

POLÍTICA DE RESPOSTA À CRISE FINANCEIRA GLOBAL: QUESTÕES FUNDAMENTAIS PARA OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO*

Yilmaz Akyüz**

RESUMO

O objetivo deste trabalho é propor políticas de resposta a diversas questões levantadas pela crise financeira mundial, tais como a estabilização dos mercados financeiros e a necessidade de reforma no sistema financeiro internacional. Discute-se a reforma da arquitetura financeira internacional, com foco na prevenção e resolução de crises. Tal reforma requereria políticas imediatas e medidas de prevenção de crises, mediante a vigilância política multilateral, um sistema internacional de reservas e a regulação dos mercados financeiros internacionais.

ABSTRACT

The global financial crisis led to numerous issues, which comes to the main goal of this paper, presenting policy responses to this issues, such as a financial markets stabilization, the for a fundamental reform of the international financial system, among others. This is followed by a discussion about the reform of the international financial architecture, being the crisis prevention and the crisis intervention and resolution. This reform led to immediate policy response and crisis prevention with multilateral policy surveillance, international reserves system and regulation of international financial markets.

1 INTRODUÇÃO

A crise financeira global, desencadeada pelo crédito especulativo generalizado e o investimento nos principais centros financeiros internacionais, coloca dois conjuntos de desafios políticos. Em primeiro lugar, exige uma resposta política imediata, a fim de estabilizar os mercados financeiros e os fluxos de capitais internacionais, interromper o declínio econômico e iniciar a recuperação. Até agora, os principais países industriais têm tomado uma série de medidas para estes fins, incluindo operações de resgate via infusão de capital nas instituições financeiras enfraquecidas e nas empresas industriais; garantias do governo para os ativos financeiros debilitados e depósitos bancários; flexibilização significativa das condições monetárias; redução rápida e acentuada nas taxas de juros; e grandes

* Trabalho redigido em maio de 2009.

** Conselheiro Econômico Especial da organização South Center, sediada em Genebra, e ex-diretor da Divisão sobre Globalização e Estratégias de Desenvolvimento da Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), também com sede em Genebra. Correio eletrônico: yilmaz.akyuz@bluewin.ch.

pacotes de estímulo fiscal. As economias em desenvolvimento e emergentes (EDE) também adotaram medidas para aliviar as condições de crédito e estimular o investimento privado, de forma a conter os impulsos desestabilizadores e deflacionários da crise. No entanto, várias delas enfrentam restrições de recursos para responder à crise com políticas anticíclicas. Há uma forte razão e algumas possibilidades de utilizar as políticas comerciais e financeiras para aliviar a restrição de recursos. Mas, em muitos casos, a resposta política eficaz depende fundamentalmente do suprimento de liquidez internacional adequada, em termos e condições apropriados, por meio de instituições financeiras multilaterais.

Em segundo lugar, essa crise manifestou, mais uma vez, a necessidade de uma reforma fundamental do sistema financeiro internacional a fim de garantir maior estabilidade e evitar crises virulentas com ramificações globais. Parece ter surgido um consenso entre os maiores participantes da economia mundial sobre a necessidade de uma reforma. Uma série de iniciativas *ad hoc* foram lançadas, e foram apresentadas propostas em diversas instâncias, incluindo a Organização das Nações Unidas (ONU), o Grupo dos 20 (G20) e as instituições de Bretton Woods. Contudo, até que ponto estas resultarão no tipo de mudanças necessárias é muito incerto. Os antecedentes a este respeito não são muito animadores. Apesar de haver um amplo consenso sobre uma reforma sistêmica que traga uma governança mais efetiva para as finanças internacionais, após uma série de crises em economias emergentes nos anos 1990 e a proliferação de propostas para a reforma, a iniciativa lançada de *Financiamento para o Desenvolvimento* não produziu nenhum resultado significativo a este respeito nos últimos sete anos.¹ As EDE têm uma participação consideravelmente maior em tal reforma, tendo em conta os danos desproporcionalmente grandes que a instabilidade financeira internacional inflige sobre elas. Por isso, é importante que liderem o processo e formem uma opinião coerente para uma verdadeira mudança em uma ampla gama de áreas de interesse fundamental para elas, incluindo o mandato, os recursos, as modalidades operacionais e a governança do Fundo Monetário Internacional (FMI, em inglês, International Monetary Fund – IMF), de modo a reduzir a sua vulnerabilidade à instabilidade financeira e às crises, enquanto preservam a autonomia política adequada na gestão da sua integração no sistema financeiro internacional, nos fluxos de capital e nas taxas de câmbio.

Esses dois conjuntos de questões se sobrepõem em determinados aspectos. Em particular, muitas das deficiências na resposta política imediata para a crise pela comunidade internacional têm suas raízes nas deficiências dos acordos institucionais globais para a gestão e resolução de crises. A próxima seção discutirá as restrições que as EDE estão enfrentando em resposta aos

1. Ver Akyüz (2002) para as questões levantadas e as propostas apresentadas após a crise financeira asiática.

impulsos deflacionários e desestabilizadores da crise, fazendo uma avaliação das iniciativas internacionais empreendidas até agora para prestar apoio. Segue-se uma discussão sobre a reforma da arquitetura financeira internacional em duas categorias: *i*) a prevenção de crises; e *ii*) a intervenção em crises e sua resolução. As discussões vão concentrar-se em questões consideradas de particular importância para a estabilidade e o crescimento nas EDE, em vez de abordarem cada questão levantada pela atual crise. A seção final oferecerá um resumo das políticas propostas.

2 RESPOSTA POLÍTICA NAS EDE: RESTRIÇÕES DE PAGAMENTOS E APOIO INTERNACIONAL

2.1 Impacto da crise e opções de políticas internas

Os efeitos colaterais adversos da crise financeira mundial estão causando estragos nas EDE. A combinação de declínio acentuado da receita de exportações de manufaturados e *commodities*, colapso das remessas, reversão dos fluxos de capital privado, propagação crescente de riscos, escassez extrema de crédito (afetando até as finanças comerciais) e perdas de valor dos ativos está dando origem a uma forte desaceleração econômica e mesmo à contração em várias partes do mundo em desenvolvimento. De acordo com as projeções mais recentes do FMI, o crescimento médio nas EDE deverá ser baixo: 1,6% em 2009, abaixo dos 8,7% de 2007. A perda esperada do crescimento nestas economias excede em mais de 6 pontos percentuais (p.p.) a queda no centro da crise – a economia dos Estados Unidos, para onde se prevê uma contração da produção de 2,8% em 2009, após um crescimento de 2% em 2007. Esta desaceleração resultará em quedas consideráveis na renda *per capita* na maioria das regiões e países em desenvolvimento. Consequentemente, há um risco de reversão de muitos dos benefícios alcançados na redução da pobreza e no desenvolvimento, como resultado dos esforços políticos intensos e as reformas realizadas nos últimos anos.

Existe hoje um amplo consenso sobre a necessidade de uma resposta política macroeconômica anticíclica e expansionista para os impulsos deflacionistas que emanam da crise. É igualmente acordado que, nas atuais condições de extrema preferência de liquidez e aversão ao risco, a política monetária teria pouquíssimo impacto sobre a expansão do crédito e sobre os gastos privados. Por conseguinte, o ônus recai principalmente sobre as políticas orçamentais expansionistas, em particular o aumento dos gastos públicos.

O principal obstáculo à política macroeconômica anticíclica em muitas EDE é a restrição da balança de pagamentos. Embora vários países de renda média tenham conseguido construir posições de pagamentos relativamente fortes e grandes estoques de reservas internacionais no período de expansão

anterior, a restrição da balança de pagamentos tem-se tornado, geralmente, mais apertada, com diminuição das receitas de exportações e reversão dos fluxos de capital privado. De fato, as reservas têm diminuído em quase todo o mundo em desenvolvimento, e mesmo economias superavitárias fortes, como a China, têm experimentado saídas de capital. Uma aceleração do crescimento baseado na expansão da demanda interna certamente esgotaria as reservas mais rapidamente que as captações de importações, exercendo pressão sobre a moeda e ameaçando a estabilidade externa e financeira. Isto significa que, para as EDE com restrições de recursos, as políticas macroeconômicas expansionistas dependeriam crucialmente da prestação de financiamento externo adequado. Para os países mais pobres, onde os fluxos oficiais estão diretamente ligados ao orçamento, a injeção de financiamento externo adicional também ajudaria a aliviar a restrição fiscal que geralmente se torna mais rigorosa, como resultado dos efeitos negativos da queda nos ganhos e rendimentos das exportações nas receitas do governo e da desvalorização das moedas no serviço da dívida externa pública.

Segundo o Banco Mundial (WORLD BANK, 2009, p. 6), as necessidades de financiamento externo em 2009 deverão exceder as fontes privadas de financiamento em 98 das 102 EDE. Na falta de financiamento oficial suficiente para preencher a lacuna, estes países teriam que usar todos os instrumentos de política interna que têm sob seu controle, a fim de resistir à crise com o mínimo de danos. Mas as opções são bastante limitadas. Ajustes monetários não seriam muito eficazes na promoção das exportações enquanto os mercados no exterior estiverem encolhendo. As desvalorizações em países com extensa dolarização dos passivos também podem criar efeitos deletérios sobre os balanços privados com moeda forte e incompatibilidades de maturidade.

Em contrapartida, a restrição seletiva de importações não essenciais e de luxo, bem como de importações de bens e serviços para os quais há substitutos domésticos, poderia ser mais eficaz para aliviar as restrições de pagamentos e facilitar as políticas macroeconômicas expansionistas, permitindo o aumento das importações de intermediários e os bens de capital necessários para a expansão da produção e a renda interna. Para algumas EDE, a diferença entre as tarifas aplicadas e as delimitadas pela Organização Mundial do Comércio (OMC) pode abrir espaço para tal ação. Mas, para um grande número de EDE, as margens são muito estreitas, ou mesmo inexistentes. Em contrapartida, sob as condições que atualmente prevalecem em muitos países, há uma forte tendência, como último recurso, para solicitar as cláusulas de salvaguarda da balança de pagamentos do Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT) e do Acordo Geral sobre Comércio de Serviços (GATS), especialmente as do Artigo XVIII, seção B do GATT, direcionadas particularmente a dificuldades de pagamentos decorrentes dos esforços de um país para expandir o seu mercado interno ou da instabilidade nas suas relações de comércio.

Idealmente, quando as forças deflacionárias globais estão agindo, seria altamente desejável evitar medidas comerciais restritivas, especialmente aquelas de caráter discriminatório. De fato, a experiência entreguerras mostra que, isoladamente, as restrições comerciais discriminatórias, junto às políticas de taxas de câmbio protecionistas, podem agravar, ao invés de aliviar, as dificuldades econômicas, e levar a conflitos. A recente cúpula do G20 comprometeu-se a não “repetir os erros históricos do protecionismo de épocas anteriores” e a “evitar erguer novas barreiras ao investimento ou ao comércio de bens e serviços, impondo novas restrições à exportação, ou executando medidas incompatíveis com a OMC, para estimular as exportações” (G20, 2009c, parágrafo 22). No entanto, não havia nenhuma indicação de quais tipos de ações poderiam ser consideradas protecionistas ou incompatíveis com a OMC. Também não houve nenhum compromisso específico.

Se uma medida comercial especial pode ou não ser considerada protecionista depende das condições sob as quais é adotada. A este respeito, deve ser feita uma distinção entre as restrições aplicadas por países detentores de moeda de reserva e ricos em reservas e aquelas aplicadas por EDE enfrentando restrições de balanço de pagamentos. As restrições à importação, nos casos anteriores, efetivamente implicariam exportação de desemprego, uma vez que o aumento das exportações líquidas substituiria a demanda externa por demanda interna. Mas o mesmo não aconteceria para as restrições aplicadas pelas EDE que enfrentam escassez de liquidez internacional. Neste último caso, a alternativa seria enfrentar a estagnação ou a contração, e, portanto, a demanda reduzida por bens e serviços estrangeiros. As restrições seletivas sobre importações permitiriam a alocação de divisas estrangeiras escassas para facilitar a expansão interna, sem reduzir a demanda geral por mercadorias estrangeiras. Isto não pode ser considerado uma ação protecionista.

Assim, não deveriam ser negados os direitos, consagrados nos acordos comerciais multilaterais, de as EDE com restrições de recursos utilizarem medidas legítimas para evitar a contração na atividade econômica. Tais medidas comerciais devem ser distinguidas das medidas protecionistas de restrições e subsídios à importação, incluindo aquelas utilizadas por algumas das principais economias industriais – tais como as disposições e subsídios industriais da Buy American nos pacotes de estímulo e financiamento dos Estados Unidos – que servem para proteger os empregos domésticos em vez de facilitar as ações de políticas expansionistas, e levantam a questão de conformidade com as regras da OMC.

Um segundo conjunto de medidas que poderiam ser empregadas por países que enfrentam a falta de liquidez internacional para apoiar a expansão interna refere-se à conta de capital. As EDE estão agora experimentando saídas líquidas em investimento de carteira e nos empréstimos bancários internacionais. Além

disso, os residentes em vários destes países juntaram-se aos credores e investidores internacionais na fuga de capitais. Isto é, em grande parte, o resultado da liberalização generalizada do investimento doméstico no estrangeiro nos últimos anos, muitas vezes, em um esforço para aliviar a pressão ascendente do aumento dos fluxos de capital nas moedas. Obviamente, na medida em que as reservas, receitas de exportação e empréstimos oficiais são usados para financiar a fuga de capitais, a liquidez internacional disponível para o financiamento em conta corrente seria reduzida. Além disso, sob as condições atuais, a fuga de capitais também comprometeria a capacidade de usar a política monetária para a expansão. Assim, há um forte argumento para restringir a saída de capitais em países que enfrentam uma rápida perda de reservas. As restrições também ampliam o espaço para a resposta política monetária e fiscal anticíclica à crise, a fim de estabilizar a atividade econômica, conter as quedas nas moedas e os consequentes deslocamentos nos balanços privados.

