nova conjuntura da economia globalizada se inaugura o fim da política de demanda. A proeminência dos interesses do mercado financeiro sobre o Estado faz com que políticas fiscal e monetária sejam permanentemente contracionistas, enterrando a possibilidade do governo, como sonhava Keynes, promover o crescimento econômico através dessas políticas. As expectativas auto-realizáveis conseguiram auto-realizar a própria teoria liberal: o único elemento capaz de elevar o crescimento do produto e da renda passa a vir, no mundo globalizado, apenas do lado da oferta, via livre iniciativa do mercado.

Conclusão

Eatwell (1995), realiza uma análise dos fatores que levaram a uma elevação das taxas de desemprego no G7 a partir da década de 70. Em seu estudo descarta algumas das hipóteses mais populares a respeito: a elevação dos preços do petróleo promovida pela Opep a partir de 1973, os ganhos de produtividade derivados no novo padrão tecnológico, devido ao avanço da informática; perda de mercado de produtos industrializados para países da Ásia, em especial sudeste asiático e China. O autor chega à conclusão de que a inflexão nas taxas de desemprego está associada ao baixo crescimento da demanda nos anos 80 e 90.

O menor crescimento da demanda seria resultado de políticas fiscal e monetária permanentemente restritivas ao longo do período. O fim da estabilidade do padrão de Bretton Woods teria sido o ponto de partida do aumento do volume de fluxos internacionais de capital financeiro, de poder altamente instabilizador sobre as contas externas e o câmbio, subordinando a política interna dos países desenvolvidos aos condicionantes dos mercados financeiros internacionais.

Aumentam os volumes negociados e o poder dos fluxos financeiros sobre os Estados Nacionais, que crescentemente perdem seu poder de autodeterminação.

Como alegado no capítulo 3, países subdesenvolvidos, com moedas fracas, são ainda mais subordinados aos mercados financeiros internacionais. Na década de 90, quando os fluxos se direcionam também para o terceiro mundo, esses Estados perdem sua margem de manobra na condução da economia interna.

Deixando de lado argumentos liberais em defesa da internacionalização do capital, que dizem respeito principalmente a ganhos de eficiência alocativa, o que se pode deduzir é que políticas de demanda se encontrarão constantemente restritas.

O que se explicita aqui é que o modo de condução das políticas econômicas proposto pelo FMI e, a reboque, pelo Banco Mundial, está longe de constituir um pensamento único, apesar do límpido nome de instituições multilaterais. Ao contrário, pipocam críticas, as quais infelizmente não foram objeto de estudo nesta monografia.

As instituições multilaterais estudadas tem grande interesse em aprofundar a abertura da conta capital nos países membros, em especial nações subdesenvolvidas. Vimos que possuem meios para levar suas intenções a efeito, e que de fato o fazem.

Muitas vezes, como foi visto, as políticas de liberalização são conduzidas prestando pouca atenção ao crescimento de curto prazo dos países que assinam o programa de ajuda do Fundo. Eatwell nos alerta para mais um problema: talvez o resultado de longo prazo não seja muito melhor.

Bibliografia

BAER, Mônica e Lichtensztejn, Samuel. "Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial: Estratégias e Políticas do Poder Financeiro". S.Paulo, ed. brasiliense, 1987.

BANCO MUNDIAL. "Relatório Sobre o Desenvolvimento Mundial 1991", publicação FGV.

EATWELL, "Globalização e Desemprego", Revista de Economia Política no.6, junho de 1995.

EDWARDS, S., "Trade Liberalization Reforms and the World Bank". The American Economic Review, vol 87, nº2, 1997.

FANELLI, José Maria; Frankel, R. e Taylor, L. "The World Development Report 1991: A Critical Assesment". International Monetary and Financial Issues for the 1990's. United Nations, 1992.

FISCHER, Bernhard e Reisen, Helmut, Liberalizing. "Capital Flows in Developing Countries", OECD, 1993.

GOLDSTEIN, Morris, "IMF Structural Programs", *paper* para conferência do National Boureau fo Economic Research: "Economic and Financial Crises in Emerging Markets Economies", 2000.

IMF. "Theoretical Aspects of the Design of Fund-Supported Adjustment Programs". Occasional Paper nº 55, 1987.

KRUEGER, Anne, O. "External Sector Liberalization and the Aproprate economic Policy Mix". Barth, RC et allí, orgs. Coordinaing Stabilization and Structural Reform. Washington DC: IMF, 1994.

LANE, Timoty, *et allí*, "Managing Financial Crises: The Expirience in East Asia", IMF Working Paper, 2000.

MATHIESON, Donald J. e Rojas-Suarez, Liliana. "Liberalization of Capital Account". Washington DC: IMF, 1993. (Occasional Paper, nº 103)

OBSFELD, Maurice, e Rogoff, Kenneth, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", National Bureau of Economic Research, Working Paper no. 5191, 1995 a.

OBSFELD, Maurice, "Models of Currency Crises With Self-Fulfilling Features", National Bureau of Economic Research, Working Paper no. 5285, 1995 b.

PRESSER, Mário Ferreira. "Políticas Macroeconômicas, Restrição externa e Reformas Estruturais: Um Continente, Duas Visões". Unicamp, 1999, Tese de Doutorado.

SAMPAIO, Plínio de Arruda, "Padrão de Reciclagem da Dívida Externa e Política Econômica do Brasil em 1983 e 1984", tese de Mestrado, Unicamp, 1988.

STIGLITZ, Joseph, 2000. "O que aprendi com a crise mundial", artigo, Folha de S. Paulo, pág. 7, caderno 2, 15 de abril de 2000.

WADE, Robert, "From Miracle to Meltdown: Vulnerabilities, Moral Hazard, Panic and Debt Deflation in the Asian Crisis", *New Left Review*, 228, March-April, 1998.

WADE, Robert, e Veneroso, Frank, "The Asian Financial Crisis: The Unrecognized Risk of the IMF's Asia Package", *New Left Review*, February, 1998.

ZINI, Álvaro Antônio. "Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil". S. Paulo, SP. Edusp., 1993.