

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ESTUDOS ESTRATÉGICOS
INTERNACIONAIS**

ANA PAULA RANZI

**O PAPEL DO FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL FRENTE A
DESEQUILÍBRIOS INTERNACIONAIS: UMA ANÁLISE DAS CRISES
BRASILEIRAS A PARTIR DOS ANOS 1980**

Porto Alegre

2018

ANA PAULA RANZI

**O PAPEL DO FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL FRENTE A
DESEQUILÍBRIOS INTERNACIONAIS: UMA ANÁLISE DAS CRISES
BRASILEIRAS A PARTIR DOS ANOS 1980**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Estudos Estratégicos Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Estudos Estratégicos Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho

Porto Alegre

2018

CIP - Catalogação na Publicação

Ranzi, Ana Paula

O papel do Fundo Monetário Internacional frente a
desequilíbrios internacionais : uma análise das
crises brasileiras a partir dos anos 1980 / Ana
Paula Ranzi. -- 2018.

85 f.

Orientador: Fernando Ferrari Filho.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do
Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,
Programa de Pós-Graduação em Estudos Estratégicos
Internacionais, Porto Alegre, BR-RS, 2018.

1. FMI. 2. Crises financeiras. 3. Economia
brasileira. I. Ferrari Filho, Fernando, orient. II.
Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os
dados fornecidos pelo(a) autor(a).

ANA PAULA RANZI

**O PAPEL DO FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL FRENTE A
DESEQUILÍBRIOS INTERNACIONAIS: UMA ANÁLISE DAS CRISES
BRASILEIRAS A PARTIR DOS ANOS 1980**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Estudos Estratégicos Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Estudos Estratégicos Internacionais.

Aprovada em: Porto Alegre, 11 de setembro de 2018.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho - Orientador
UFRGS

Prof. Dr. André Moreira Cunha
UFRGS

Prof. Dr. Luiz Augusto Estrella Faria
UFRGS

Prof. Dr. Ivan Colangelo Salomão
UFRGS

AGRADECIMENTOS

À luz da conclusão deste trabalho, agradeço primeiramente a minha família pelo carinho e apoio incondicional. Ao Luiz, pelo amor em todas as horas e pela força nos momentos difíceis. Aos amigos, por compreenderem os tempos de ausência. À Universidade Federal do Rio Grande do Sul e ao Programa de Pós-Graduação em Estudos Estratégicos Internacionais, agradeço pela acolhida e pela excelência. Aos Professores, pelo senso crítico, fundamental na construção de uma sociedade mais igualitária. Em especial, agradeço ao Professor Fernando Ferrari Filho pela atenta orientação, pelas preciosas sugestões e revisões e por compreender as dificuldades do caminho. Por fim, agradeço à CAPES pelo apoio financeiro, sem o qual este estudo não se concretizaria. Que a pesquisa no Brasil possa sempre contar com investimento e incentivo.

Tenho apenas duas mãos

e o sentimento do mundo.

(Carlos Drummond de Andrade, 1940)

RESUMO

Este trabalho discute as origens do Fundo Monetário Internacional (FMI), sua operacionalização ao longo do Sistema de Bretton Woods e suas limitações no período pós-Bretton Woods, analisando o papel do FMI durante as crises cambiais dos anos 1990, período de globalização dos mercados de capitais e desregulamentação financeira, e da crise financeira internacional de 2007-2008. A partir desta construção, a presente pesquisa analisa três momentos da relação do Brasil com a Instituição, quais sejam: a crise dos anos 1980, passando pela análise da crise cambial em 1982 e da moratória da dívida externa em 1987; as crises cambiais do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), mais especificamente os desequilíbrios de 1999 e de 2002; e o impacto da crise financeira internacional de 2007-2008 no Brasil.

Palavras-chave: FMI. Crises financeiras. Economia brasileira.

ABSTRACT

This dissertation aims to discuss the origins of the International Monetary Fund (IMF), its practices during the Bretton Woods System and its limitations after this System came to its collapse, in the beginning of the 1970s. It analyzes the role of the IMF when facing currency crisis in the 1990s, a decade when capital markets became global and finances became non-regulated. It also analyzes the role of the IMF during 2007-2008 global financial crisis. After that, this research discusses Brazil's relations with the IMF along three moments. The first one is related to the 1980s economic crisis in the country, particularly the currency crisis in 1982 and the default of the external debt in 1987. The second one regards the currency crisis during Fernando Henrique Cardoso's second term, specifically the ones in 1999 and 2002. Finally, the last moment discusses Brazil's ties with the IMF along the 2007-2008 global financial crisis.

Keywords: IMF. Financial crisis. Brazilian economy.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Situações de não elegibilidade de países-membros.....	19
Quadro 2 - Pacote de socorro do FMI ao México/1995.	30
Quadro 3 - Principais propostas de reforma do arranjo financeiro internacional.....	37

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BIS	– <i>Bank for International Settlements</i>
BNDES	– Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRICS	– Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
CDO	– <i>Collateralized Debt Obligations</i>
CDS	– <i>Credit Default Swap</i>
DES	– Direitos Especiais de Saque
ESAF	– <i>Enhanced Structural Adjustment Facility</i>
EUA	– Estados Unidos da América
Fed	– <i>Federal Reserve</i>
FHC	– Fernando Henrique Cardoso
FMI	– Fundo Monetário Internacional
GATT	– <i>General Agreement of Trade and Tariffs</i>
IBGE	– Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IMCU	– <i>International Monetary Clearing Union</i>
IPEA	– Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IPI	– Imposto sobre Produtos Industrializados
OMC	– Organização Mundial do Comércio
PAC	– Plano de Aceleração do Crescimento
PIB	– Produto Interno Bruto
PND	– Plano Nacional de Desenvolvimento
PR	– Plano Real
SAF	– <i>Structural Adjustment Facility</i>
SBW	– Sistema Bretton Woods
SFI	– Sistema Financeiro Internacional
URV	– Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	O FMI	13
2.1	A CONFERÊNCIA DE BRETTON WOODS	13
2.2	O FMI EM TERMOS TEÓRICOS	16
2.3	O FMI NA PRÁTICA	19
2.3.1	Problemas Iniciais	19
2.3.2	A questão da libra esterlina e do dólar: o fim de Bretton Woods.	21
2.4	O CENÁRIO PÓS BRETTON WOODS	23
2.5	O FMI, AS CRISES CAMBIAIS E AS CONDICIONALIDADES	26
2.6	O FMI E A CRISE DE 2007-2008	34
2.7	CONSIDERAÇÕES FINAIS	39
3	CRISES NO BRASIL E A RELAÇÃO COM O FMI	41
3.1	A CRISE DOS ANOS 1980 E AS RELAÇÕES BRASILEIRAS COM O FMI	41
3.1.1	A Crise Cambial de 1982	41
3.1.2	A Moratória de 1987	45
3.2	O PERÍODO FHC E AS NEGOCIAÇÕES COM O FMI	48
3.2.1	A Crise Cambial de 1999	48
3.2.2	O Brasil e o FMI em 2002	54
3.3	O BRASIL NA CRISE DE 2007-2008	57
3.3.1	O Brasil e o FMI durante a crise internacional	61
3.4	CONSIDERAÇÕES FINAIS	65
4	CONCLUSÕES	68
	REFERÊNCIAS	73
	ANEXO A - Lista de Conteúdo dos Artigos do Acordo do FMI	81
	ANEXO B - Principais Indicadores Macroeconômicos Do Brasil, 1990-2010	84