2.2 Apoio à liquidez internacional

A extensão para a qual as restrições comerciais e financeiras precisam ser aplicadas pelas EDE de recursos limitados depende da velocidade com que o comércio internacional, os mercados financeiros e os fluxos de capital são estabilizados, bem como da disponibilidade de financiamento adequado das instituições financeiras multilaterais. Em relação a este último, uma série de iniciativas foram tomadas no G20 e nas instituições de Bretton Woods nos últimos meses, buscando a melhoria em três áreas principais: aumento do fundo de financiamento das instituições financeiras multilaterais; acesso ampliado das EDE para financiamento multilateral; e melhorias nos termos e condições dos empréstimos multilaterais. Algumas destas iniciativas têm implicações que vão além de questões da resposta política imediata para a crise e poderiam, de fato, implicar alterações sistêmicas e mais permanentes na forma como o FMI intervém em situações de crise financeira. Estas características serão discutidas na seção subsequente, no contexto da reforma da arquitetura financeira internacional. Será feita uma breve descrição das medidas tomadas até agora nas três áreas, bem como uma avaliação da sua adequação ao enfrentamento dos desafios políticos imediatos visando à estabilização das condições econômicas nas EDE e à preparação do terreno para a recuperação. Serão apresentadas propostas para novas ações.

Quanto a novos recursos, segundo o acordo alcançado na cúpula do G20 de abril, estabeleceram-se compromissos por um adicional de US\$ 1,1 bilhão para o apoio internacional. Isto inclui a decisão de alocar US\$ 250 bilhões em Direitos Especiais de Saque (DES), aprovada na reunião do FMI, triplicando os recursos disponíveis ao FMI para US\$ 750 bilhões; um adicional de US\$ 100 bilhões para bancos multilaterais de desenvolvimento, presumivelmente

a serem levantados mediante emissão de obrigações;² e financiamento comercial de US\$ 250 bilhões de diversas instituições públicas e privadas, incluindo as agências de crédito à exportação. Dos US\$ 500 bilhões adicionais para o FMI, apenas US\$ 250 bilhões estão prontamente disponíveis via empréstimos bilaterais de alguns dos seus principais acionistas, a serem posteriormente incorporados em novos acordos de empréstimos (NAE)³ “expandidos e mais flexíveis”. No entanto, não parece haver um acordo sobre como o resto deve ser angariado. Enquanto alguns dos maiores acionistas favorecem o aumento do NAE por um adicional de US\$ 250 bilhões e incentivam as economias ricas em reservas a fazer empréstimos bilaterais, as principais economias emergentes, especialmente a China, a Índia, a Rússia e o Brasil, parecem insistir em que estes recursos sejam apurados por meio de empréstimos dos mercados, e manifestaram interesse em comprar títulos de curto prazo que o FMI pode emitir para este propósito.⁴ Esta questão está atualmente sob análise no fundo.

Em relação ao acesso das EDE ao financiamento multilateral, as grandes iniciativas recentes incluem, além do referido acordo sobre a alocação dos DES, a duplicação dos limites normais de acesso ao FMI; duplicação dos limites de empréstimos para países mais pobres elegíveis para o Programa de Financiamento para Redução da Pobreza e Desenvolvimento (em inglês, Poverty Reduction and Growth Facility – PRGF) e o Programa de Contenção de Choques Externos (Exogenous Shocks Facility – ESF); e uma nova Linha de Crédito Flexível (LCF; em inglês, Flexible Credit Line – FCL), estabelecida para a prevenção de crises nas economias emergentes que enfrentam o contágio da crise global. Apresenta-se a LCF como disponível “para países com fundamentos, políticas e trajetórias sólidas de execução das políticas”, que serão avaliados pelo FMI de acordo com diversos critérios predeterminados. Ela pode ser direcionada ou usada como um instrumento de precaução. Ao contrário da Linha de Liquidez de Curto Prazo (Short-Term Liquidity Facility – SLF) que ela substitui, a LCF não tem limites

2. O Banco Mundial criou também o mecanismo de financiamento de vulnerabilidade para os países mais atingidos pelas crises alimentar e financeira, mas sua contribuição potencial para a resposta à crise nas EDE não é muito clara.

3. O fundo tem dois tipos de acordos para o empréstimo bilateral dos seus acionistas: os acordos gerais de empréstimos (AGE) e os novos acordos de empréstimo (NAE). O AGE foi criado em 1962, em função das disposições dos Artigos do Acordo (Artigo VII, seção 2), para a reposição de moedas escassas, o que deu origem ao G10. Renovado dez vezes, ele foi aumentado a partir do valor original de DES 6 bilhões para DES 17 bilhões em 1983, em resposta à crise da dívida. O NAE foi estabelecido em 1998 como um conjunto de acordos de crédito com 26 membros, para um total de DES 17 bilhões, e renovado por duas vezes desde então. Em ambos os acordos, AGE e NAE, os compromissos por país baseiam-se em suas cotas. Somados os dois acordos, o montante total disponível para o fundo é de cerca de US\$ 50 bilhões.

4. Ver Andrews (2009).

rígidos.⁵ No entanto, não está claro se isto implica que o FMI funcionará como um empréstador de último recurso para os países que considera elegíveis, cedendo quantidades ilimitadas, sem condicionalidades (apenas multas). Até a data, um arranjo da LCF de US\$ 47 bilhões foi aprovado para o México. A Polônia pediu US\$ 20 bilhões em um arranjo da LCF de precaução, e a Colômbia manifestou interesse em um acordo similar por US\$ 10 bilhões.

Finalmente, algumas medidas foram tomadas para “modernizar a condicionalidade do FMI para todos os tomadores de empréstimo”, como parte da reformulação do quadro de empréstimos do FMI.⁶ Primeiro, o acesso à LCF será baseado na situação *ex ante*, e não em condicionalidades *ex post*. Em segundo lugar, a decisão foi tomada para suspender os critérios de desempenho estruturais em todos os acordos do fundo, incluindo aqueles com economias de baixa renda. Espera-se que isto permita ao fundo se concentrar nos objetivos fundamentais.

É difícil fazer um julgamento preciso sobre se essas iniciativas irão satisfazer as necessidades de financiamento externo das EDE, uma vez que isto depende fundamentalmente da eficácia das medidas adotadas pelas economias avançadas responsáveis pela crise no restabelecimento da estabilidade e do crescimento. Segundo o Banco Mundial (WORLD BANK, 2009, p. 6), a necessidade de financiamento público externo total de 98 EDE com deficiências devem ser de pelo menos US\$ 270 bilhões, e este número pode subir significativamente, atingindo os US\$ 700 bilhões. Segundo a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento – UNCTAD (2009), a diferença pode vir a ser de US\$ 2 trilhões. Embora se afirme que a cúpula do G20 chegou a um compromisso de R\$ 1,1 trilhão adicional, o verdadeiro montante prontamente disponível parece ser menor, certamente muito menor que o valor mencionado.⁷ É notável que, apesar destas iniciativas amplamente divulgadas de financiamento adicional das EDE, as projeções de crescimento de abril de 2009 feitas pelo FMI para estas economias apresentavam revisões declinates de 1,7 p.p. em 2009, e de 1 p.p. para 2010 em relação às obtidas em janeiro de 2009 – mais ou menos a mesma quantidade para as economias avançadas (IMF, 2009b, tabela 1.1).

O volume, os termos e as condições de financiamento adicional a serem disponibilizados pelas instituições financeiras multilaterais deverão mostrar

5. A SLF foi introduzida em outubro de 2008 com o aprofundamento e a disseminação global da crise para os membros com “registros de trajetória política sólida e fundamentos fortes”, e o acesso foi baseado na qualificação *ex-ante*. Ao contrário da LCF, a SLF tinha um limite de 500% da cota e não poderia ser usada como uma linha de crédito de precaução. Ela não foi utilizada até ser substituída pela LCF. Os membros que não se qualificam para a LCF podem usar os chamados *high-access precautionary stand-by arrangements* (Hapas), a título cautelar, com um teto e antecipação sujeitos para revisão *ex-post*; ver IMF (2009a).

6. Ver IMF (2009d).

7. Em especial, o adicional de US\$ 250 bilhões para o fundo parece ainda não estar próximo, a fonte dos adicionais US\$ 100 bilhões para o Banco Mundial não é clara, e os US\$ 250 adicionais para financiamento do comércio parecem ser fictícios; ver Giles (2009) e Khor (2009).

variações consideráveis entre as EDE de acordo com seus limites de acesso e de elegibilidade para as diferentes categorias de financiamento. Da alocação de DES de US\$ 250 bilhões, as EDE receberiam por volta de US\$ 80 bilhões, dos quais menos de um quarto deve estar disponível para os países de baixa renda. Estes montantes são uma pequena fração das necessidades estimadas de financiamento externo dos países em desenvolvimento. Qualquer empréstimo adicional do Banco Mundial financiado pela emissão de obrigações não estaria disponível para um grande número de países pobres, incluindo aqueles de baixa renda e de categorias de menor renda média. Sob as normas vigentes, os empréstimos adicionais do FMI financiados pela cooperação bilateral e/ou por empréstimo de mercado devem, em princípio, não ser baseados em concessões. A julgar pelos critérios estabelecidos de pré-qualificação, um grande número de EDE, incluindo vários países de acesso ao mercado com grandes déficits em conta corrente, altos níveis de dívida pública, e inflação elevada e instável, não deve ser elegível para a LCF.

É largamente aceito que, quando as dificuldades da balança de pagamentos de um membro do fundo resultam de choques externos de caráter permanente ou de expansão excessiva da absorção interna, o financiamento do FMI deve ser acompanhado de ajustes da política interna para reduzir os déficits. No entanto, quando as dificuldades de pagamentos são causadas por choques externos temporários, elas precisam ser financiadas, em vez de reduzidas por meio do ajuste da política. A atual crise financeira parece conter elementos de mudança tanto permanentes quanto temporários. Pode-se esperar que a crise traga um ajuste duradouro para os déficits externos dos Estados Unidos, resultante da retração dos consumidores há muito aguardada. Isto, certamente, exige um ajuste nos países com superávit – incluindo os países asiáticos em desenvolvimento, especialmente a China, mas não nas EDE com recursos limitados –,⁸ e significa que EDE deficitárias não se devem sujeitar a quaisquer condicionalidades de políticas macroeconômicas pró-cíclicas com vistas a conseguir financiamentos adicionais necessários para atender a suas carências de balança de pagamentos resultantes dos choques comerciais e financeiros da crise. No entanto, apesar da “recente modernização da condicionalidade”, o fundo continuou a impor um aperto macroeconômico pró-cíclico em quase todos os recentes Acordos de Crédito Contingente (Stand-by Agreements) – o aperto fiscal no Paquistão, na Hungria e na Ucrânia, e o aumento dos juros na Letônia e no Paquistão (TWN, 2009). Mesmo que alguns destes países tenham tido grandes déficits orçamentários quando se aproximaram do FMI para empréstimos, os momentos de recessão não são os melhores para se realizar ajuste fiscal.

8. Para as implicações da crise atual no ajuste externo nos Estados Unidos e na China, ver Akyüz (2008a).

Nenhum financiamento multilateral deve ser disponibilizado às EDE para responder a dificuldades nos balanços de pagamentos causadas por uma crise global pela qual elas não têm responsabilidade. Isto significa que um elevado grau de concessões seria necessário. De fato, o FMI financiou duas instalações petrolíferas altamente concessionais na década de 1970 como dispositivos anticíclicos deliberados para impedir que os aumentos do preço do petróleo desencadeassem uma recessão mundial, com países gozando de acesso quase automático, sem condicionalidades macroeconômicas anticíclicas.

Os países de baixa renda devem ser compensados, não sobrecarregados com uma dívida adicional e um serviço de dívida por causa do financiamento que recebem para responder aos choques da crise. Por razões políticas, bem como pela eficácia, as subvenções da Ajuda Pública ao Desenvolvimento (APD) não são a melhor maneira de conseguir isto. Uma opção seria fazer uma alocação permanente de DES a estes países, com base em alguns critérios de necessidade.⁹ O custo de executar tais alocações poderia ser financiado coletivamente a partir dos recursos do FMI, incluindo as vendas de ouro. Isto deve ser combinado com uma moratória sobre o serviço da dívida devida por estes países aos credores oficiais, sem quaisquer encargos financeiros adicionais.¹⁰

A alocação de DES sem custo para países de baixa renda pode ser combinada com uma grande alocação de DES reversíveis para outras EDE, a serem resgatados quando a crise passar, para fornecer-lhes recursos com baixo custo, sem condicionalidades. Propostas de alocações reversíveis de DES foram feitas na década de 1990, a fim de permitir que o FMI aja como um prestador de último recurso para as operações de resgate financeiro em economias emergentes atingidas pela crise financeira. A justificativa para tais alocações é, sem dúvida, muito mais forte agora, dada a acentuada contração da produção e do comércio mundial.

Uma grande alocação de DES reversíveis estenderia para o nível global a política de “flexibilização quantitativa”, amplamente utilizada por algumas das principais economias na estabilização do crédito interno e dos mercados financeiros e no estímulo ao gasto. A reversibilidade permitiria também a saída automática, evitando pressões inflacionárias, uma vez que a recuperação está em curso. Além disso, basear-se principalmente na alocação de DES para atender às necessidades de financiamento externo também ajudaria a evitar diversas consequências indesejáveis do financiamento de empréstimos do FMI com empréstimos bilaterais dos seus acionistas, discutidas na seção subsequente. Finalmente, uma grande alocação de DES poderia permitir a economias

9. Para uma discussão sobre alocação de DES nos países pobres, como forma de reduzir os custos de constituição de reservas, ver Polak e Clark (2006).

10. A UNCTAD também pediu uma moratória temporária sobre o pagamento da dívida oficial das EDEs; ver UNCTAD (2009).

emergentes superavitárias, como a China, diversificar suas reservas e reduzir sua vulnerabilidade à instabilidade do dólar.

A finalidade exata e a utilização de empréstimos do FMI nas condições atuais também precisam ser analisadas. Tal como no passado, os Acordos de Crédito Contingente do fundo parecem ter como premissa a manutenção de contas de capital aberto e a garantia de que os devedores dos países em desenvolvimento permanecerão em dia com seus pagamentos a credores privados. De todos os países que utilizem Acordos de Crédito Contingente do FMI, apenas a Islândia tem amplos controles de capitais sobre as saídas de fluxos de residentes e de não residentes, introduzido no início da crise. Nenhum dos mercados emergentes com os programas do FMI introduziu medidas semelhantes, apesar das saídas de capital contínuas. Mesmo que o fundo não esteja mais promovendo ativamente a liberalização da conta de capital, sua aversão às restrições parece continuar inabalável.

Não há dúvida de que a justificativa para controles de capital sobre as saídas de fluxos em países que enfrentam graves dificuldades na balança de pagamentos é muito mais forte que aquela para restrições comerciais. No entanto, estas últimas têm proliferado tanto nas EDE quanto nas economias avançadas após a eclosão do aperto creditício, enquanto as contas de capital mantiveram-se largamente abertas, mesmo em países que enfrentam grandes e contínuas saídas de fluxos.¹¹

Nesses casos, o fundo não deve apenas apoiar, mas também recomendar o uso de restrições cambiais temporárias, evitando que a carga dos ajustes recaia desproporcionalmente sobre o comércio. Estas restrições devem também incluir suspensões temporárias da dívida. É verdade que a comunidade internacional não tem sido capaz de estabelecer um mecanismo ordenado para a proteção dos devedores contra processos judiciais em tais casos, uma questão a ser levantada na seção 4. Mas o FMI pode expressar seu apoio ao “empréstimo em atraso”, desestimulando, assim, ações hostis por parte dos credores privados.

Essas restrições devem ser aplicadas também em países elegíveis para as LCF se as restrições de acesso previstas pelas LCF não conseguirem barrar ataques especulativos e se houver grandes e persistentes saídas de fluxos. As saídas podem realmente acelerar se as economias emergentes se atrasarem na recuperação com relação às economias avançadas. Empréstimos do FMI para financiar tais saídas poderiam levar a um aumento considerável na carga da dívida pública, especialmente onde uma parte importante de reivindicações estrangeiras está no setor privado, como visto na Ásia durante a crise de 1997. Além disso, há sérios riscos na ação do fundo como prestador de último recurso para qualquer país – questão que será discutida na seção 4. Portanto, seria prudente dedicar-se a este

11. Sobre as restrições comerciais, ver Gamberoni e Newfarmer (2009) e World Bank (2009).

assunto com alguma minúcia no contexto de uma reforma sistêmica mais ampla da arquitetura financeira internacional.

3 REFORMA DA ARQUITETURA FINANCEIRA INTERNACIONAL

Para as EDE, há duas questões fundamentais na reforma da arquitetura financeira internacional. A primeira diz respeito à prevenção de crises: definir qual a melhor forma de reduzir sua vulnerabilidade à instabilidade financeira internacional e às crises, enquanto se mantém autonomia política suficiente para determinar o padrão e o grau da sua integração nos mercados financeiros mundiais e na gestão dos fluxos de capitais e taxas de câmbio. A prevenção de crises com repercussões globais requer a resolução das três principais fontes de instabilidade: políticas; mercados e o atual sistema de reservas internacionais, centrado sobre o dólar. Mais especificamente, isso exige:

- disciplina multilateral eficaz sobre políticas financeiras, macroeconômicas e cambiais nos países sistemicamente importantes;
- estabelecimento de um sistema de reservas internacionais que não se baseie em uma moeda ou em moedas nacionais; e
- regulação e supervisão eficaz dos mercados financeiros e dos fluxos de capital.

Convém, no entanto, ter em mente que os acordos multilaterais eficazes, embora sejam importantes para reduzir a probabilidade de crises com repercussões globais, não podem proteger totalmente as EDE da instabilidade e da crise. Eles não são substitutos para as políticas nacionais e instituições para prevenção de crises. Torna-se ainda mais importante manter um espaço político nacional adequado enquanto se cria um novo sistema multilateral para a governança das finanças internacionais.

A segunda área de reforma refere-se à resposta à crise. É amplamente aceito que, independentemente das medidas que possam ser adotadas para garantir maior estabilidade, as crises com ramificações globais continuarão a ocorrer. Os danos que elas provocam na economia mundial e sua incidência dependerão das políticas de resposta em nível nacional e internacional. A crise atual mostra que a cooperação multilateral mais próxima e uma disciplina mais firme são necessárias para garantir que as políticas de resposta nacionais tenham em conta o seu impacto sobre outros países e evitem repercussões internacionais negativas e políticas protecionistas. Ainda mais importante, há uma necessidade de melhorar as intervenções internacionais na balança de pagamentos, na moeda e na crise de dívida nas EDE. Isto exige, entre outras, uma reforma fundamental do mandato, das operações e do financiamento do FMI.

3.1 Áreas de reforma para a prevenção de crises

3.1.1 Disciplina política multilateral em dinheiro e finanças

As políticas nacionais quase sempre desempenham um papel central na instabilidade financeira e nas crises. A desregulamentação equivocada dos mercados financeiros internos, a liberalização prematura da conta de capital e as políticas macroeconômicas e cambiais insustentáveis são, muitas vezes, as causas imediatas da instabilidade da moeda e da balança de pagamentos, bem como das crises financeiras. Isto vale tanto para as EDE quanto para as economias avançadas. No entanto, as repercussões globais da crise financeira e a instabilidade monetária nos países sistemicamente importantes são muito mais graves que aquelas nas EDE, embora haja muitas vezes contágio regional das crises nas economias emergentes, como foi testemunhado no Leste da Ásia em 1997.

Os ciclos com grandes flutuações nos fluxos de capitais para países em desenvolvimento e as grandes crises financeiras internacionais são normalmente ligados a grandes alterações nas condições macroeconômicas e financeiras nos principais países industriais. O aumento acentuado nas taxas de juros dos Estados Unidos e a valorização do dólar foram os principais fatores da crise da dívida dos anos 1980. Da mesma forma, o ciclo com grandes flutuações nos fluxos de capitais na década de 1990, que devastou vários países na América Latina e no Leste Asiático, foi fortemente influenciado por mudanças nas condições monetárias nos Estados Unidos e nas taxas de câmbio entre as principais moedas de reserva (UNCTAD, 1998; 2003). Isto é ainda mais visível nas condições atuais, nas quais o ciclo com grandes flutuações nos mercados financeiros dos Estados Unidos produziu a mais grave crise financeira e econômica global do pós-Guerra,

É evidente que as repercussões internacionais adversas das políticas macroeconômicas, cambiais e financeiras nas economias avançadas são muito mais danosas nas EDE que os choques de suas políticas comerciais. Mas, ao contrário do comércio, não há disciplina multilateral eficaz no dinheiro e nas finanças. Os membros do FMI têm as mesmas obrigações *de jure* para manter as condições macroeconômicas e da balança de pagamentos em ordem e as taxas de câmbio estáveis. Contudo, a fiscalização da política do fundo se limita basicamente aos seus membros mais pobres, que precisam utilizar seus recursos diante da falta de acesso ao financiamento privado e, ocasionalmente, às economias emergentes que experimentam interrupções no seu acesso aos mercados financeiros privados. Em contrapartida, o fundo é totalmente incapaz de impor disciplinas significativas sobre as políticas dos seus principais acionistas, que exercem uma influência desproporcional sobre a estabilidade monetária e financeira global.

Há problemas em relação não só à eficácia e à imparcialidade, mas também à qualidade da fiscalização. Após uma série de crises nas economias emergentes, o Comitê Interino do Fundo (agora Comitê Monetário e Financeiro Internacional

– CMFI) acordou em abril de 1998 que o fundo deveria intensificar sua vigilância sobre as questões do setor financeiro e os fluxos de capital, dando particular atenção à interdependência política e aos riscos de contágio (IMF, 1998). No entanto, a fiscalização intensificada do fundo sobre as economias emergentes não foi capaz de evitar novas crises na Argentina, Rússia e Turquia, todas operando, na época, sob os programas do fundo, em grande parte porque este não conseguiu diagnosticar as causas do problema e agir sobre elas. Segundo uma avaliação independente sobre fiscalização do fundo, os legisladores entrevistados tinham reservas importantes quanto à qualidade da análise do fundo acerca das questões da conta de capital (IMF, 1999, p. 13).

Da mesma forma, no período que antecedeu a atual crise, o fundo não conseguiu identificar a natureza e a extensão do potencial aumento especulativo desestabilizador, tampouco emitiu aviso preventivo adequadamente. Com relação aos Estados Unidos, a equipe do fundo (IMF, 2005; 2006) estava preocupada com a redução dos déficits fiscais e externos e a manutenção do controle sobre a inflação, apontadas como os principais desafios políticos que a economia dos Estados Unidos enfrentaria, não obstante garantissem que “o setor financeiro dos Estados Unidos tem se mostrado excepcionalmente resistente nos últimos anos” (IMF, 2005, p. 31; 2006, p. 23). Até um mês antes do início da crise de crédito, a equipe do FMI argumentou que “o cenário mais provável é um pouso suave enquanto o crescimento se recupera e a inflação cai, embora ambos estejam sujeitos a riscos” (IMF, 2007a, p. 26). No mesmo mês, julho de 2007, a avaliação da equipe do FMI das condições econômicas na Islândia também foi muito otimista, afirmando que “as perspectivas de médio prazo da Islândia continuam invejáveis”. Ao mesmo tempo, acrescentavam algumas advertências sobre os riscos de baixa associados a grandes déficits em conta corrente, aumento do endividamento e inflação alta (IMF, 2007b, p. 17).

Essa falha em avaliar adequadamente os riscos de instabilidade e em emitir alerta preventivo parece estar profundamente arraigada na crença do secretariado do fundo, incentivada por alguns dos seus principais acionistas, de que os desequilíbrios gerados pelo livre funcionamento dos mercados financeiros e monetários são autocorrigíveis, sem que acarretem graves custos de ajustes sociais e econômicos. O fundo tem uma obsessão com déficits orçamentais e inflação, vistos como principais ameaças à estabilidade macroeconômica e ao crescimento, ignorando que a inflação nos mercados de ativos impulsionada por empréstimos e investimentos especulativos, tanto nacional quanto internacionalmente, tende a constituir uma ameaça ainda maior, apesar da evidência crescente de crises recorrentes, da mesma forma, nos mercados emergentes e maduros.

Uma questão fundamental é, portanto, como superar os problemas ligados à qualidade, eficácia e imparcialidade da supervisão do FMI. O G20 (2009c,

parágrafo 12) expressou seu apoio à “fiscalização transparente, imparcial e independente do FMI”, sem fazer recomendações específicas sobre a forma como isto poderia ser alcançado. Posteriormente, o CMFI reafirmou a ênfase na “honestidade, imparcialidade, e independência” e a necessidade de “reforçar a eficácia da fiscalização”. (IMF, 2009c, parágrafo 11). No entanto, estas afirmações têm pouca credibilidade, uma vez que o CMFI fez pronunciamentos semelhantes em quase todas as reuniões, particularmente nas realizadas após os episódios de instabilidade nos mercados monetários e financeiros internacionais.¹²

Não há dúvidas de que os problemas relativos à qualidade, eficácia e imparcialidade da fiscalização do FMI não podem ser resolvidos sem abordar as suas insuficiências relacionadas com a governança. Não há solução pronta, e necessita-se de mais reflexão sobre as formas e meios para atingir estes objetivos. Dado que os mecanismos existentes dentro do fundo falharam até agora, apesar das repetidas declarações de intenção, tal processo deve ser mais bem conduzido fora do fundo.

Uma sugestão relevante para melhorar a fiscalização, feita por um alto funcionário do Tesouro britânico, é separar formalmente as decisões sobre programas de empréstimos, de um lado, e a utilização dos recursos do FMI, de outro, com vistas a estabelecer o fundo como uma instituição independente da influência política na fiscalização das economias, assim como um banco central é independente na operação da política monetária (BALLS, 2003). Argumenta-se precisamente que a atual estrutura do FMI trata a concepção do programa como uma extensão da vigilância, mas a falta de uma clara distinção entre as atividades de empréstimo e de vigilância cria os incentivos errados e diminui a eficácia da fiscalização. Além disso, não existe atualmente nenhum mecanismo formal regular para avaliar se o fundo proporciona padrões objetivos, rigorosos e consistentes de vigilância sobre todos os países membros – países submetidos ou não a programas do FMI. Enquanto responsável por garantir a eficácia das atividades do fundo, a diretoria executiva também tem responsabilidades para com suas autoridades. Cria-se, assim, um conflito de interesses em que os administradores executivos tendem a ser coniventes na vigilância em defesa dos países que representam, transformando a pressão dos colegas em proteção de grupo. A fiscalização deveria, assim, ficar a cargo de autoridades independentes dos seus governos, que não estejam envolvidas em decisões de concessão de empréstimos, tornando-a imparcial, legítima, com autoridade, transparente e responsável.

12. Por exemplo, em setembro de 2000, o comitê sublinhou “o reforço da vigilância do fundo e a promoção da estabilidade e a transparência do setor financeiro”; em abril de 2002, incentivou o fundo “a avançar com uma série de iniciativas recentes destinadas a melhorar a eficácia da vigilância e prevenção de crises, incluindo o Programa de Avaliação do Setor Financeiro”; em outubro de 2004, alocou quatro parágrafos para “fazer uma vigilância mais eficaz e reforço na prevenção de crises”; e, em abril de 2006, propôs um “novo sistema para a vigilância do FMI”, que incluía, entre outras coisas, tornar a equipe “responsável pela qualidade da vigilância”.