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho de dissertação procura responder o seguinte problema de pesquisa: dentro de uma perspectiva histórica, qual o papel do Fundo Monetário Internacional (FMI) frente a desequilíbrios financeiros internacionais? Para tanto, procura-se analisar essa atuação em duas seções. A primeira diz respeito à origem, operacionalização e limitações do FMI dentro da seguinte delimitação temporal: o primeiro recorte histórico analisado se dá com o fim da Segunda Guerra Mundial e a Conferência de Bretton Woods e abrange o período de 1944-1971; o segundo momento vem com o fim do arranjo de Bretton Woods, quando as taxas de câmbio fixas colapsaram e os EUA abriram mão de fixar o dólar ao ouro, passando pelas décadas de 1970 a 1990, momento de globalização de capitais e desregulamentação financeira, quando o Fundo trata de coordenar uma resposta global a crises financeiras e cambiais em diversos países; o terceiro período trata do papel do FMI frente à recente crise financeira internacional. Buscando maior especificidade dentro da discussão, a segunda seção descreve as ações do FMI frente às crises econômicas no Brasil, conforme a seguinte delimitação temporal: primeiramente discute-se a crise dos anos 1980, passando pela análise da crise cambial em 1982 e da moratória da dívida em 1987; em seguida são observadas as crises cambiais do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), mais especificamente os desequilíbrios de 1999 e de 2002; e, por fim, discute-se o impacto da crise financeira internacional de 2007-2008 no Brasil.

Nesse sentido, o presente trabalho cumpre dois objetivos. O primeiro objetivo é analisar o papel do FMI frente a desequilíbrios internacionais, desde o arranjo de Bretton Woods até o atual cenário de recessão. Complementarmente, o segundo objetivo é analisar qual a relação do FMI com Brasil nos cenários de crise econômica, desde 1980 até 2009. Os objetivos específicos do estudo são:

- a) compreender o arranjo inicial do sistema internacional proposto em Bretton Woods;
- b) identificar quais foram as mudanças ocorridas nas políticas do FMI no período de desregulamentação financeira pós-Bretton Woods;
- c) discutir o papel do FMI frente à crise financeira internacional;
- d) discutir as crises econômicas pelas quais passaram o Brasil nos anos 1980, 1990 e 2000;
- e) compreender as mudanças nas relações do Brasil e do FMI ao longo desse período.

Paralelo a isso, como hipótese geral de pesquisa, o estudo busca confirmar se o FMI apresenta papel limitado frente às necessidades apresentadas pelo Sistema Financeiro Internacional (SFI). As hipóteses específicas tratam de provar os seguintes aspectos:

- a) o acordo de Bretton Woods apresentou a soluções limitadas para os problemas monetários e financeiros do pós-Segunda Guerra Mundial;
- b) as políticas de austeridade e condicionalidades promovidas pelo FMI após o colapso de Bretton Woods contribuíram para a instabilidade do Sistema;
- c) na crise de 2007-2008, os países optaram por medidas políticas e econômicas unilaterais, enfraquecendo a posição do Fundo;
- d) as relações do Brasil com o FMI se estabeleceram conforme as diretrizes gerais internacionais praticadas pelo Fundo.

Para verificar a hipótese de trabalho proposta, esta pesquisa faz uso de uma abordagem qualitativa, aprofundando a compreensão das dinâmicas do cenário político-econômico internacional e brasileiro. Através da análise histórica, esse trabalho objetiva gerar conhecimentos úteis para a área de Economia Política Internacional. Assim, primeiramente conduz-se uma pesquisa descritiva, para fins de contextualização dos fatos e consolidação da hipótese, e a seguir se desenvolve seu caráter explicativo, de forma crítica. Quanto aos seus procedimentos, foram realizadas pesquisas bibliográfica, documental e eletrônica dentro do seguinte desenho:

- a) revisão bibliográfica relacionada a Organizações Internacionais, Sistema Bretton Woods, FMI e SFI;
- b) revisão da literatura sobre ações do FMI em crises cambiais a partir da década de 80 e sobre a grande recessão;
- c) revisão bibliográfica acerca das crises cambiais e financeiras no Brasil a partir da década de 1980;
- d) análise de documentos do FMI disponíveis no seu *website*, como por exemplo suas ata das conferências mais relevantes para a discussão, relatórios anuais, acordos de auxílio financeiro e notícias em geral.

Assim, com base na reflexão sobre tais etapas, são apresentadas as conclusões acerca do tema, bem como são sugeridos pontos relacionados à temática da dissertação para serem explorados em uma futura agenda de pesquisa.

Nesse sentido, ressalta-se que o estudo proposto é relevante para o campo dos Estudos Estratégicos Internacionais e de Economia Política Internacional devido à importância das discussões sobre Organismos Multilaterais e suas relações de influência no sistema

internacional. Especificamente, a presente discussão sobre o FMI é relevante pois contribui para o debate crítico sobre as possibilidades de mudança do arranjo do SFI, a fim de que os ciclos econômicos sejam mais estáveis e os desequilíbrios sejam menores. Além disso, Eichengreen (2010) discute a importância do uso da analogia histórica, pois essa pode explicar cenários no presente e revelar informações que podem auxiliar a prospectar cenários futuros. Isto é, além de traçar paralelos entre momentos históricos diferentes, as diferenças entre esses momentos históricos permitem fazer avanços na problemática em questão, ao que desponta a relevância analítica do projeto e de seu método. Complementarmente, a construção e desenvolvimento da área de Economia Política Internacional é de grande relevância para as Relações Internacionais por construir importantes conexões entre diferentes áreas de estudos, sendo necessário compreender as correlações entre política e economia e reduzir o hiato entre essas duas áreas de estudo, visto que fatores econômicos têm desempenhado um papel cada vez mais relevante no palco das Relações Internacionais. Portanto, essa dissertação justifica-se academicamente por discutir um importante elo entre política, poder e economia.

Além disso, algumas características que permeiam o Sistema em questão têm a ver com a divisão entre economias centrais, as quais têm privilégios atrelados a suas moedas, e economias periféricas, que tentam superar essa lacuna em relação às economias desenvolvidas. Portanto, os resultados da dissertação podem contribuir com a sociedade brasileira ao gerar conhecimento específico e pensamento crítico em relação à posição do país no sistema internacional, revelando sua relevância social. Como cita Gilpin (2002, p. 291), “o futuro dos países menos desenvolvidos é um dos temas mais prementes da economia política internacional na nossa época, e a solução desse problema vai afetar profundamente o futuro do planeta”.

Por fim, embora esse seja um debate bastante consolidado na academia, o intuito de aprofundá-lo é parte da justificativa pessoal da aluna, sendo essa pesquisa parte da consolidação da sua argumentação lógica e da apropriação de conceitos e teorias referentes ao tema, os quais serão aprofundados em estudos doutorais.

2 O FMI

O presente capítulo trata das origens do FMI, de sua operacionalização ao longo do Sistema de Bretton Woods e de suas limitações no período pós-Bretton Woods. Explorando o último ponto, é analisado o papel do FMI durante as crises cambiais dos anos 1990, período de globalização dos mercados de capitais e desregulamentação financeira, e da crise financeira internacional de 2007-2008.