3.1.2 Um sistema estável de reservas internacionais

Um sistema de reservas com base em uma moeda nacional como meio de pagamento internacional e ativo de reserva sofre um grande dilema. Isto foi apontado por Triffin (1960) meio século atrás, questionando a viabilidade do regime dos acordos de Bretton Woods baseados no dólar dos Estados Unidos. Em um sistema baseado no dólar, a exploração líquida de dólares feita pelo resto do mundo depende dos déficits em conta corrente atuais dos Estados Unidos. Se os Estados Unidos parassem com os déficits correntes, a escassez de liquidez internacional poderia sufocar o comércio global de investimento e o crescimento. Se, no entanto, os Estados Unidos apresentam déficits crescentes e proporcionam fontes de liquidez adequadas para a economia mundial, o acúmulo de passivos poderia minar a confiança no dólar, comprimindo seu valor frente a outros ativos de reserva (notadamente o ouro), sob o sistema de Bretton Woods. Restaurar a confiança e superar as pressões inflacionárias, então, obrigaria as taxas de juros dos Estados Unidos a subir e o déficit a cair, deprimindo a atividade econômica e o emprego. Portanto, a emissão de uma moeda de reserva, embora dê ao país uma vantagem no financiamento de seus déficits, também pode tornar-se problemática. Com o acúmulo de passivos no exterior, o país pode perder sua autonomia política monetária e ser forçado a adotar políticas deflacionárias.

Com efeito, o sistema de Bretton Woods de taxas de câmbio desmoronou. A imediata escassez de dólares no pós-Guerra transformou-se em uma inundação desta moeda, devido aos crescentes déficits dos Estados Unidos, o que tornou impossível manter a conversibilidade do ouro a uma taxa fixa, levando a uma suspensão unilateral em 1971 – a primeira e a mais significativa inadimplência pós-Guerra das obrigações internacionais de qualquer país. A mudança para as taxas de câmbio flutuantes, o rápido crescimento dos mercados financeiros internacionais e os fluxos de capitais, bem como a ascensão da Alemanha e do Japão como potências industriais não desafiou o domínio do dólar. Conforme explicado pelo historiador do FMI, Boughton (2001, p. 937), a Alemanha e o Japão

foram relutantes em ver suas moedas “internacionalizadas” e utilizadas como reserva (...). Além disso, a perspectiva de um sistema de moedas de reserva múltipla foi amplamente vista, tanto dentro como fora do fundo, como um desenvolvimento potencialmente desestabilizador que deveria ser evitado se possível. Se os bancos centrais emitissem muitas moedas diferentes, então seriam suscetíveis a mudar a composição das suas carteiras para otimizar o retorno esperado. Tal especulação pode ampliar os efeitos das mudanças no mercado de confiança ou nos retornos relativos esperados.

Na época da suspensão da conversibilidade do ouro, a participação do dólar em todas as reservas oficiais, exceto o ouro, foi de 70%, em comparação com cerca de 65% atuais.

Na era pós-Bretton Woods a instabilidade na balança de pagamentos dos Estados Unidos manteve-se inalterada, e até agravada, pela ausência de disciplina multilateral eficaz sobre suas políticas macroeconômicas – uma disciplina que o sistema Bretton Woods tinha procurado estabelecer, por meio da conversibilidade do ouro. Isto resultou em oscilações recorrentes do dólar perante outras moedas de reserva e desempenhou um papel importante no aumento da instabilidade financeira global.

Após o colapso do sistema Bretton Woods, esperava-se que a necessidade de reservas diminuísse à medida que os países ganhassem acesso aos mercados financeiros internacionais e se tornassem mais dispostos a responder aos choques da balança de pagamentos por ajustes nas taxas de câmbio. Contudo, a liberalização da conta de capital nas EDE e seu maior acesso aos mercados financeiros internacionais produziram o resultado exatamente oposto. Os fluxos internacionais de capital, sem dúvida alguma, permitiram déficits em conta corrente maiores e mais persistentes para além dos níveis que poderiam ser atingidos com base nas reservas internacionais. Contudo, também resultaram em um acúmulo de grandes estoques de passivos externos e presença crescente de estrangeiros no mercado interno de títulos. Os países devedores tornaram-se assim cada vez mais vulneráveis a paradas e reversões súbitas nos fluxos de capital, com graves consequências para a estabilidade, o crescimento e o desenvolvimento. Isto se tornou cada vez mais visível após a crise asiática em 1997, quando o único seguro coletivo disponível, ou seja, o empréstimo do FMI, mostrou-se altamente incerto e até contraproducente.

Assim, a combinação de uma maior liberalização de conta de capital nas EDE, acúmulo de passivos externos, comportamento pró-cíclico dos mercados financeiros internacionais, ausência de acordos multilaterais efetivos para o fornecimento de liquidez internacional e procedimentos do exercício ordenado da dívida forçou as EDE a procurarem segurança no acúmulo de grandes estoques de reservas internacionais, principalmente em dólares. Tradicionalmente, as reservas cobrindo três meses de importações eram consideradas suficientes para resolver os problemas de liquidez decorrentes de lapsos temporais entre os pagamentos de importações e as receitas decorrentes de exportações. Entretanto, tornou-se senso comum que, a fim de evitar uma crise de liquidez, as reservas internacionais nas EDE deveriam pelo menos satisfazer os seus passivos externos de curto prazo.¹³

No final de 2008, o total de reservas internacionais das EDE atingiu cerca de US\$ 5,5 trilhões, ou sete meses de importações. Não obstante as EDE tomadas em conjunto terem apresentado superávits em conta corrente nos últimos anos, apenas cerca de metade de suas reservas totais são geradas a partir destes superávits,

13. Esta é conhecida como regra Guidotti-Greenspan, formulada depois da crise asiática. Para uma discussão sobre o nível adequado das reservas, ver UNCTAD (1999).

principalmente da China e de exportadores de combustíveis. O restante veio de entradas de capital – ou seja, trata-se de reservas emprestadas.¹⁴ Em alguns países, como a China, os superávits em conta corrente e a acumulação de reservas têm sido associados com o crescimento rápido. Mas, em um grande número das EDE, as reservas adicionais vieram tanto das entradas de capitais quanto de superávits comerciais obtidos pelo corte de crescimento, por medo de que uma possível desaceleração nos preços das *commodities* ou a reversão dos fluxos de capital tornasse necessária uma liquidez internacional adicional.

Essas reservas são investidas em ativos de baixo rendimento, principalmente em contas e títulos do Tesouro dos Estados Unidos. Com base na média histórica difundida entre as taxas de empréstimo e o retorno ganho sobre as reservas, o custo da carga anual de reservas sozinhas emprestadas com EDE pode ser estimada na ordem de cerca de US\$ 130 bilhões. Trata-se de uma transferência líquida de recursos aos países com moeda de reserva, com destaque para os Estados Unidos, e excede a ajuda ao desenvolvimento oficial total a países em desenvolvimento.¹⁵ O custo suportado pelas EDE seria maior caso fossem feitas concessões ao crescimento previsto, colocando os excedentes de exportação no tesouro dos Estados Unidos em vez do investimento e das importações. Além disso, as EDE poderiam incorrer em perdas de seus haveres em dólares se o grande aumento das responsabilidades do governo dos Estados Unidos resultante de pacotes de resgate e de estímulo fiscal servisse para produzir inflação e depreciação do dólar.

Tanto a cúpula do G20 quanto o CMFI permaneceram em silêncio sobre a reforma nesta área fundamental. Existem várias opções na criação de um sistema de reservas internacionais que não se baseie em moedas nacionais, de modo a evitar estas dificuldades. Uma das propostas é voltar ao padrão-ouro. Outra é rever a proposta de Keynes, feita na Conferência de Bretton Woods, da introdução de uma moeda mundial, o *bancor*, permutável por moedas nacionais a taxas fixas, emitida por um banco central mundial – a União de Compensação Internacional (International Clearing Union) – para fornecer aos países a liquidez para a compensação dos pagamentos internacionais, bem como facilidades de débito dos montantes com base no valor da sua troca comercial.¹⁶ No entanto, a construção

14. “Emprestadas” no sentido de que abrangem os créditos adicionados pelos não residentes de diversas formas, incluindo o investimento direto e o de carteira, que envolvem transferências de renda para o exterior.

15. O método utilizado aqui para estimar os custos de reserva difere daquele empregado na literatura. Neste artigo, é feita uma distinção entre as reservas emprestadas e as reservas ganhas. Polak e Clark (2006) também se referem às reservas emprestadas na sua estimativa do custo para os países em desenvolvimento mais pobres.

16. Para uma discussão recente dessa proposta em relação à atual crise, ver Monbiot (2008). Ironicamente, essa proposta é retomada agora por abordar os problemas associados com o sistema de reservas baseado no dólar e o endividamento dos Estados Unidos, ao passo que em Bretton Woods a proposta recebeu oposição deste país, porque era o maior credor na época, e Keynes propunha tributar os superávits em conta corrente. Em contrapartida, em um recente discurso sobre a reforma do sistema monetário internacional, propondo a adoção dos DES como moeda de reserva mundial, o governo da China, país com o maior superávit, referiu-se à proposta de *bancor* de Keynes como “prudente”. Ver Zhou (2009).

sobre mecanismos e instituições existentes e um gradual afastamento do dólar para os DES (ou DES expandidos) parece ser uma solução mais prática.

Uma vantagem importante dos DES, em especial para as EDE, é que, ao contrário de reservas em dólar, as ações em DES não implicam custos; o custo incorre apenas quando eles são usados. Nos termos atuais, o FMI pode atribuir DES aos membros na proporção das suas cotas. Os membros obtêm ou usam os DES por meio do intercâmbio voluntário ou pelos membros designados do fundo com fortes posições externas para comprar DES daqueles com posição externa fraca. Quando as ações dos membros sobem ou descem em relação à sua alocação, eles ganham ou pagam juros, respectivamente, e a taxa de juros é determinada como a média ponderada das taxas de juros sobre a dívida de curto prazo nos mercados monetários da cesta de moedas do DES.

A vantagem de custo dos DES deu origem aos pedidos de distribuição regular para aliviar os encargos de manutenção de reservas em países de baixa renda. De fato, um ex-diretor de pesquisa do FMI, Jacques Polak, argumentou, em um documento conjunto, que o único princípio que deve agora orientar a alocação de DES são

“os benefícios de permitir aos países de baixa renda adquirir e deter reservas a uma taxa de juros muito menor que teriam que pagar no mercado e uma dependência reduzida do sistema sobre as reservas emprestadas que são suscetíveis de serem perdidas de novo quando forem necessárias.”¹⁷

Atribuições regulares de DES com base nas regras existentes não podem promover os DES a grande ativo de reserva e atenuar as desigualdades e a instabilidade resultantes do sistema atual, baseado em moedas nacionais, mesmo que estas atribuições sejam feitas com mais frequência do que têm sido. Um caminho é fazer do FMI uma organização baseada em DES e permitir que os DES substituam cotas, acordos gerais de empréstimos (AGE) e NAE como fonte única de financiamento para o FMI. O fundo poderia ser autorizado a emitir os DES para si mesmo até certo limite, que deveria aumentar ao longo do tempo com o crescimento no comércio mundial. Sob tal esquema, a prática atual de alocações para os países de acordo com suas cotas seria interrompida. Os limites do acesso incondicional (também chamados parcelas de reserva ou parcelas de ouro) precisariam ser redefinidos e ampliados consideravelmente com base, entre outros, em alguns critérios de necessidade.

Nessa estrutura, pode-se esperar que a demanda por DES (ou emissões do FMI em DES) esteja inversamente relacionada à flutuação do comércio e da renda mundial e da disponibilidade de financiamento privado para pagamentos

17. Ver Polak e Clark (2006), que também discutem se os DES devem ser emitidos para todos os membros ou só para os países de baixa renda.

externos. Assim, as verbas poderiam ser alteradas de forma anticíclica, acelerada em momentos de desaceleração mundial. Isto ajudaria a combater as forças deflacionárias na economia mundial e fornecer uma compensação para as flutuações no financiamento privado da balança de pagamentos.

Várias questões ainda precisariam ser trabalhadas, mas, uma vez que seja alcançado um acordo para substituir as fontes tradicionais de financiamento, com os DES, o FMI poderia, de fato, ser convertido em uma instituição tecnocrática do tipo defendido por Keynes, durante as negociações de Bretton Woods. Seu financiamento não seria mais submetido a negociações árduas e carregadas politicamente, dominadas pelos principais países industrializados. Também não seria necessário pedir dinheiro emprestado a alguns dos seus membros, a fim de dar aos outros. Tal acordo poderia, assim, trazer uma melhoria considerável para a governança do FMI, o que lhe permitiria ficar a uma distância igual de todos os seus membros e ajudar a executar a fiscalização política de forma imparcial e eficaz.

Fazer do FMI uma instituição baseada em DES, sem dúvida, resultará em um aumento considerável na oferta de DES em relação ao estoque existente ou ao desenvolvimento que poderia ser esperado com as práticas atuais. Isto permitiria aos países com superávit maior investir suas reservas em DES, em vez de nas moedas de reserva. Também possibilitaria suplementá-lo com um mecanismo para remover o excesso de dólar, permitindo aos países substituir rapidamente seus estoques já existentes de reservas em dólar com DES, sem causar perturbações nos mercados cambiais. Esta proposta foi feita pelo chefe do Banco Popular da China. De acordo com esta proposta, o FMI “criaria um fundo aberto de denominação DES com base na prática do mercado, permitindo a subscrição e o resgate nas moedas de reserva existente por diversos investidores, como desejados” (ZHOU, 2009).