2.1 A CONFERÊNCIA DE BRETTON WOODS

O Sistema Bretton Woods refere-se ao regime monetário internacional que prevaleceu do fim da Segunda Guerra Mundial até o começo dos anos 1970, foi acordado na Conferência de Bretton Woods, New Hampshire, EUA, em 1944, quando foi criado o FMI, o Banco Mundial e o General Agreement of Trade and Tariffs (GATT), mais tarde substituído pela Organização Mundial do Comércio (OMC)¹. O intuito dessa Conferência era negociar um acordo multilateral que regulasse as relações monetárias entre Estados soberanos no pós-Segunda Guerra, criando não só obrigações legais para os países-membros, mas também organizações multilaterais de autoridade supranacional limitada que estabelecessem fóruns para tomada de decisões conjuntas (COHEN, 2002).

Com o fim da Segunda Guerra Mundial, a comunidade internacional refletia sobre quais deveriam ser os objetivos e procedimentos da economia e das finanças internacionais frente às dificuldades comerciais e monetárias do pós-Guerra. Desse debate surgiram duas propostas, fruto das negociações entre Estados Unidos (EUA) e Inglaterra em relação ao que deveria ser o arranjo do sistema monetário internacional. De um lado, os EUA percebem a importância de criar uma zona do dólar para competir com a zona da libra esterlina e diminuir a influência dessa sobre a política americana, mantendo assim sua estabilidade monetária e aumentando as possibilidades de negócios internacionais. Assim, Harry Dexter White,

¹ As negociações de Bretton Woods também resultaram na tentativa de estabelecer um amplo acordo sobre o comércio internacional. Visto que o documento constitutivo de uma Organização Internacional foi repetidamente rejeitado pelo Congresso dos Estados Unidos, um acordo provisório, o GATT, celebrado em 1947, passou a ser instrumento de regulação do comércio internacional. As diretrizes desse acordo eram antiprotecionistas, de livre comércio, não discriminatórias e de plena expansão da produção e comércio de bens. Entretanto, seu mecanismo de solução de impasses e seu arranjo institucional eram provisórios e pouco consistentes; por isso, a Rodada Uruguai, oitava rodada de negociações internacionais, que durou de 1986 a 1994, estabeleceu a criação da OMC. A Instituição possui base jurídica sólida, objetiva desenvolver um sistema de comércio multilateral e integrado e conta com um mecanismo compulsório de solução de controvérsias e de administração e revisão de políticas comerciais (MESQUITA, 2013).

representante do Departamento do Tesouro Americano, propõe a criação de um Fundo de Estabilização, o qual prezava pelo multilateralismo e pela conversibilidade monetária, e indicava a possibilidade de países tomarem recursos emprestados para compensar desequilíbrios no balanço de pagamentos, sem a consolidação de uma moeda internacional. Indicava ainda ser necessário um controle inteligente de capitais, que seria um último recurso para evitar fugas especulativas e proteger as posições de reservas cambiais dos países (BOUGHTON, 2002). A Inglaterra, por outro lado, tinha o importante compromisso de manter o controle sobre suas finanças e seus domínios imperiais. Então, por meio de John Maynard Keynes, defende uma administração centralizada do SFI por meio de um banco supranacional, a União Internacional de Compensações (UIC)², que teria a função de gerir as necessidades de liquidez do comércio internacional, bem como os ajustes entre países devedores e credores. Nesse arranjo, uma moeda única, o *bancor*, assumiria o papel regulatório do sistema internacional de pagamentos, com função de liquidação de transações e contratos, no qual o ouro serviria apenas para fixar a unidade de conta dessa moeda universal, eliminando a função daquele como ativo de reserva do sistema, visto esse ser instrumento universal da preferência pela liquidez (BELLUZZO, 1999). Keynes aponta ainda para a importância de se exercer controle sobre movimento de capitais, essencial para a estabilização das finanças internacionais, encorajando a cooperação multilateral sobre esse mecanismo, sobre a necessidade de se estabilizar a moeda internacional por meio da rigidez relativa das taxas de câmbio e da regulação da oferta de moedas e sobre prover um mecanismo que sustentasse o equilíbrio do balanço de pagamento dos países (FERRARI FILHO, 2006).

Nota-se, portanto, que a discussão acerca do sistema monetário internacional preza por estabilizar um sistema que se tornara errático, a fim de reequilibrar os balanços de pagamentos e retomar os fluxos de comércio internacional. Mas também é clara a dinâmica de disputa por poder e por interesses estratégicos entre uma potência em ascensão e um império em declínio. A Conferência de Bretton Woods refletiu mais o plano americano do que o inglês, visto que os EUA contavam agora com um grande poder econômico e buscavam defender seus interesses estratégicos e, como a Inglaterra precisava de substancial apoio financeiro dos EUA depois da Guerra, foi obrigada a negociar suas condições³ (BOUGHTON, 2002).

² UIC seria administrada pelos Estados Unidos e pela Inglaterra (BOUGHTON, 2002).

³ De todo modo, é importante ressaltar que os argumentos expressos por Keynes também influenciaram a arquitetura da nova ordem econômica mundial (FERRARI FILHO, 2006).

Nesse sentido, em 1944, os pontos norteadores da Conferência de Bretton Woods já estavam pré-estabelecidos, e a dinâmica das discussões configurou-se a partir três comissões técnicas. A Primeira Comissão, a cargo de Dexter White, era responsável por formular os artigos do acordo do FMI; a Segunda Comissão, a cargo de Keynes, era responsável por formular os artigos do acordo do Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento; e a Terceira Comissão, a cargo de E. Suarez (México), era responsável por debater outros meios de cooperação financeira internacional. A recomendação geral dos acordos em questão era de que todas as nações deveriam cooperar de forma mais ampla para reduzir obstáculos ao comércio, organizar condições para o comércio de *commodities* a preços justos e acelerar a solução de diversos problemas econômicos internacionais.

Quanto ao FMI, sua organização foi baseada na premissa de que a cooperação internacional e o estabelecimento de regras e condições para o comércio internacional seriam fundamentais para a estabilização econômica e para garantir um equilíbrio político do sistema internacional. Foi estabelecido que o Fundo teria autonomia e recursos para cumprir suas obrigações, a fim de manter o sistema monetário internacional ativo, bem como promover o comércio internacional e a prosperidade econômica internacional. Quanto ao Banco Mundial, esse estava calcado na premissa de que o cenário pós-Guerra demandaria reconstrução e desenvolvimento econômico por meio da expansão dos investimentos internacionais. Suas ações deveriam começar o mais cedo possível a fim de garantir a estabilidade política e a paz entre as nações⁴.

Se antes da Conferência era possível perceber o desafio de contrabalançar as posições diversas dos EUA e da Inglaterra, no decorrer das negociações outro desafio se estabeleceu de imediato: os países representados em Bretton Woods tinham, por um lado, interesse em cooperar para um arranjo que lidasse com problemas monetários e financeiros em nível internacional, visto que a eficácia de suas políticas domésticas estaria atrelada à estabilização internacional e à consolidação do comércio internacional; mas, por outro lado, levavam consigo a defesa dos seus próprios interesses. Tal questão revela-se na leitura das atas da Conferência, através das emendas propostas pelos países representados, e aparece mesmo no capítulo introdutório do documento final: “[a]t the same time, every country represented at Bretton Woods was concerned with protecting its own interests” (UNITED NATIONS MONETARY AND FINANCIAL CONFERENCE, 1948: vii). Mesmo frente às diferenças, um acordo final foi acertado em 1944, e seus artigos foram submetidos para ratificação ao

⁴ Uma recomendação extra era a liquidação do então *Bank for International Settlements* (estabelecido em 1930), o que não se concretizou.

longo de 1945, entrando em vigor em 27 de dezembro de 1945 (UNITED NATIONS MONETARY AND FINANCIAL CONFERENCE, 1948).