Esta proposta corresponde ao que veio a ser conhecido como a conta de substituição, amplamente discutida no FMI, em dois episódios anteriores de fraquezas consideráveis do dólar, mas abandonada por várias razões: primeiro, no início da década de 1970, na Cúpula dos 20, em um esforço para substituir o sistema de Bretton Woods por algo mais viável, e, em seguida, no final da década de 1970 e início da década de 1980, quando o dólar se enfraquecia consideravelmente.¹⁸ A ideia é simples: o FMI emitiria certificados com juros denominados em DES contra as reservas em dólares entregues pelos bancos centrais à taxa de câmbio de mercado e investiria estas reservas em juros de contas e títulos do Tesouro dos Estados Unidos. A operação não afetaria o volume total de reservas internacionais, mas sua composição – assim, sem temores inflacionários. Os países podem usar estes certificados para quitar pagamentos internacionais ou para adquirir moedas de reserva. A substituição resultaria em uma retirada de um grande estoque de reservas em dólar do mercado e as colocaria em cofres do FMI. Ficaria eliminado o

18. Para se ter uma ideia de uma dessas deliberações, ver Boughton (2001, p. 936-943). Ver também Bergsten (2009).

risco de turbulências monetárias que poderiam resultar de uma potencial descarga generalizada de reservas em dólares pelos bancos centrais.¹⁹

Várias questões de importância para as EDE precisariam ser resolvidas.²⁰ Em primeiro lugar, há a questão de quem irá assumir o risco cambial. Uma mudança no câmbio dólar/DES criaria perdas e ganhos para o FMI, pois, por definição, uma conta de substituição significaria uma incompatibilidade entre ativos e passivos. Um declínio constante do dólar frente a outras moedas que compõem os DES implicará perdas. A exposição do fundo pode ser considerável se a conta, em vez de possuir tamanho restrito, estiver em aberto. Não há garantia de que os diferenciais de juros entre o dólar e os DES cobririam estas perdas.²¹ Isto vale tanto se os juros sobre os DES são calculados como na atualidade, como se são definidos no mercado estabelecido para o DES.

Nas discussões anteriores dessa proposta, sugeriu-se utilizar o ouro do FMI como amortecedor. Mas isto significaria empurrar as perdas para todos os membros do fundo, tanto ricos como pobres. Se, entretanto, o risco de taxas de câmbio for suportado pelos detentores dos DES, a operação não teria qualquer sentido – não haveria nenhum incentivo para que os detentores de reservas em dólar aderissem à conta. Uma alternativa seria que os Estados Unidos assumissem o risco – ou seja, fornecessem mais ativos em dólares com juros para cobrir as perdas do câmbio se o dólar cair frente às demais moedas. Uma solução mais justa seria partilhar o risco entre os Estados Unidos e os bancos centrais, subscrevendo a conta de substituição, em vez de passá-lo para o fundo, incluindo seus membros mais pobres.

Uma segunda questão refere-se à privatização do DES. O estabelecimento de um mercado privado de DES, autorizando os bancos a possuí-los e usá-los nas intervenções de moeda certamente melhoraria sua liquidez e *status* como ativo de reserva. Esta medida também é considerada necessária para a conta de substituição ser atraente para os bancos centrais, não só na substituição de reservas em dólar, mas também das reservas realizadas em outras moedas, incluindo as potenciais, como o iuane chinês. No entanto, isto também pode fazer dos DES um novo instrumento de especulação e uma fonte de instabilidade. Em outras palavras, pode ser difícil conciliar um alto grau de liquidez com a estabilidade do seu valor de câmbio. Portanto, é importante encontrar o equilíbrio certo entre os dois e garantir que os DES sejam usados principalmente para a liquidação de pagamentos relacionados ao comércio e investimento internacional.

19. Kenen (2005) sugere que uma conversão generalizada de reservas em dólar para reservas em euro poderia ser absorvida por meio do estabelecimento de uma conta de substituição semelhante no Banco Central Europeu, de modo a evitar os efeitos indesejáveis de uma fuga do dólar sobre as taxas de juros e de câmbio.

20. Estas questões são discutidas em Boughton (2001; 2007) e Bergsten (2007a; 2007b).

21. Uma alternativa seria o FMI investir suas reservas em dólares em títulos do Tesouro de longo prazo, que normalmente possuem taxas de juros mais elevadas. Mas, isto não cobriria, necessariamente, as perdas cambiais.

3.1.3 Regulamentação dos mercados financeiros internacionais e dos fluxos de capital

Experiências anteriores mostram que, mesmo quando a disciplina monetária e fiscal é garantida e um grau relativamente alto de estabilidade de preços é alcançado, os mercados financeiros desenfreados são capazes de gerar instabilidade e crises com graves consequências para a economia real, especialmente para os empregos e a renda. A turbulência financeira global desencadeada pelo colapso no *subprime* mostrou mais uma vez que a visão anglo-americana de que os mercados financeiros são autorreguláveis não é apenas incorreta, mas também altamente prejudicial.

Existe atualmente um amplo consenso sobre a necessidade de uma regulamentação mais rigorosa, mas as opiniões divergem sobre a forma e o grau de regulamentação. Além disso, a regulação dos fluxos de capital internacionais é altamente controversa. A visão dominante, ainda embutida na corrente principal, é que, uma vez que os mercados e as instituições financeiros estejam devidamente regulados, não haverá necessidade de restringir os fluxos de capitais internacionais. No entanto, esta tese não se sustenta diante das amplas evidências de que as regras prudenciais não trazem necessariamente maior estabilidade aos fluxos internacionais de capital e tampouco podem impedir tais fluxos de causar danos graves em uma economia (AKYÜZ, 2008b).

Vários argumentos são utilizados com frequência para defender que a regulação financeira deva ser internacional. Em primeiro lugar, visto que a instabilidade financeira muitas vezes tem repercussões adversas globais, as práticas regulatórias nacionais devem ser objeto de disciplinas multilaterais. Em segundo lugar, as regras multilaterais proporcionariam um nível de igualdade e evitariam a arbitragem regulatória – ou seja, impediriam que os negócios fugissem de jurisdições reguladas rigidamente para jurisdições mais frouxas. Finalmente, reduziriam a influência dos políticos sobre os reguladores e dar-lhes-iam certo grau de independência – uma preocupação que é hoje amplamente compartilhada após a abordagem de não intervenção que a administração anterior dos Estados Unidos aprovou em face dos mercados financeiros.

Embora essas considerações sejam basicamente válidas, existem dificuldades políticas e técnicas para estabelecer a disciplina multilateral na regulação e supervisão financeira. Um organismo internacional supremo, com poderes plenos de regulação e de supervisão de todas as instituições financeiras, não está na agenda. No entanto, é cada vez mais aceito que as instituições globais e sistemicamente importantes devam ser reguladas e supervisionadas internacionalmente, em vez de nacionalmente. Várias propostas foram feitas para o estabelecimento de organismos internacionais para as agências de taxação creditícia e bancos transnacionais de um determinado tamanho.²²

22. Vários autores em Eichengreen e Baldwin (2008) propõem um único regulador global para as grandes instituições e bancos com atividades significativas transfronteiriças.

Uma opção seria deixar a conduta de regulação e supervisão para as autoridades nacionais, num sistema estabelecido de acordo com os mesmos princípios da OMC.²³ Isto implicaria acordos multilaterais sobre um conjunto de regras e regulamentos para as instituições financeiras, incluindo bancos, investidores institucionais, agências de classificação e companhias de seguros de títulos e de crédito. Haveria um compromisso por parte dos governos para implementar tais regras e regulações via reguladores nacionais. Finalmente, poderia haver um organismo multilateral para supervisionar a implementação e aplicação de sanções pelo não cumprimento como, por exemplo, a negativa de acesso de empresas financeiras de países em desacordo com os mercados dos outros membros.

No entanto, ainda é bastante irrealista esperar que os países sistemicamente importantes, incluindo algumas economias emergentes, abram mão de sua autonomia da política nacional, na medida do necessário. É notável que mesmo a União Europeia (UE) não tenha conseguido estabelecer um sistema regulatório unificado. Além disso, poderiam ser enfrentadas dificuldades sérias para conciliar e integrar diferentes sistemas jurídicos e marcos conceituais de modo a se obter a um conjunto uniforme de regras para economias em diferentes níveis de desenvolvimento financeiro e com diferentes instituições financeiras e culturas.

Mais importante ainda, tal acordo levaria riscos e inconvenientes para as EDE. Não é realista esperar que uma instituição global com influência real sobre as principais economias avançadas poderia ser estabelecida com base em uma distribuição de poder marcadamente diferente daquelas instituições financeiras multilaterais já existentes. Assim, não seria sábio criar outro organismo multilateral antes de resolver satisfatoriamente os problemas relacionados à governança que permeiam as instituições existentes, como o FMI, o Banco Mundial e a OMC.

Ainda, há o já conhecido problema do modelo único. Em todas as probabilidades, as regras e os regulamentos a serem acordados em tal ajuste seriam moldados pelas exigências dos mercados e instituições financeiras das economias mais avançadas. Estas exigências nem sempre seriam adequadas para as EDE. Todavia, como a experiência da OMC mostra, o tratamento especial e diferenciado que pode ser concedido às EDE pode não significar muito na prática.²⁴

23. As propostas feitas após a crise asiática foram estabelecer uma Autoridade Financeira Mundial (AFM) ou transformar o Bank for International Settlements (BIS) em uma mega-agência "com grandes poderes para estabelecer uma regulação de boas práticas financeiras e de gestão de risco em todos os mercados financeiros internacionais (...) para fazer cumprir os padrões regulatórios, apoiado pela vigilância de alto nível (...) [e] monitorar e mediar a imposição de controles de capitais por parte dos governos nacionais" (Eatwell e Taylor, 1998). Para uma discussão mais detalhada, ver Eatwell e Taylor (2000) e, para uma avaliação, Akyüz e Cornford (2002).

24. Eichengreen (2008) propõe a criação de uma Organização Financeira Mundial (World Financial Organization), em que os membros assumiriam obrigações de regulação e supervisão estabelecidas em seu estatuto e em seus acordos, mas estariam livres quanto à forma de atingi-los. Isto permitiria que as regulações se adaptassem à estrutura de cada um dos mercados financeiros. Um órgão independente de especialistas, então, decidiria se os membros cumpriram suas obrigações, impondo sanções, tais como negar o acesso a bancos de países que não estão em conformidade com os mercados dos outros membros. No entanto, um acordo tão vago, sem regras e obrigações claramente definidas, pode não prestar garantias suficientes às EDE, ou evitar a arbitragem regulatória.

Além disso, a entrada em negociações multilaterais abrangentes poderia abrir a *caixa de Pandora* de acesso ao mercado nos serviços financeiros, liberalização dos fluxos de capitais e acordos multilaterais sobre o investimento estrangeiro direto (IED), resultando em mais restrições sobre o espaço político nas EDE. O verdadeiro perigo para as EDE é que um processo destinado a alargar o âmbito da governança global sobre as finanças pode acabar estendendo o alcance global dos mercados financeiros. É notável que uma das recomendações sobre a cooperação internacional feitas pelo grupo de trabalho do G20 para os países membros do Fórum de Estabilidade Financeira (FEF) foi “manter a abertura do setor financeiro” (G20, 2009a, p. 7). Não está claro se isto foi feito para a liberalização do acesso ao mercado de serviços financeiros ou se seria aplicável a novos membros de países em desenvolvimento do FEF expandido. Contudo, é um sinal claro de que os acordos globais de regulamentação financeira podem implicar novas obrigações para as EDE por abrir seus setores financeiros às empresas estrangeiras.

Uma abordagem menos ambiciosa seria prorrogar o mandato e melhorar a governança dos organismos existentes, como o FEF, o Bank for International Settlements (BIS), o Comitê de Basileia de Supervisão Bancária, a Associação Internacional de Supervisores de Títulos e a Organização Internacional das Comissões de Títulos. A maioria das propostas já existentes para melhorar a governança global das finanças, de fato, prevê um processo voluntário de coordenação mais estreita entre os reguladores nacionais, com base em um marco acordado em tais instituições, no lugar de um sistema baseado em regras e sanções.²⁵

O G20 também parece estar movendo-se nesta direção, ressaltando serem necessários: de “altos padrões internacionalmente aceitos”, um “marco internacional comum e coerente, que as autoridades financeiras nacionais devem aplicar em seus países de acordo com as circunstâncias internas” e “a cooperação sistemática entre países” (G20, 2009b, parágrafo 4; 2009c, parágrafos 13-15). Propõe-se “estabelecer colegiados de supervisão para todas as grandes instituições financeiras internacionais” (G20, 2009a, p. 5). O grupo também concordou em transformar o FEF em um Conselho de Estabilidade Financeira, ampliando sua adesão para incluir todos os países do G20 e seu mandato para a regulação e fiscalização de todas as instituições financeiras sistemicamente importantes, instrumentos e mercados, incluindo os fundos de cobertura (*hedge funds*) e as agências de classificação de crédito.

Há também propostas para dar um maior papel ao FMI na supervisão financeira. No entanto, este papel não deve ser estendido ao estabelecimento de normas regulatórias ou supervisão dos mercados e instituições financeiras. Nesta área, a missão do fundo é acompanhar o desenvolvimento macroeconômico e

25. Ver, por exemplo, G30 (2008) e as propostas apresentadas em vários trabalhos em Eichengreen e Baldwin (2008).

financeiro e fornecer um alerta antecipado dos riscos de instabilidade e crises. Os seus exercícios no âmbito do Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC), introduzidos após a crise asiática e realizados como parte das consultas do Artigo IVC e em conjunto com as atividades do Financial Sector Assessment Program (FSAP) junto ao Banco Mundial, são destinados a ajudar a promover a estabilidade financeira global. No entanto, estas atividades têm sido muito ineficazes, devido a várias deficiências na concepção e aplicação dos códigos e padrões.²⁶ Portanto, antes de dar ao FMI novas funções na arquitetura financeira, é importante ter uma compreensão razoavelmente boa dos fatores que fizeram os instrumentos e mecanismos existentes ineficazes e removê-los por meio de uma reforma adequada.

Um possível princípio orientador para as EDE na reforma da arquitetura financeira global na área de regulação e supervisão financeira seria permitir e manter uma autonomia considerável no estabelecimento de padrões para as instituições financeiras, sem atividades transfronteiriças significativas. Um marco multilateral para sistemas regulatórios nacionais ou reguladores globais deve ser introduzido apenas para instituições financeiras transnacionais. A natureza e a extensão necessária das regulações das diferentes atividades e instituições financeiras transnacionais é uma questão altamente complexa, que exigiria deliberações consideráveis. Mesmo nos casos em que os países em desenvolvimento não têm instituições financeiras transnacionais, estes devem ter voz na definição de regras e padrões globais, uma vez que muitas vezes fazem negócios com as instituições das economias avançadas. Por exemplo, os supervisores das EDE devem sempre participar em colegiados de supervisão propostos pelo G20, em vez de ser convidados a tais organismos como supervisores anfitriões “onde for apropriado”, como previsto por um grupo de trabalho do G20 (G20, 2009a, parágrafo 4).