2.2 O FMI EM TERMOS TEÓRICOS

O FMI caracterizou-se como centro da dinâmica do regime internacional acordado em Bretton Woods, o qual deveria garantir aos países-membros um crescimento estável da economia internacional, em que os Estados cooperassem para manter as taxas de câmbio estáveis, evitando depreciações competitivas. Em termos gerais, a Instituição fora incumbida de três funções principais dentro do arranjo econômico internacional. A primeira função era de caráter regulatório, através da gestão e supervisão das regras sobre valores monetários e conversibilidade. A segunda era financeira, visto que deveria garantir liquidez suplementar aos países em desequilíbrios. A terceira função era consultiva, no sentido de manter fóruns de cooperação e discussão multilateral (COHEN, 2002).

Mais especificamente, a fim de analisar os principais tópicos acordados em relação à criação e funcionamento do FMI, analisa-se brevemente o conteúdo dos artigos acordados de caráter mais relevante em termos de propósito, obrigações e administração da Instituição⁵. Em termos de *propósito*, fica estabelecida no Artigo I a sua função de facilitar a expansão e crescimento equilibrado do comércio internacional, de contribuir para o aumento e manutenção dos níveis de emprego e renda real, de promover a estabilidade cambial e de evitar depreciações competitivas. Ademais, o Fundo teria a função de prover recursos aos países-membros em situação de desequilíbrio econômico e financeiro e deveria esforçar-se em diminuir a duração e intensidade das crises internacionais. Por sua vez, a comunidade internacional buscava promover a cooperação através de uma instituição permanente, com mecanismos de consulta e colaboração acerca de problemas monetários e financeiros globais, promovendo relações de confiança entre os membros.

O Artigo II do acordo trata dos membros do FMI e o Artigo III das quotas e subscrições: todos os membros deveriam cumprir com uma quota (especificada no Artigo XX), a qual corresponde a sua subscrição, parte em ouro e parte na sua própria moeda. Como se sabe, a principal fonte de recursos para financiar o FMI são as contribuições financeiras dos países membros, as quais se traduzem em cotas. As cotas, por sua vez, refletem no peso do voto de cada país dentro das decisões do FMI. Portanto, se uma economia possui um

⁵ Uma visão geral do conteúdo dos acordos pode ser verificada através do índice do documento final (Anexo A).

grande poder de voto, também tem maior influência política no quadro da governança da Instituição (ALVES, 2012). Desde o princípio do acordo, os EUA são o país que compõe a maior cota e, portanto, têm maior peso em termos de votação dentro do FMI. Disso decorre que o país também possui maior influência política e poder decisório dentro do Fundo, a despeito dos demais membros, resultando, assim, em um sistema que diminui o poder decisório dos países mais pobres e fortalece os interesses dos EUA (LEECH; LEECH, 2012).

Quanto às obrigações dos países-membros, em termos gerais, faz-se observar regras de boa conduta em termos monetários e promoção de estabilidade das taxas de câmbio. Especificamente, o artigo IV indica que, a fim de estabelecer um sistema cambial sólido e estável, é necessário que os membros direcionem suas políticas econômicas e financeiras para o crescimento econômico ordenado, com estabilidade de preços, bem como consolidem sistemas monetários que não produzam turbulências financeiras e não manipulem suas taxas de câmbio com intuito de ganhar vantagens competitivas injustas frente aos demais membros. Ainda, estabelece que o valor nominal das moedas dos membros do Fundo deve ser determinado em ouro ou em dólar, e institui uma margem acima e abaixo desse valor para as transações em ouro dos países-membros, seja de compra ou de venda. Tal paridade passa a ser ajustável somente frente a um desequilíbrio fundamental, com a anuência do FMI, sendo o ajuste não superior a 10,0% do valor inicial. Caso uma mudança na paridade acontecesse sem o aceite do FMI, o país-membro em questão não poderia utilizar dos recursos da Instituição, a menos que determinado ao contrário (HORSEFIELD, 1969b).

O Artigo V expõe que as negociações com o Fundo devem ser feitas por meio de Tesouro Nacional, Bancos Centrais e fundos de estabilização ou similares. Além disso, esse artigo estabelece condições para transacionar junto ao Fundo, tais como:

- a) o país que desejasse obter fundos em outra moeda deveria provar a necessidade de transacionar dessa forma e tal moeda não poderia ser escassa na conta do Fundo;
- b) um país poderia fazer retiradas equivalentes a 25% de sua quota por ano, com limite de saque de 200% de sua quota; e
- c) quanto às taxas, a compra de uma moeda de outro membro do Fundo, em troca de sua própria moeda, implicaria uma taxa base de $\frac{3}{4}$ da paridade de preços. Somado a isso, haveria taxação para transações em ouro e para manter no Fundo valores maiores do que sua respectiva quota (HORSEFIELD, 1969a).

O artigo VI debate o controle de capitais, e indica que controle de transferências de capital são necessários para regular o movimento internacional de capitais, porém os membros não devem exercer esse controle de forma a restringir ou atrasar pagamentos em conta

corrente. O Artigo VIII estabelece as *obrigações* gerais dos países membros. Dentre elas está a conversibilidade monetária, a proibição aos países-membros de impor restrições a pagamentos e a transferências de transações correntes internacionais⁶, exceto sob aprovação prévia do FMI, e o fornecimento, por parte dos membros, de dados estatísticos e outras informações necessárias para a operação da instituição (HORSEFIELD, 1969b).

Quanto à sua *estrutura e administração*, de acordo com os Artigos XII e XIII, as decisões do FMI seriam tomadas através de votações, as quais os países-membros com maiores quotas teriam maior peso. Além disso, as decisões cotidianas seriam feitas por um Conselho de Diretores Executivos em sessão permanente, em uma tentativa de prezar pela agilidade nas resoluções. Por meio do Artigo XVII, ficara estabelecido espaço para interpretação dos artigos propostos, a ser feito pelo próprio FMI, na expectativa de que isso garantisse alguma elasticidade na resolução de problemas futuros. Ainda, o Artigo XIV trata do período de transição entre a celebração do acordo e o próprio funcionamento da Instituição (exemplo disso é a instrução aos países para eliminar restrições monetárias ao comércio no prazo de cinco anos a partir do início das operações do FMI). A seção 4 do Artigo XX trata das determinações iniciais dos valores nominais das moedas dos países membros. Quando o Fundo previsse sua entrada em operação, os Bancos Centrais teriam 30 dias para comunicar o valor nominal de suas moedas, as quais teriam por base a paridade referente a 60 dias anteriores à entrada em vigor do acordo, com exceção aos países ocupados durante a Guerra, cujo prazo e valores a serem estabelecidos seriam mais flexível (HORSEFIELD, 1969a e 1969b).

Por fim, o acordo estabelece que o FMI poderia indicar seus membros como não elegíveis a transações, sob circunstâncias expressas em alguns artigos, conforme mostra o quadro abaixo:

⁶ Embora tais restrições pudessem ser mantidas pelos países que foram ocupados na Segunda Guerra Mundial, quando fosse necessário (HORSEFIELD, 1969b).