Na regulação das instituições financeiras transnacionais, o objetivo principal das EDE deve ser assegurar que os mecanismos propostos visem à sua vulnerabilidade à instabilidade e a choques financeiros externos. Isto chama a atenção para, pelo menos, as áreas a seguir.

Em primeiro lugar, os credores internacionais para as EDE se comportam de maneira altamente pró-cíclica, o que aumenta sua suscetibilidade a choques externos. Em épocas de *boom*, abaixam seus padrões de concessão de empréstimos a empresas financeiras e não financeiras nos países em desenvolvimento, e os governos nem sempre são plenamente capazes de impedir que tais picos criem graves desequilíbrios de moeda e de maturidade nos balanços privados. Quando os tempos mudam e a avaliação de risco leva a uma desaceleração, o crédito é rapidamente retirado, muitas vezes levando ao colapso da moeda e a falências generalizadas; e

26. Para essas deficiências, ver Cornford (2002), Schneider e Silva (2002) e Schneider (2005).

o Estado, muitas vezes, assume responsabilidades privadas. Portanto, o principal interesse das EDE nas medidas prudenciais anticíclicas dos bancos internacionais, tão enfatizadas e em voga, é o seu potencial impacto sobre o comportamento pró-cíclico do crédito internacional.

Segundo, os governos e as empresas privadas nas EDE enfrentam dificuldades semelhantes quando fazem empréstimos no exterior mediante emissões de títulos internacionais. As agências de classificação não são apenas pró-cíclicas, mas também tendenciosas contra os tomadores de empréstimo das EDE. Antes da eclosão da crise do crédito *subprime*, a classificação de muitas economias emergentes asiáticas com pagamentos, reservas e posições fiscais sólidas era inferior à de algumas economias avançadas com vulnerabilidades sérias nestas frentes – por exemplo, a Islândia. Portanto, a remoção do viés de classificação e o comportamento pró-cíclico deve ser o objetivo primário das EDE na regulação das agências de classificação internacional.

Terceiro, as EDE não são apenas tomadoras de empréstimos em mercados internacionais. Elas também investem em títulos emitidos nas economias avançadas tanto por instituições públicas (ou patrocinadas pelo setor público) quanto por empresas privadas. Sabe-se que vários bancos centrais nas EDE investiram grandes quantias em dívida gerada pelas empresas patrocinadas pelo governo dos Estados Unidos, incluindo as empresas de hipotecas Fannie Mae e Freddie Mac. Novamente, os ativos chamados de tóxicos emitidos por instituições financeiras privadas também se infiltraram na carteira de bancos e investidores institucionais nas EDE. Com efeito, por causa de uma maior liberalização das saídas de capitais pelos residentes, tal exposição tem aumentado. Portanto, as EDE têm um interesse crescente em uma avaliação mais objetiva e transparente da qualidade de tais títulos. Isto exige uma vistoria das normas de contabilidade, padrões regulatórios e de subscrição e uma reforma fundamental das agências de classificação. Uma Comissão de Segurança de Produtos Financeiros Global também pode ser criada para este propósito com a participação plena e equitativa das EDE.

Quarto, uma fonte crescente de instabilidade dos fluxos de capitais nos países em desenvolvimento deve-se aos investidores internacionais de carteira, incluindo os investidores institucionais e as instituições que exercem uma maior influência no cenário internacional, especialmente os fundos de cobertura. A tarefa de delimitar a natureza e a extensão de suas operações dentro das suas fronteiras, naturalmente, recai sobre os governos e reguladores nacionais. Entretanto, sua tarefa seria facilitada por uma maior transparência dos investidores. O requisito mínimo é o registro junto às autoridades financeiras nacionais. O acesso à informação sobre o grau e a natureza da inserção, o tamanho e a composição das carteiras e estratégias de investimento destes investidores também seria muito importante para as auto-

ridades financeiras nas EDE fazerem uma avaliação razoavelmente boa dos riscos decorrentes pela sua entrada em mercados de ativos internos.

3.2 Intervenção em crises e sua resolução

Independentemente das medidas que podem ser tomadas para disciplinar as políticas nos países sistemicamente importantes e para regular as instituições, instrumentos e mercados financeiros sistemicamente importantes, é quase uma certeza que as crises continuarão a ocorrer. Para os países que não gozam do *status* de moeda de reserva, particularmente as EDE, as crises na balança de pagamentos e da dívida continuarão a exigir uma intervenção internacional, exceto onde há melhores alternativas regionais. Sob os acordos atuais, esta tarefa recai sobre o FMI.

No entanto, existem diversas questões controversas e não resolvidas a respeito das intervenções do FMI em crises nas economias emergentes, incluindo os seus objetivos, o financiamento e a condicionalidade política. Vários países desenvolvidos e em desenvolvimento manifestaram grande insatisfação quanto à forma como as intervenções foram projetadas e implementadas na década de 1990, e diversas propostas foram feitas, tanto dentro quanto fora do FMI, para a melhoria (AKYÜZ, 2005). No entanto, estas propostas foram deixadas de lado, como resultado da oposição dos seus principais acionistas e da complacência criada pela rápida retomada do crescimento na maioria dos países atingidos pela crise financeira, e por uma forte recuperação dos fluxos de capital nos primeiros anos da década de 2000.

No passado, a intervenção do FMI em crises, geralmente, consistia em injeção de liquidez – projetada para manter os países em dia com seus pagamentos de dívida a credores privados, preservar a conversibilidade da conta de capital e impedir a inadimplência –, acompanhada de aperto monetário e fiscal para restaurar a confiança. Os pacotes de resgate atingiram várias vezes os limites de cotas aceitáveis e, muitas vezes, foram combinados com contribuições bilaterais dos principais países industrializados. Como se observa, as intervenções recentes não divergem de forma significativa deste padrão: as contas de capital são mantidas abertas, apesar de rápidas saídas de fluxos e esgotamento das reservas; a condicionalidade política continua a ser pró-cíclica; e o FMI conta cada vez mais com fundos emprestados dos seus principais acionistas.

Essa abordagem é problemática por várias razões. Políticas pró-cíclicas contribuem para as contrações na atividade econômica provocadas pelo comércio externo e por choques financeiros, levando ao aumento do desemprego e da pobreza. Contar com os principais acionistas para o financiamento aumenta sua influência na concepção dos programas do FMI e, ainda, permite-lhes seguir

seus interesses nacionais, como observado na Coreia do Sul durante a crise de 1997. Mais importante, os resgates minam a disciplina do mercado, criam risco moral e incentivam o empréstimo imprudente uma vez que os credores e os investidores não podem suportar as consequências dos riscos que correm. Eles transferem o ônus da crise quase que inteiramente, aos devedores, especialmente aos governos das EDE, muitas vezes obrigados a assumir responsabilidades externas de devedores privados, que não podem mais pagar a sua dívida. Além disso, a integridade financeira do fundo é posta em perigo, particularmente porque a escala de operações aumenta com o crescimento rápido de empréstimos e investimentos transfronteiriços.

Como esses problemas tornaram-se cada vez mais visíveis nas intervenções do FMI nas recorrentes crises nos anos 1990 e início de 2000, uma solução proposta foi resgatar ou envolver os credores e investidores internacionais na resolução de crises financeiras e restringir os empréstimos do FMI como forma de incentivo. Esta solução recebeu o apoio de alguns países do G7, como Canadá, Inglaterra e Alemanha. Vários esquemas voluntários e involuntários foram propostos para alcançar este objetivo, incluindo suspensões temporárias de dívida e controles de câmbio. O conselho do FMI reconheceu que “em circunstâncias extremas, se não for possível chegar a um acordo sobre uma suspensão voluntária, os membros podem achar necessário, como último recurso, impor uma de forma unilateral”, e como “poderia haver um risco de que esta ação provocaria a saída de capital (...) talvez seja necessário recorrer à introdução de um maior intercâmbio global ou de controles de capitais”, com o fundo sinalizando a sua “aceitação de uma paralisação imposta por um membro (...) através de uma decisão (...) para emprestar em atraso a credores privados” (IMF, 2000).²⁷

O secretariado do fundo também se movimentou no sentido de estabelecer um mecanismo formal para a participação dos credores privados na resolução das crises da dívida soberana por meio de um mecanismo de reestruturação da dívida soberana (MRDS). Os países que enfrentam graves dificuldades do balanço de pagamentos e da dívida soberana foram levados

a vir ao fundo solicitar uma suspensão temporária sobre o reembolso das suas dívidas, período durante o qual negociariam uma reprogramação com seus credores, dado o consentimento do fundo para esta linha de ataque. Durante este período limitado (...) o país teria de dar garantias aos seus credores de que o dinheiro não estava fugindo do país, o que, provavelmente, significaria a imposição de controles de câmbio temporariamente (KRUEGER, 2001, p. 7).

27. Para mais detalhes sobre a discussão dessa questão no FMI, ver Akyüz (2005, p. 9-15).

No entanto, devido à oposição dos seus principais acionistas e mercados financeiros, bem como à falta de um forte apoio de alguns países em desenvolvimento, esta proposta foi, a princípio, diluída – uma influência considerável foi concedida a credores, e provisões para suspensões foram descartadas – e posteriormente abandonada completamente.

Em resposta ao impacto negativo da crise sobre os fluxos comerciais e de capitais nas EDE, a comunidade internacional decidiu recentemente estabelecer um novo mecanismo, a FCL, para permitir ao fundo emprestar grandes quantidades de liquidez a certos países considerados elegíveis, com base em alguns critérios predeterminados. No entanto, tal iniciativa não foi acompanhada de medidas para enfrentar os riscos decorrentes do perigo moral, divisão de encargos desigual e potencial ameaça à integridade financeira do fundo. Este último é uma causa específica de preocupação, visto que a maioria dos membros do fundo está excluída do acesso a este mecanismo. Desse modo, torna-se ainda mais importante estabelecer um acordo paralelo para envolver os credores e investidores privados na resolução da crise na balança de pagamentos e da dívida nas economias emergentes.

Um componente central desses acordos é o reconhecimento dos direitos dos países que enfrentam grandes e contínuas saídas de capital de imporem suspensões temporárias de dívida e controle cambial, bem como a prestação de proteção legal para eles sob a forma de um adiamento em litígio. A decisão de uma suspensão deve ser tomada unilateralmente pelo país em causa e sancionada por um painel independente, em vez do FMI, porque os países afetados estão entre os acionistas do fundo, que é, também, um credor. Não há dúvidas de que os países irão recorrer a suspensões com grande prudência. Como observou um antigo vice-presidente do Banco da Inglaterra, um “sistema bem articulado para lidar com problemas de liquidez soberana (...) induziria os devedores à inadimplência tanto quanto a lei de falências induz os devedores corporativos à inadimplência” (CLEMENTI, 2000).

O crédito do fundo deve concentrar-se nas transações em conta corrente, e deve haver limites para a concessão de empréstimos a países que experimentam grandes e persistentes saídas de capital – mesmo que o dinheiro seja fungível e que, na prática, nem sempre seja possível identificar claramente a necessidade atendida por um empréstimo particular. Os empréstimos com taxas progressivamente mais elevadas (multas), como o fundo parece estar praticando atualmente, não podem amortecer a demanda por liquidez dos países elegíveis na LCF. Em vez disso, o fundo deverá promover a participação de credores privados, recomendando, e até mesmo exigindo o uso de suspensões temporárias e controles de câmbio, quando necessário.

Tais restrições deverão ser introduzidas quer as dificuldades de pagamentos tenham origem na dívida privada, na soberana ou na saída rápida de investidores estrangeiros; ou, ainda, sejam tais dificuldades devidas a problemas de liquidez ou de solvência – uma distinção que nem sempre é clara. Nos casos de fortes indícios de insolvência, os limites de empréstimos do FMI devem ser mais estreitos – isto é, os países não devem fazer empréstimos de fontes multilaterais para financiar a dívida impagável para com os credores privados, tal como aconteceu inúmeras vezes durante a crise de dívida na década de 1980 (SACHS, 1998, p. 53).

Devido à ausência de um sistema jurídico acordado multilateralmente para os exercícios de dívida, a prática tende a ser desordenada e local, além de tender a favor dos credores. Muitas vezes, o FMI envolveu-se na coordenação e resolução das dificuldades do pagamento da dívida, devido a problemas de solvência ou de liquidez, com base em um programa de ajustamento acordado com o país devedor. O fundo geralmente procura um acordo voluntário com os credores, mas sua posição é assimétrica – embora tenha uma influência significativa perante os devedores soberanos, não pode impor termos e condições apropriadas para os credores. Mesmo nos contratos de títulos com cláusulas de ação coletiva (CACs), os obrigacionistas podem resistir e optar por processos judiciais em busca de um melhor negócio. Tal reestruturação *ad hoc* raramente tem garantido a sustentabilidade onde houve problemas de solvência. Nos casos em que as dificuldades de pagamento da dívida decorreram da falta de liquidez, o fundo forneceu auxílio por meio da rolagem de vencimentos, mas tais medidas foram muitas vezes tardias e não conseguiram impedir danos.²⁸

Os acordos multilaterais para exercícios ordenados da dívida soberana devem ser eficientes em conter os danos causados pelas dificuldades de pagamento da dívida sobre o devedor, bem como devem permitir a rápida recuperação e crescimento, conforme os procedimentos nacionais de falência em muitas economias avançadas, de acordo com o capítulo 11 do Código de Falências dos Estados Unidos. Também devem ser justos na distribuição dos encargos, fazendo os credores arcarem com as consequências dos riscos que tomaram – riscos que já foram compensados por bons ágios. Na medida do possível, a reestruturação de dívida, incluindo ampliações do vencimento e amortizações, deve basear-se em negociações entre o devedor e os credores, e ser facilitada pela introdução da ampliação automática de vencimento e as CACs em contratos de dívida. No entanto, a arbitragem imparcial é necessária para resolver os litígios em caso de falta de acordo sobre os termos da reestruturação.

Os procedimentos existentes para os exercícios de dívida oficial também precisam de uma mudança fundamental. As decisões sobre a reestruturação

28. Para uma discussão sobre a reestruturação da dívida, sob o comando do FMI, nas crises dos mercados emergentes, ver Akyüz (2002).

de tal dívida são deixadas atualmente para um clube de credores – o Clube de Paris – e estão vinculadas a programas de ajustamento estrutural do FMI e a avaliações de sustentabilidade. A sustentabilidade é frequentemente julgada com base em quanto da dívida e do serviço da dívida um país pode tolerar sem a devida atenção às suas implicações para o desenvolvimento e a pobreza. Além disso, considerações de ordem política, muitas vezes, dominam os resultados de redução da dívida. Pode ser altamente desejável desvincular a reestruturação da dívida oficial do FMI e deixar a análise de sustentabilidade da dívida a um órgão independente de peritos, nomeados com o consentimento dos devedores. O FMI, o Banco Mundial e as agências da ONU poderiam fornecer dados para este processo em suas respectivas áreas de trabalho. Os países devedores também devem ser autorizados a apresentar suas próprias análises de sustentabilidade. E, ainda, devem ser feitas considerações sobre o estabelecimento da arbitragem imparcial dos litígios de dívida pública, nos moldes do capítulo 9 do Código de Falências dos Estados Unidos, que trata dos devedores públicos e aplica os mesmos princípios do capítulo 11.²⁹

4 RESUMO DAS CONCLUSÕES E PROPOSTAS DE POLÍTICAS

4.1 Políticas de resposta imediata

- 1) As EDE não devem incorrer em pesadas obrigações para responder às consequências de uma crise pela qual elas não podem ser responsabilizadas.
- 2) Às EDE que enfrentam restrições de pagamentos não deve ser negado o direito de usar medidas comerciais legítimas para mitigar o impacto da crise sobre empregos, renda e pobreza. Tais ações não devem ser colocadas no mesmo patamar de restrições à importação e subsídios introduzidos nas economias avançadas que não enfrentam restrições similares.
- 3) As EDE devem ser incentivadas a utilizar restrições temporárias de contas de capital e suspensões da dívida, a fim de conter grandes e contínuas saídas de capital. Estas devem ser apoiadas pelo FMI, se necessário, por meio de empréstimos em atraso.
- 4) Qualquer financiamento adicional de que as EDE possam precisar a fim de responder positivamente aos choques da crise deve ser incondicional, sem criar débitos e/ou ter baixo custo. Isto pode ser alcançado por alocações de DES em vez de subsídios ou empréstimos do FMI financiados por empréstimos bilaterais dos seus acionistas. Haveria uma alocação de DES permanente e única para países de baixa renda com

29. A respeito da defesa de um acordo internacional de insolvência nos moldes do capítulo 9 do Código de Falências dos Estados Unidos, ver Raffer (1993).

base na sua necessidade e com os custos dos juros de retiradas sendo financiados internamente pelo FMI, além de uma grande alocação reversível de DES para outras EDE.

- 5) Deveria haver uma moratória sobre o serviço da dívida dos países de baixa renda aos credores oficiais, incluindo as instituições de Bretton Woods, sem custos adicionais.

4.2 Prevenção da crise: fiscalização de política multilateral

- 1) Há uma necessidade de melhorar significativamente a eficácia, imparcialidade e qualidade da fiscalização do FMI sobre as políticas macroeconômicas, financeiras e cambiais. Isto é necessário para garantir uma maior disciplina multilateral sobre as políticas em países de importância sistêmica e trazer uma maior coerência entre o comércio e as finanças a este respeito. Também são necessárias melhorias para garantir um alerta antecipado dos riscos de instabilidade macroeconômica e financeira.
- 2) Alcançar esses objetivos depende muito de resolver as deficiências relacionadas com a governança do fundo. Os acordos atuais sofrem de um conflito de interesses em que os diretores executivos avaliam as políticas dos países que representam. Uma solução poderia ser a separação formal da fiscalização das decisões de empréstimos, confiando-a a um órgão independente.

4.3 Prevenção da crise: sistema de reservas internacionais

- 1) O atual sistema de reservas de múltiplas moedas, centrado sobre o dólar, é altamente instável. É muito caro para as EDE, que são obrigadas a armazenar grandes quantidades de reservas como seguro próprio à custa de crescimento e desenvolvimento. Deveria ser substituído por um sistema que não fosse baseado em moedas nacionais.
- 2) Um sistema de reserva baseado em DES parece ser a opção mais viável. Isto exige mudanças fundamentais nos acordos atuais sobre a alocação e utilização de DES.
- 3) Um caminho a seguir é tornar o FMI uma instituição baseada em DES, permitindo-lhe alocar os DES para substituir cotas – AGE e NAE – de forma a se tornar a única fonte de financiamento. Isto também melhoraria a governança do FMI, ao eliminar a sua dependência dos principais países para o financiamento. As alocações de DES poderiam estar relacionadas ao crescimento do comércio mundial de forma anticíclica. Sob tal acordo, os limites de acesso incondicional devem ser redefinidos e ampliados significativamente.

- 4) Em complemento, pode-se estabelecer um acordo para permitir que ações de reservas monetárias existentes sejam substituídas por DES, sem causar perturbações nos mercados de divisas. Isto pode ser feito por meio de uma conta de substituição no FMI, amplamente discutida em dois episódios anteriores de enfraquecimento significativo do dólar, no início das décadas de 1970 e 1980.
- 5) Contudo, devem ser tomados cuidados ao seguir este rumo, especialmente para garantir que o risco cambial não recaia no FMI, incluindo seus membros pobres, e que os DES não se tornem um novo instrumento de especulação.

4.4 Prevenção da crise: regulação dos mercados financeiros internacionais

- 1) O princípio a orientar a conduta das EDE para a regulação das instituições, mercados e instrumentos financeiros poderia ser a conquista de autonomia política nacional suficiente, enquanto procuram reduzir sua vulnerabilidade à instabilidade e às crises mediante a regulação e supervisão dos atores transnacionais com atividades transfronteiriças.
- 2) Um organismo internacional supremo, com poderes regulatórios e fiscalizadores de pleno direito, não é realista nem desejável. Isto também é válido para a replicação da OMC na área de finanças, com a vinculação de acordos multilaterais sobre as regras e padrões a serem aplicados pelos governos nacionais e sobre as sanções por descumprimento.
- 3) Tal acordo poderia acarretar graves perdas de autonomia e levar a um modelo único. Além disso, há o risco de que o processo que visa ampliar o escopo da governança global sobre as finanças possa acabar estendendo o alcance global dos mercados financeiros, forçando as EDE a conceder um maior acesso ao mercado de serviços financeiros que o adequado.
- 4) Ao avaliarem as diversas propostas para a reforma regulatória das instituições e mercados financeiros globais, as EDE devem prestar atenção ao que estas propostas poderiam oferecer na redução de sua vulnerabilidade por meio de:
 - redução da pró-ciclicidade dos empréstimos bancários internacionais às EDE;
 - redução do preconceito contra as EDE e da pró-ciclicidade nas avaliações das agências de classificação internacional;
 - melhoria da qualidade dos ativos em que as EDE investem as suas reservas e poupanças privadas; e

- melhoria de informações sobre os investidores de carteira internacional das EDE.
- 5) As EDE também devem resistir a dar ao FMI um papel maior na fiscalização e acompanhamento financeiro, antes de efetuar uma análise aprofundada das razões pelas quais suas atividades no âmbito do ROSC e do FSAP foram altamente ineficazes, removendo-as por meio de reformas adequadas.

4.5 Intervenção e resolução de crises

- 1) Na prestação de liquidez internacional, o fundo não deve impor condições estruturais, tampouco deve insistir em ajustes da política macroeconômica quando os desequilíbrios de pagamentos são devidos a choques externos temporários fora do controle do país devedor.
- 2) Resgates do FMI de credores e investidores internacionais em países que enfrentam uma saída rápida de capital minam a disciplina do mercado, incentivam o empréstimo imprudente, transferem as obrigações para os devedores e ameaçam a integridade financeira do fundo. O FMI não deve financiar grandes e contínuas saídas de capital, mas incentivar o envolvimento de credores e investidores privados na resolução de crises na balança de pagamentos e na dívida das economias emergentes.
- 3) Os direitos dos países que experimentam grandes e contínuas saídas de capitais de suspender dívidas temporárias e controles de câmbio devem ser reconhecidos, e protegidos legalmente enquanto estiverem sob litígio.
- 4) Na medida do possível, a reestruturação da dívida soberana deve basear-se em negociações com credores privados e ser facilitada pela inclusão de cláusulas de ação acumulada e coletiva em contratos de dívida. Mas um sistema internacional de arbitragem imparcial é necessário para resolver os litígios da dívida soberana.
- 5) Análises de sustentabilidade em exercícios de reestruturação da dívida oficial devem ser tomadas pelo FMI e dadas a um órgão independente de especialistas. Deve-se considerar a introdução de arbitragem para a reestruturação da dívida oficial das EDE.

4.6 Outras áreas de reforma do FMI

- a. Várias das medidas mencionadas, necessárias para reduzir a probabilidade de crises financeiras com repercussões globais e garantir uma melhor intervenção nas crises, exigem mudanças fundamentais no FMI. Há

também outras reformas adicionais que precisam ser desenvolvidas, particularmente na sua governança e mandato, a fim de melhorar a sua eficácia e relevância.

- b. Tem havido um debate considerável sobre as deficiências na governança do fundo em várias áreas, incluindo a seleção de seu chefe, a distribuição dos direitos de voto, a transparência e a responsabilidade – mais observações não seriam necessárias aqui. No entanto, deve ser enfatizado que reformas em pelo menos duas das áreas discutidas podem produzir uma melhora significativamente maior na governança do fundo que as mudanças em áreas enfatizadas no debate público:
- acabar com a dependência do FMI em relação a seus acionistas para o financiamento por meio de cotas e concessão de empréstimos bilaterais (AGE e NAE), convertendo-o em uma instituição baseada em DES; e
 - realizar a separação entre, de um lado, a fiscalização e, de outro, os programas de concessão de empréstimos; e atribuir a primeira tarefa a autoridades que sejam independentes dos seus governos e que não estejam envolvidas em decisões de concessão de empréstimos.
- c. O fundo precisa se concentrar em sua principal responsabilidade: preservar a estabilidade monetária e financeira internacional. Consequentemente, deve ficar fora das políticas de financiamento, desenvolvimento e redução da pobreza. Este é um desvio injustificado para uma área que concerne aos bancos multilaterais de desenvolvimento. Todos os mecanismos criados para este fim devem ser transferidos para o Banco Mundial enquanto o fundo encerra suas atividades em desenvolvimento e empréstimos de longo prazo. Também deve ficar longe das políticas comerciais. Suas tentativas de promover a liberalização comercial unilateral nas EDE aproveitando seus recursos minam o poder de barganha destes países nas negociações comerciais multilaterais. Nesta área, sua principal tarefa é garantir um ambiente comercial global previsível, ajudando a garantir posições de pagamentos e taxas de câmbio estáveis.

REFERÊNCIAS

AKYÜZ, Y. (Ed.). **Reforming the global financial architecture: issues and proposals**. London: Zed Books, 2002.

_____. **Reforming the IMF: back to the drawing board**. Geneva: UNCTAD, 2005. (Discussion Paper, n. 38).

_____. Managing financial instability in emerging markets: a keynesian perspective. **METU Studies in Development**, v. 35, n. 10, 2008a.

_____. The current global financial turmoil and asian developing countries. **ESCAP Series on Inclusive & Sustainable Development**, n. 2, 2008b.

AKYÜZ, Y.; CORNFORD, A. Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system. *In*: NAYYAR, D. (Ed.). **Governing globalization**. New York: Oxford University Press, 2002.

ANDREWS, E. L. **IMF Planning to Sell Bonds to Finance New Loans**. 26 Apr. 2009. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2009/04/26/business/global/26imf.html>>.

BALLS, E. **Preventing financial crises**: the case for independent IMF surveillance. Washington, 6 Mar. 2003. (Remarks made at the Institute for International Economics).

BERGSTEN, C. F. How to solve the problem of the dollar. **Financial Times**, 11 Dec. 2007a.

_____. Objections do not invalidate substitution account benefits. **Financial Times**, 29 Dec. 2007b.

_____. We should listen to Beijing's currency idea. **Financial Times**, 8 Apr. 2009.

BOUGHTON, J. M. **Silent revolution**: the International Monetary Fund, 1979-89. Washington: IMF, 2001.

_____. Third time lucky for scheme to support dollar? **Financial Times**, 14 Dec. 2007.

CLEMENTI, D. Crisis prevention and resolution: two aspects of financial stability. **BIS Review**, 11 Sept. 2000.

CORNFORD, A. Standards and regulations. *In*: AKYÜZ, Y. (Ed.). **Reforming the global financial architecture**: issues and proposals. London: Zed Books, 2002.

EATWELL, J.; TAYLOR, L. Why we need a world financial authority. **Wider Angle**, Helsinki, n. 2/98, 1998.

_____. **Global finance at risk**: the case for international regulation. Cambridge: Polity Press, 2000.

EICHENGREEN, B. Not a new Bretton Woods but a new Bretton Woods process. *In*: EICHENGREEN, B.; BALDWIN, R. (Eds.). **What G20 leaders must do to stabilise our economy and fix the financial system**. London: Centre for Economic Policy Research, 2008. Disponível em: <<http://www.voxeu.org>>.

EICHENGREEN, B.; BALDWIN, R. (Eds.). **What G20 leaders must do to stabilise our economy and fix the financial system**. London: Centre for Economic Policy Research, 2008. Disponível em: <<http://www.voxeu.org>>.

G20 – GROUP OF TWENTY. **G20 Working Group 1: enhancing sound regulation and strengthening transparency**. 2009a. Final Report. Available at: <<http://www.g20.org>>.

_____. **G20 Working Group 2: reinforcing international cooperation and promoting integrity in financial market**. 2009b. Final report. Disponível em: <<http://www.g20.org>>.