Quadro 1 - Situações de não elegibilidade de países-membros

Artigo IV	Caso um membro mudar a paridade de sua moeda mesmo frente a objeções do Fundo, ele poderá ficar inelegível para transacionar com a instituição.
Artigo V	Quando o FMI estabelecer que algum de seus membros estiver usando seus recursos de maneira contrária a suas diretrizes, esse enviará àquele um relatório apresentando seu ponto de vista e estabelecendo tempo para resposta aos problemas. Caso o retorno não acontecer ou não for satisfatório, o Fundo pode limitar o acesso a suas transações ao membro, ou mesmo o negá-lo.
Artigo VI	O FMI solicitará aos seus membros que exerçam controles apropriados de capital e de recursos do Fundo. Se o país não proceder conforme comunicado, pode ser declarado inelegível.
Artigo XV	O membro poderá se tornar inelegível e retirado compulsoriamente do acordo caso não cumpra as obrigações estabelecidas no documento.

Fonte: elaboração própria com base em Horsefield (1969b).

2.3 O FMI NA PRÁTICA

Os resultados práticos do acordo de Bretton Woods são discutidos conforme segue.

2.3.1 Problemas Iniciais

Três aspectos caracterizam o Sistema Bretton Woods, e o diferenciam do antigo padrão ouro. Primeiramente, o Sistema passa a ser de câmbio fixo, porém ajustável frente a desequilíbrios externos fundamentais, para possibilitar a eliminação de déficits no balanço de pagamentos em situações especiais⁷. Segundo, o Sistema exigia controle de capitais para limitar os fluxos internacionais, a fim de evitar que capitais voláteis desestabilizassem as taxas de câmbio. Por fim, foi criado o FMI, instituição que tinha a prerrogativa de monitorar as políticas econômicas dos países membros, e de oferecer alternativas para equilibrar o balanço de pagamentos de países em situação de risco ou afetados negativamente por políticas danosas de outros países-membros. Esses três pontos eram idealmente complementares, visto que taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis, só eram possíveis frente a controles de capital que defendiam as moedas contra fluxos desestabilizadores, e os recursos do FMI seriam uma

⁷ A caracterização de tais *desequilíbrios fundamentais* nunca foi determinada pelos países-membros (COHEN, 2002).

ferramenta na manutenção desse equilíbrio, bem como seu monitoramento deveria desencorajar mudanças unilaterais de paridades e controles. Entretanto, na prática, o arranjo não se concretizou como tal, pois ajustes de paridade raramente foram feitos e os recursos do FMI se mostraram muito menores do que o necessário para financiar desequilíbrios de balanço de pagamentos do pós-Segunda Guerra (EICHENGREEN, 1996).

Alguns agravamentos em relação ao papel do FMI surgiram desde sua constituição. Um desses problemas foi certa sobreposição de políticas em função do Plano Marshall, plano de auxílio econômico dos Estados Unidos aos países da Europa a fim de financiar a reconstrução do pós-guerra, em vigor de 1948 a 1951. Embora o Artigo XIV dos acordos do FMI, que trata do período de transição, instrui que o FMI não pretendia lidar com os problemas de reconstrução e endividamento consequentes da Guerra, é interessante observar que os EUA emprestaram cerca de US\$ 13,0 bilhões para alguns países europeus, quantia superior aos direitos de saque estabelecidos para tais países e maior do que a obrigação dos EUA para com o FMI. Outra problemática dizia respeito à Europa Ocidental, a qual manteve as barreiras comerciais que estavam vigentes durante a Guerra, defendendo uma taxa de câmbio valorizada, e aos países da América Latina, que adotaram diferentes taxas de câmbio para fomentar seus processos de industrialização, na contramão das diretrizes acordadas em Bretton Woods. Um terceiro exemplo trata a desvalorização da libra esterlina em 1949, frente a uma severa crise atrelada à fuga de ouro e de dólares: esse evento mostra como o Artigo IV do acordo, que indicava a desvalorização controlada e agendada de uma determinada moeda, era insuficiente. Isso levanta a questão sobre o porquê de os países relutarem tanto em desvalorizar suas moedas em respostas a desequilíbrios externos, sendo que a resposta está na exigência do FMI em autorizar a desvalorização de antemão, desencorajando os países a adotarem essa prática, visto que suas intenções poderiam vazar para o mercado. Além disso, recorrer à desvalorização também poderia ser visto como admitir um grande fracasso na condução da sua política monetária (EICHENGREEN, 1996).

Outro problema enfrentado pelo FMI ao longo do arranjo acordado em Bretton Woods reside no papel do dólar dentro do Sistema. Cohen (2002) divide o Sistema Bretton Woods em duas fases. A primeira é o da *escassez de dólares*, que vai de 1944 ao fim da década de 1950, e representa o período de reconstrução do pós-Segunda Guerra Mundial, quando somente os EUA poderiam garantir alguma estabilidade monetária e auxiliar governos ao provisionar dólares, em um cenário que chama de *desequilíbrio benéfico*. Nesse contexto, a restauração da conversibilidade das contas correntes dos países europeus, que aconteceu em 31 de dezembro de 1958, de acordo com o Artigo VIII do acordo, foi possível em função da

expansão de reservas norte-americanas para o resto do mundo. Ou seja, o Sistema passa a ser dependente de dólares para atender as necessidades de liquidez e de conversibilidade. O segundo momento representa a fase da *abundância de dólares*, que vai do final da década de 1950 até o rompimento do acordo, em 1971. Aqui, os déficits persistentes dos EUA alteraram a dinâmica do acordo, e o excesso de dólares passa a ser a preocupação fundamental, visto seu potencial desestabilizador.

Isso porque o excesso de demanda por reservas em dólar tornara o Sistema dinamicamente instável, visto que quanto maiores as reservas internacionais nessa moeda, maiores as dúvidas sobre a sua conversibilidade em ouro. Portanto, para impedir movimentos especulativos relacionados ao dólar, o déficit norte-americano teria que cessar, mas isso resultaria em um problema de liquidez dentro do Sistema. Tal dinâmica ficou conhecida como Dilema Triffin, e esse problema resulta na criação, em 1968, de uma emenda aos artigos do acordo que estabelece a criação dos Direitos Especiais de Saque (DES), o que viria a prover o Sistema com uma fonte de liquidez alternativa atrelado ao déficit externo americano. Por essa emenda, ficou decidido que alocações dos DES seriam feitas em proporção às quotas dos países-membros, pelo período de cinco anos, sob intervalos anuais. Os países poderiam usar desse recurso de forma incondicional, sempre que houvesse um desequilíbrio do balanço de pagamentos ou de suas reservas. Essa operação, por sua vez, seria conduzida através da conta de saques especiais, enquanto as operações correntes do FMI se dariam através da sua conta geral. Contudo, é relevante apontar que, em termos gerais, o relatório anual de 1968 também traz outras mudanças nas regras e práticas do FMI, ficando conhecido como a reforma do FMI (HORSEFIELD, 1969a), e que o efeito dessa reforma foi tão prejudicial ao Sistema quanto os problemas iniciais (COHEN, 2002).