_____. **The global plan for recovery and reform**. London, 2 Apr. 2009c. Communiqué of the G20 summit. Disponível em: <<http://www.g20.org>>.

G30 – GROUP OF THIRTY. **Financial reform: a framework for financial stability**. Washington, 2008. Disponível em: <<http://www.group30.org>>.

GAMBERONI, E.; NEWFARMER, R. **Trade protection: incipient but worrisome trends**. 4 Mar. 2009. Disponível em: <<http://www.voxeu.org>>.

GILES, C. Large numbers hide big G20 divisions. **Financial Times**, 2 Apr. 2009.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Interim committee communiqué**. Washington, 16 Apr. 1998.

_____. **External evaluation of IMF surveillance**. Washington: Group of Independent Experts, 1999.

_____. **Executive board discusses involving the private sector in the resolution of financial crisis**. Public Information Note 00/80. Washington, 2000.

_____. **United States: staff report for the 2005 Article IV Consultation**. Washington, 30 June 2005.

_____. **United States: staff report for the 2006 Article IV Consultation**. Washington, 30 June 2006.

_____. **United States: staff report for the 2007 Article IV Consultation**. Washington, 11 July 2007a.

_____. **Iceland: staff report for the 2007 Article IV Consultation**. Washington, 26 July 2007b.

_____. **Review of fund facilities: analytical basis for fund lending and reform options**. Washington, 6 Feb. 2009a.

_____. **Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the board of governors of the International Monetary Fund**. Washington, 25 Apr. 2009b. (Press Release, n. 09/139).

_____. **World economic outlook**. Washington, Apr. 2009c.

_____. **Comunicado de Imprensa do FMI n. 09/85**. 24 mar. 2009d. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

KENEN, P. B. Stabilizing the International Monetary System. **Journal of Policy Modelling**, v. 27, n. 4, p. 487-93, June 2005.

KHOR, M. Reality behind the hype of the G20 Summit. **TWN Info Services on Finance and Development**, 7 Apr. 2009. Disponível em: <<http://www.twinside.org.sg>>.

KRUEGER, A. O. **International financial architecture for 2002**: a new approach to sovereign debt restructuring. *In*: THE NATIONAL ECONOMISTS "CLUB ANNUAL MEMBERS" DINNER. Washington: American Enterprise Institute, 26 Nov. 2001.

MONBIOT, G. Keynes is innocent: the toxic spawn of Bretton Woods was no plan of his. **The Guardian**, 18 Nov. 2008.

POLAK, J. J.; CLARK, P. B. Reducing the costs of holding reserves: a new perspective on special drawing rights. *In*: KAUL, I.; CONCEIÇÃO, P. (Eds.). **The new public finance**: responding to global challenges. New York: Oxford University Press, 2006.

RAFFER, K. What's good for the United States must be good for the world: advocating an international chapter 9 insolvency. *In*: BRUNO KREISKY Forum for international dialogue. **From Cancún to Vienna**: International development in a New World. Vienna, 1993.

SACHS, J. D. External debt, structural adjustment and economic growth. *In*: **International Monetary and financial issues for the 1990s**. Geneva: UNCTAD, 1998. v. 9.

SCHNEIDER, B. **Do global standards and codes prevent financial crises?** Some proposals on modifying the standards-based approach. Geneva: UNCTAD, 2005. (Discussion Paper, n. 177).

SCHNEIDER, B.; SILVA, S. **Conference report on international standards and codes**: the developing country perspective. *In*: CONFERENCE HELD ON 21 JUNE 2002 AT THE COMMONWEALTH SECRETARIAT. London: Overseas Development Institute, 2002.

TRIFFIN, R. Gold and the dollar crisis: the future of convertibility. NEW HAVEN: Yale University Press, 1960.

TWN – THIRD WORLD NETWORK. **The IMF's financial crisis loans**: no change in conditionalities. 11 Mar. 2009. Disponível em: <<http://www.twinside.org.sg>>.

UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **Trade and development report**. Geneva: United Nations, 1998. cap. 4.

_____. **Trade and development report**. Geneva: United Nations, 1999. cap. 5.

_____. **Trade and development report**. Geneva: United Nations, 2003. cap. 2.

_____. **Temporary debt moratorium needed for some poor nations, UNCTAD chief says**. Geneva: UNCTAD, 2009. (Press Release, n. 13, 30 aPR.. 2009).

WORLD BANK. **Swimming against the tide**: how developing countries are coping with the global crisis. *In*: G20 FINANCE MINISTERS AND CENTRAL BANK GOVERNORS MEETING, Horsham, United Kingdom, 13-14 Mar. 2009. (Background paper prepared by World Bank Staff).

ZHOU, X. Reform the International Monetary system. **People Bank of China**, 23 Mar. 2009. Disponível em: <<http://www.pbc.gov.cn/english>>.

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – Ipea

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Marco Aurélio Dias Pires

Everson da Silva Moura

Revisão

Laeticia Jensen Eble

Luciana Dias Jabbour

Mariana Carvalho

Olavo Mesquita de Carvalho

Reginaldo da Silva Domingos

Andressa Vieira Bueno (estagiária)

Celma Tavares de Oliveira (estagiária)

Patrícia Firmina de Oliveira Figueiredo (estagiária)

Editoração

Bernar José Vieira

Cláudia Mattosinhos Cordeiro

Jeovah Herculano Szervinsk Júnior

Aline Rodrigues Lima (estagiária)

Capa

Fábio Oki

Livraria do Ipea

SBS - Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES - Térreo

70076-900 - Brasília - DF

Tel.: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Composto em Adobe Garamond 11/13,2 (texto)
Frutiger 47 (títulos, gráficos e tabelas)
Impresso em Pólen Soft 80 g/m²
Cartão Supremo 250g/m² (capa)
Brasília-DF

INSTRUÇÕES PARA SUBMISSÃO DE ARTIGOS

1. A *Revista Tempo do Mundo* tem como missão apresentar e promover os debates contemporâneos, com ênfase na temática do desenvolvimento, em uma perspectiva Sul – Sul. O campo de atuação é o da economia política, com abordagens plurais sobre as dimensões essenciais do desenvolvimento, como questões econômicas, sociais e relativas à sustentabilidade.
2. Serão considerados para publicação artigos originais redigidos em português, inglês, francês e espanhol.
3. As contribuições não serão remuneradas, e a submissão de um artigo à revista implicará a transferência dos direitos autorais ao Ipea, caso ele venha a ser publicado.
4. O trabalho submetido será encaminhado a, pelo menos, dois avaliadores. Nessa etapa, a revista utiliza o sistema *blind review*, ou seja, os autores não são identificados em nenhuma fase da avaliação. A decisão dos avaliadores é registrada em pareceres, que serão enviados aos autores, mantendo-se em sigilo os nomes desses avaliadores.
5. Os artigos, sempre inéditos, deverão ter em torno de 25 páginas (aproximadamente 50 mil caracteres com espaçamento – incluindo tabelas, figuras, quadros, espaços, notas de rodapé e referências).
6. A formatação deverá seguir os padrões da revista: papel A-4 (29,7 x 21 cm); margens: superior = 3 cm, inferior = 2 cm, esquerda = 3 cm e direita = 2 cm; em Microsoft Word ou editor de texto compatível, utilizando caracteres Times New Roman tamanho 12 e espaçamento 1,5 justificado. As ilustrações – tabelas, quadros, gráficos etc. – deverão ser numeradas e trazer legendas. Não deverão ser usadas cores além de preto e branco. A fonte das ilustrações deverá ser sempre indicada.
7. Apresentar em página separada: *i)* título do trabalho em português e em inglês – em caixa alta e negrito; *ii)* até cinco palavras-chave; *iii)* um resumo de cerca de 150 palavras; *iv)* classificação JEL; e *v)* informações sobre o(s) autor(es): nome completo, titulação acadêmica, experiência profissional e/ou acadêmica atual, área(s) de interesse em pesquisa, instituição(ões) de vinculação, endereço, e-mail e telefone. Se o trabalho possuir mais de um autor, ordenar de acordo com a contribuição de cada um ao trabalho.
8. Deverão ser submetidos pelo menos dois arquivos: *i)* Documento de Submissão: arquivo com o texto e as tabelas – versão completa, *sem identificação dos autores* –, em formato PDF; e *ii)* Documentos Suplementares: arquivo com o texto e as tabelas em formato Microsoft Word ou editor de texto compatível – versão completa, incluindo a página separada. Caso o artigo possua gráficos, figuras e mapas, estes também deverão ser entregues em arquivos específicos nos formatos originais e separados do texto, sendo apresentados com legendas e fontes completas.
9. Observar o sistema Chicago (autor, data), de acordo com os exemplos abaixo:
 - Para periódicos:
CERVO, Amado L. Política exterior e relações internacionais do Brasil: enfoque paradigmático. **Revista Brasileira de Política Internacional**, v. 46, n. 1, p. 5-25, 2003.
 - Para livros:
SARAIVA, José F. S. (Ed.). **Foreign policy and political regime**. Brasília: Ibrí, 2003. 364 p.
 - Para documentos eletrônicos:
PROCÓPIO, Argemiro. **A hidropolítica e a internacionalização amazônica**, 2007. Disponível em: <<http://mundorama.net/2007/09/13/a-hidropolitica-e-a-internacionalizacao-amazonica/>>. Acesso em: 18 set. 2007.
10. As referências completas deverão ser reunidas no fim do texto, em ordem alfabética.
11. Cada (co)autor receberá três exemplares da revista em que seu artigo for publicado no seu idioma predileto – português ou inglês – e um no idioma alternativo.
12. As submissões deverão ser feitas *online* pelo e-mail tempodomundo@ipea.gov.br.

Itens de verificação para submissão

1. O texto é inédito.
2. O texto está de acordo com as normas da revista.

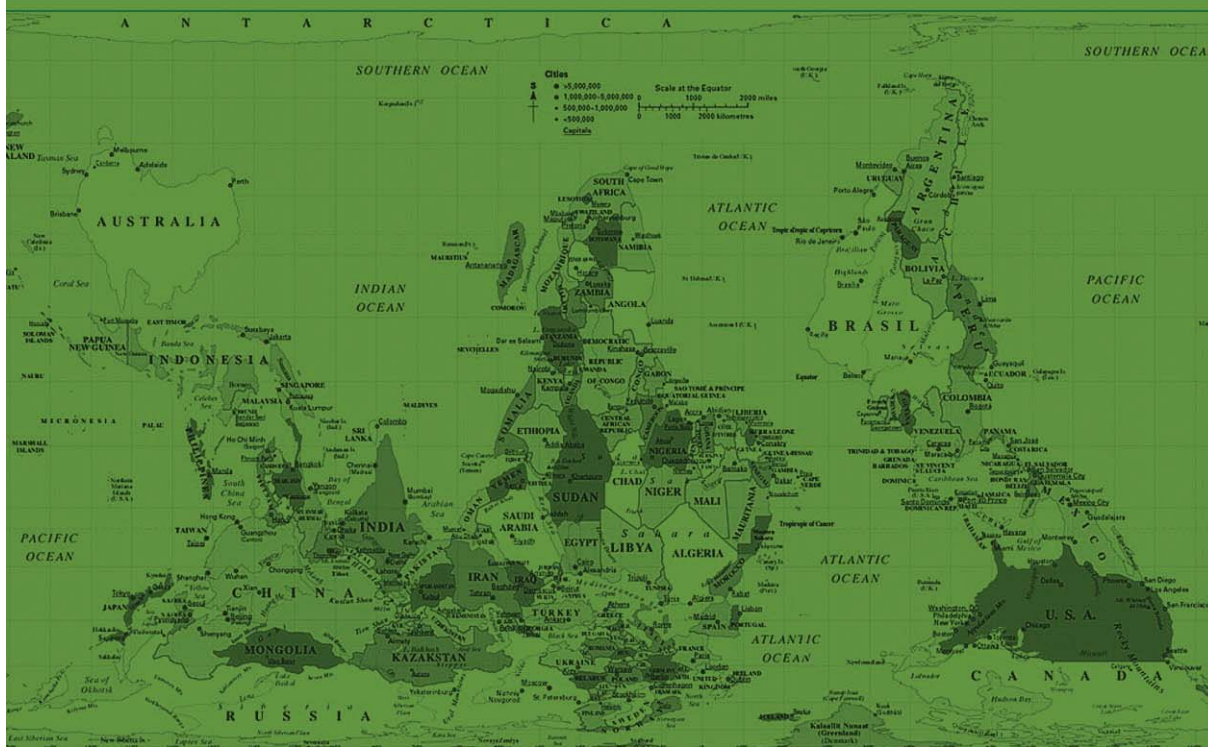
Declaração de direito autoral

A submissão de artigo autoriza sua publicação e implica compromisso de que o mesmo material não esteja sendo submetido a outro periódico. O original é considerado definitivo, sendo que os artigos selecionados passam por revisão ortográfica e gramatical. A revista não paga direitos autorais aos autores dos artigos publicados. O detentor dos direitos autorais da revista é o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), com sede em Brasília. Para publicação, os autores deverão assinar Carta de Direitos Autorais, cujo modelo será enviado aos autores por e-mail, reservando os direitos, inclusive os de tradução, ao Ipea.

Política de privacidade

Os nomes e os e-mails fornecidos serão usados exclusivamente para os propósitos editoriais da *Revista Tempo do Mundo*, não sendo disponibilizados para nenhuma outra entidade.

A Revista *Tempo do Mundo* é uma publicação internacional organizada pelo Ipea, que integra o governo federal brasileiro, tendo sido idealizada para promover debates com ênfase na temática do desenvolvimento em uma perspectiva Sul – Sul. A meta é formular proposições para a elaboração de políticas públicas e efetuar comparações internacionais, focalizando o âmbito da economia política.



Missão do Ipea

Produzir, articular e disseminar conhecimento para aperfeiçoar as políticas públicas e contribuir para o planejamento do desenvolvimento brasileiro.

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

SE

SECRETARIA DE
ASSUNTOS ESTRATÉGICOS
DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA



GOVERNO FEDERAL
BRASIL
PAÍS RICO É PAÍS SEM POBREZA