2.3.2 A questão da libra esterlina e do dólar: o fim de Bretton Woods

Dentro do SFI em questão, o dólar e a libra esterlina configuravam as duas principais moedas a serem defendidas de possíveis desvalorizações, sendo a sua conversibilidade fundamental para as transações financeiras entre os países. Quanto à libra esterlina, essa manteve-se como a segunda mais importante forma de reserva monetária internacional; mais especificamente, era a principal fonte de reserva dos países da *Commonwealth*. Somado a isso, os EUA consideravam a moeda inglesa como a principal linha de defesa do dólar e, portanto, desvalorizar a libra significaria abalar a confiança de todo um arcabouço de reservas instituído até então. Porém, a partir dos anos 1960, a Inglaterra passa a incorrer em

substanciais déficits comerciais, e as pressões para a desvalorização aumentam, mas ambos os governos Conservador e Trabalhista preferiram não enfrentar as consequências inflacionárias da já necessária desvalorização. Nesse cenário, a crise econômica é afastada frente a uma combinação de medidas como um maior controle do movimento de capitais, um empréstimo disponível de U\$ 1bilhão junto ao FMI e uma linha de crédito adicional de U\$ 3 bilhões junto a outros países.

Tais medidas foram importantes na tentativa de manter a paridade da libra esterlina, porém não suficientes. Em 1957, a crise no Canal de Suez e o questionamento do governo francês sobre a estabilidade da moeda inglesa resultam em uma fuga de capitais e um novo apelo ao FMI. Todavia, o governo britânico relutava em aceitar as condições impostas (medidas deflacionárias) pelo Fundo na concessão desses empréstimos, e, assim sendo, sob fortes pressões, a libra foi desvalorizada. Se nos artigos do acordo ficava a indicação de que o FMI deveria ser avisado com antecedência, essa antecedência em comunicar a desvalorização da libra foi de uma hora, refletindo a velocidade na evolução dos acontecimentos e a já forte liberalização dos mercados de capitais na época (EICHENGREEN, 1996).

Quanto ao dólar, as pressões para desvalorização são consequentes do crescente déficit externo americano, movimento que está no âmago do Sistema. Antes de 1965, os EUA tratam de tomar medidas que de fato diminuiriam tal déficit, como o estabelecimento de um maior controle do fluxo de capitais, o aumento das taxas de importação e a expansão do crédito para exportações. As tentativas de defender o dólar também foram mais pontuais do que sistêmicas e encontraram apoio nos demais países, pois aquela era a moeda central do arranjo internacional. Entretanto, é importante ressaltar que essa iniciativa de apoio internacional não encontrava respaldo no FMI, o qual se envolveu de forma tímida na problemática de desvalorização do dólar (EICHENGREEN, 1996).

Após 1965 a capacidade dos EUA de estabilizar o Sistema diminuiu em função de sua escolha em priorizar o equilíbrio doméstico e do seu envolvimento na guerra do Vietnã. Com a economia norte-americana superaquecida e passando por um processo inflacionário, o déficit voltou a aumentar e a problemática dos desequilíbrios externos passou a um segundo plano. Os demais países do Sistema, precisando manter as taxas nominais fixas, incorreram em criar grandes reservas de dólares, implicando em uma expansão monetária global que desencadeou processos inflacionários e expôs os problemas do Sistema, ou seja, o sistema de taxas fixas não era capaz de controlar a questão dos desequilíbrios e a confiança no arranjo vigente diminuía consideravelmente (COHEN, 2002). Em 1971, houve grandes fluxos de dólar para o marco alemão, e a Alemanha decide não intervir por temer um processo

inflacionário, permitindo o marco flutuar para níveis mais elevados. O mesmo caminho tomaram a Holanda, França e Inglaterra, que planejavam converter dólares em ouro. Dentro desse cenário, em agosto de 1971, o Presidente dos EUA, Richard Nixon (1969-1974) suspende o compromisso de conversibilidade do dólar, até então estabelecido em US\$35/onça de ouro.

Percebe-se que essas decisões não foram tomadas mediante consulta com o FMI, mas, sim, foram informadas como um fato consumado. Um novo acordo foi negociado pelos países industrializados em dezembro de 1971, na Conferência Smithsonian, em Washington, limitando a desvalorização do dólar a 8,0% e alargando as bandas de flutuação cambial; mas esse compromisso não foi suficiente para sanar as dificuldades do Sistema, visto que nada de substancial havia mudado (EICHENGREEN, 1996). Assim, em 1973, após intensas ondas especulativas, as moedas de todos os países industrializados passaram a flutuar de forma independente. Dessa forma, os dois elementos centrais do acordo – sistema de taxas fixas, porém variáveis, e o sistema baseado ouro – deixaram de ser praticados, e o Sistema Bretton Woods chega ao fim (COHEN, 2002).

2.4 O CENÁRIO PÓS BRETTON WOODS

A desorganização progressiva do Sistema Bretton Woods a partir dos anos 1960 abre espaço para a intensificação de movimentos de internacionalização financeira e contribui para o surgimento de operações de crédito que estavam além do controle dos bancos centrais e das instituições multilaterais como o FMI. O crescente déficit do balanço de pagamentos americano inundou o mercado de dólares, os quais excediam a demanda dos agentes econômicos e autoridades monetárias estrangeiras. Nesse cenário, os bancos comerciais começam a ter papel cada vez mais proeminente nas negociações de empréstimos e das dívidas internacionais, dentro de um circuito financeiro globalizado, que estaria à margem de regulamentação e de supervisão, o que possibilitava uma grande expansão de crédito não só para governos, mas também para bancos e empresas, por meio de criação endógena de liquidez e de prêmios de risco. Essa superexpansão do crédito alimentava principalmente o endividamento da periferia, que aceitava qualquer taxa de juros para rolagem e ampliação de suas dívidas (BELLUZZO, 1999).

Assim, a partir dos anos 1970, a engenharia financeira, somada ao aparecimento de novas tecnologias, contribuiu para a eliminação de intermediários financeiros. Concomitantemente, os controles característicos do SFI foram sendo gradualmente

eliminados pelos próprios agentes do sistema, legisladores e órgão reguladores. Barreiras geográficas e de produtos também foram eliminadas, e os grandes bancos passaram a oferecer não só crédito bancários, mas fundos de investimentos, gestão de ativos, além de negociar no mercado internacional em moeda estrangeira, emitir títulos e ações, e realizar operações de fusões e aquisição no mercado de capitais (BRAGA; CINTRA, 2004).

A centralidade do papel do dólar como moeda-reserva no SFI foi fortemente defendida pelo governo estadunidense nessa década. Primeiro por meio da desvinculação com o ouro em 1971, depois com a introdução de taxas flutuantes em 1973 e, em 1979, através de uma elevação sem precedentes das taxas de juros, o que deflagrou uma crise de liquidez para os países devedores (BELLUZO, 1999). Em 1979, o *Federal Reserve* americano (*Fed*) inicia de fato uma estratégia de recuperação do papel do dólar por meio da “diplomacia do dólar forte”, ou seja, estabelece um significativo diferencial de juros a favor dos ativos em dólar, o que levaria à sua apreciação, somado a uma política monetária restritiva e a uma política orçamentária expansionista, baseada na venda de títulos do Tesouro e na garantia aos investidores de que esses desfrutariam de taxas de juros reais positivas em um ambiente de mobilidade de capitais. Além disso, a dívida interna americana passou a servir de lastro ao mercado monetário e financeiro, e transformou-se em dívida externa através da absorção da dívida por investidores estrangeiros a partir da elevação dos juros e da valorização do dólar na primeira metade dos anos 1980 (BRAGA; CINTRA, 2004).

Esses aspectos resultam em um segundo momento do processo de globalização financeira, caracterizado como “a grande fuga para a frente”, que é marcado por crescente internacionalização, desregulamentação e securitização. Nesse andamento, o predomínio do sistema de crédito bancário é substituído pela supremacia dos mercados de capitais, que usavam o discurso dos “mercados eficientes”⁸, exaltando vantagens como melhor circulação da informação, redução dos custos de transação e da distribuição mais racional do risco (BELLUZO, 1999). Nesse processo, as empresas passaram a usar ativos financeiros para efetivar uma ampliação de riqueza financeira, e não apenas para acumular reserva de capital. O preço desses ativos subia a taxas aceleradas, dando aos gestores uma percepção de enriquecimento rápido. Não só empresas, mas também bancos e pessoas físicas passam a

⁸ A escola econômica convencional analisa o funcionamento dos mercados a partir da hipótese dos mercados eficientes, a qual sustenta que os preços refletem toda a informação disponível para os agentes econômicos. A essa teoria soma-se a hipótese de expectativas racionais, que pressupõe que os agentes econômicos usam as informações disponíveis da melhor forma em suas previsões de preços futuros. Nesse sentido, os mercados sinalizariam informações suficientes para a previsão de eventos futuros, o que permitiria que os agentes econômicos formassem suas expectativas de forma racional. Um contraponto crítico a tais hipóteses pode ser encontrado em Davidson (2002, cap. 11) e De Paula (2006).

determinar suas decisões de gastos, investimento e poupança a partir da expectativa de enriquecimento financeiro. Sendo assim, nesse período, sob a forma financeira, a simples apropriação da riqueza está acima da sua criação e ampliação por meio da produção. No âmbito internacional, as finanças globalizadas ampliaram as assimetrias entre os países e o grau de subordinação das nações periféricas em relação ao centro financeiro.

A securitização das dívidas tem papel relevante na nova dinâmica financeira global:

[...] de um lado, os credores líquidos procuram evitar os passivos bancários, e de outro lado, os devedores buscam os mercados de capitais como alternativa mais barata de endividamento e capitalização. **Como resultado, os bancos transformam ativos não-negociáveis em títulos negociáveis no mercado** (BRAGA; CINTRA, 2004, p.11, grifo nosso).

Exemplo disso é o mercado de hipotecas imobiliárias, em que os empréstimos para compra de residências são repassados a investidores, que os compram por meio de títulos de rentabilidade fixa, cujo colateral é o próprio imóvel. Esse processo de securitização, associado a mecanismos de proteção e transferência de riscos contra variações de preços dos ativos começa a determinar a dinâmica dos mercados financeiros (BRAGA; CINTRA, 2004).

Essa segunda onda da globalização financeira também se caracterizou por uma migração de capitais dos mercados japonês e europeu, cujas economias estão em crise e as perspectivas de retorno eram, portanto, menores, para mercado emergentes, com melhores taxas de retorno.

Os dados do BIS e do FMI mostram claramente que, no início dos anos 90, particularmente a partir de 1992, há um forte incremento dos fluxos de capitais — investimento direto, aplicações de porta-fólio, empréstimos bancários, aquisição de bônus, financiamentos comerciais e compras de ativos — para os mercados de maior risco, inclusive para aqueles que ainda sofriam as sequelas da crise da dívida dos anos 80 (BELUZZO, 1999, p. 108,109).

Nos anos 1990, o arranjo do mercado financeiro internacional se transforma profundamente, o que implica grande negociabilidade entre os países por meio de transações secundárias, em grande escala e frequência, de forma líquida e com mobilidade de capitais, por meio de fácil entrada e saída de ativos dos diferentes segmentos de mercado, em um cenário de alta volatilidade dos preços dos ativos, os quais são fortemente influenciados pelas mudanças de avaliação dos agentes de classificação de risco. Como resultado, o contexto do final dessa década é de desequilíbrio do fluxo de rendimentos e aumento de riscos no deslocamento de riqueza de uma moeda para outra. Ademais, as antecipações quanto aos movimentos dos diferenciais de juros e seus efeitos sobre alterações nas taxas de câmbio

podem provocar mudanças nos preços dos ativos, o que, por outro lado, pode afetar a taxas de câmbio e as relações entre taxas de juros nas diferentes moedas. Portanto, nota-se que, nesse cenário, as taxas de câmbio e de juros ficam mais suscetíveis a mudanças de expectativas dos investidores, dentro de um contexto de rápida mobilidade de capitais e provimento de liquidez efetuada a partir do mercado (BELLUZZO, 1999).

2.5 O FMI, AS CRISES CAMBIAIS E AS CONDICIONALIDADES

Esse processo de globalização, caracterizado pela liberalização financeira e pelo aumento dos fluxos de capitais internacionais, alterou a dinâmica da economia mundial e resultou em problemas monetários e cambiais, como mostram a crise do peso mexicano em 1994/95, a crise do Leste Asiático em 1997, a crise na Rússia de 1998 e, ainda, a crise no Brasil em 1998/99. Isso porque a mobilidade internacional de capitais, a volatilidade das taxas de câmbio e de juros, a desregulamentação dos mercados financeiros e as inovações financeiras limitam ações de política monetária e resultam em crise de balanço de pagamentos e em ataques especulativos às moedas nacionais (ALVES JR.; FERRARI FILHO; DE PAULA, 2000).

No contexto das crises monetárias e cambiais que vem com a liberalização financeira, nota-se que o FMI não foi capaz de monitorá-las e solucioná-las de forma definitiva. Em geral, as operações de socorro financeiro aos países ocorrem depois que as crises se tornam severas, com intuito de restaurar a confiança dos investidores, e são assimétricas e recessivas, visto que “os custos do ajuste recaem tão somente sobre o país que tem déficit externo” (ALVES JR.; FERRARI FILHO; DE PAULA, 2000, p. 100). Nesse momento, o FMI passa a abandonar seu ar de neutralidade na definição das políticas econômicas nacionais e passa a ter uma postura ativa e intervencionista pela imposição de mais e maiores condicionalidades atreladas a seu auxílio financeiro, que modificam a estrutura institucional dos países, de modo a eliminar a discricionariedade da política econômica, direcionando as economias à liberalização financeira e comercial e a políticas pró-mercado (BUENO, 2006). Nota-se que, nesse cenário, o Fundo abandona a determinação do Artigo VI, que indica que é necessário controle de transferências de capital para regular o movimento internacional de capitais.

Nesse contexto, o Fundo, que antes socorria principalmente países centrais em dificuldades, passa agora a atender desequilíbrios nos países periféricos, estendendo suas condicionalidades a esses (POLACK, 1991). Essas condicionalidades remontam a 1948, quando o Fundo passou a anexar condições a seus pacotes de empréstimos, e consolidam-se

em 1956 por meio do acesso por etapa aos recursos do Fundo, isto é, o acesso aos recursos da próxima etapa estava sujeito à liberação mediante cumprimento das cláusulas acordadas. Em 1986, a criação das modalidades de empréstimos Structural Adjustment Facility (SAF) e Enhanced Structural Adjustment Facility (ESAF) introduzem os parâmetros estruturais que serão largamente usados nos países em desenvolvimento a partir da década de 1990 para redirecionar políticas macroeconômicas e estruturais no sentido da austeridade, a fim de garantir a confiança dos agentes privados. Mais especificamente, esses determinavam políticas monetárias de juros altos, capazes de compensar investidores pela sua percepção de risco, aliadas a políticas fiscais contracionistas, e interferia na definição da ordem jurídica e institucional dos países sob planos de ajuste, por meio de condicionalidades estruturais. Esses internalizam os parâmetros dos acordos de forma duradoura no tempo, mediante alterações em leis e instituições, reduzindo a discricionariedade da política econômica e respondendo aos anseios dos fluxos de capitais privados. Portanto, as condicionalidades revelam uma intenção de disciplinar o comportamento dos países devedores (BUENO, 2006; FEDERICO, 2001a; BIRD; WILLET, 2004; POLACK, 1991).

Em um primeiro plano, três aspectos apontam para os benefícios da política de condicionalidades. O primeiro trata da melhoria da *eficácia* quanto às práticas estatísticas dos países em função da adesão dos membros a padrões internacionais de informação, o que acarretaria dados confiáveis para o monitoramento e escolha das políticas econômicas (IMF, 2002). O segundo seria o combate ao *risco moral* por meio da aceitação *ex-ante* de políticas na forma de condicionamento, sinalizando o compromisso com as reformas acordadas e constituindo proteção ao credor, por limitar ações do país devedor que possam reduzir a probabilidade de pagamento, e à sociedade dos países sob o plano de ajuste, por ser uma suposta proteção contra governos que se beneficiem do protelamento na resolução dos problemas que levaram o país à ajuda do FMI. O último trata do conceito de *ownership*, ou seja, da adoção, por um país, de políticas impostas pelo FMI como se fossem suas, com base no pressuposto de que os países são mais comprometidos com aquilo que é percebido como sendo próprio (CORDELLA; DELL'ARICCIA, 2002).

Bueno (2006) faz uma revisão da literatura que traz o contraponto crítico a tal modo de ver as condicionalidades. O primeiro conjunto critica a questão em torno da *eficácia* das políticas condicionantes dos planos de ajuste do FMI, enfatizando que a imposição de condicionalidades em meio a uma crise externa pode, na verdade, diminuir a credibilidade do governo frente ao mercado privado, com o Fundo propondo programas irrealistas e as autoridades dos países aceitando-as, mesmo sabendo da impossibilidade de sua

implementação, apenas para acessar os recursos financeiros. Ainda, enfatiza-se que os programas do FMI são pensados e implementados em ambientes nos quais as probabilidades associadas aos resultados não são conhecidas com certeza e que mais condicionalidades podem aumentar a probabilidade do país não ser capaz de cumpri-las (BUENO, 2006). Ou seja, uma grande quantidade de condicionalidades pode resultar em perda de transparência, aumento da incerteza de cumprimento dos acordos e diminuição do incentivo de comprometimento ao programa pelas autoridades locais (BUIRA, 2003).

Um segundo grupo de críticas trata da questão do *risco moral*, apontando o fato de as condicionalidades não serem desenhadas a fim de serem simples e transparentes: enquanto elas forem complexas e não informarem com clareza o que acontecerá com os recursos caso as prerrogativas não forem cumpridas, não haverá diminuição do risco moral. Por fim, discute-se a questão de *ownership*. Aqui a crítica aponta que a adoção, por um país, de políticas impostas pelo FMI como se fossem suas não leva em conta a multiplicidade de atores e interesses nacionais, colocando em risco a soberania dos países sujeitos às condicionalidades dos programas. Por meio dessas, os países com maior peso no FMI podem impor seus próprios interesses ao dar as diretrizes de política econômica para países que necessitam de socorro financeiro. Por conseguinte, a atitude de *ownership* internalizaria nesses países questões divergentes e contraditórias a seu próprio plano político, colocando em risco sua soberania e sua capacidade de autodeterminação, e impediria a participação do conjunto da sociedade no processo decisório, visto que as determinações referentes ao plano de ajuste precisam ser tomadas de forma rápida e definitiva (BUENO 2006).

É possível visualizar um exemplo desse modelo de condicionalidades nos desdobramentos da crise cambial no México, em 1994, caracterizada como a primeira grande crise financeira dos mercados globalizados (BOUGHTON, 2002). O cenário que antecede essa crise mostra que o processo de abertura financeira e liberalização econômica no México aconteceu de forma rápida e estava inserido em um contexto amplo de reforma do sistema financeiro doméstico, o qual se iniciou no final da década de 1980 (GRIFFITH-JONES, 1996; DE FREITAS; PRATES, 1998). Sob o governo Salinas (1988-1994), o México passou por um programa de reformas estruturais que envolvia restauração da disciplina fiscal e monetária, liberalização comercial, privatizações e desregulamentação. Concomitantemente, o governo mexicano dá início a um programa de estabilização baseado em taxa de câmbio fixa, porém ajustável em estreitas bandas de variação (CALVO; MENDOZA, 1996). Nesse contexto, o relatório anual do FMI de 1994, que discorre sobre o México do ano de 1993, anterior à crise, propunha que tais medidas liberalizantes deveriam ser consolidadas por meio

de reformas estruturais que abrissem a economia mexicana, da remoção formal das restrições ao investimento estrangeiro e da aprovação de leis que garantissem autonomia ao Banco Central. Ademais, o Fundo indicava a importância de se reduzir a inflação e conter o aumento de salários como formas de garantir competitividade externa e flexibilização do mercado de trabalho (IMF, 1994).

Dentre os fatores que desencadearam a crise, nota-se a magnitude do déficit em conta corrente mexicano, que chegava a quase 8% do PIB em 1993 e 1994, e o financiamento desse déficit a partir da entrada de capitais de curto prazo no país. Ademais, o compromisso das autoridades em manter um câmbio relativamente fixo em termos nominais (tendo em vista a diminuição da inflação de forma rápida) foi estremecido por uma desvalorização cambial do *peso* em dezembro de 1994, nos primeiros dias da presidência de Ernesto Zedillo (1994-2000) (GRIFFITH-JONES, 1996). A expectativa era de que uma desvalorização poderia realinhar a taxa de câmbio real e diminuir o déficit em conta corrente; contudo, sucedeu-se um cenário de corrida contra os Tesobonos (títulos de curto prazo do governo mexicano denominados em dólar) e fuga de capital (CALVO; MENDOZA, 1996). Houve, portanto, uma mudança na posição dos investidores, que não mais manteriam em seu portfólio ativos mexicanos, desencadeando uma mudança na avaliação de mercado sobre os problemas relacionados à economia mexicana, que, por sua vez, levam a uma crise financeira (BOUGHTON, 2000). A fim de evitar essa fuga de capitais, o banco central mexicano decide aumentar a taxa de juros, o que prejudicou o crescimento econômico. Sem conseguir comprar dólares, nem emitir dívida, o México não cumpre com suas obrigações frente a sua dívida e permite o peso flutuar, ao que se seguiu um movimento de forte depreciação. Por conseguinte, o México enfrentou como resultado recessão econômica e aumento do desemprego (GRIFFITH-JONES, 1996). Para Calvo e Mendoza (1996), esse fenômeno caracterizou uma nova era para as crises cambiais, a era dos mercados globalizados, que induz o comportamento de massa (*herd-behavior*)⁹.

O FMI respondeu a tal crise a partir de um auxílio financeiro total de 12,1 bilhões em DES (equivalente a aproximadamente US\$18bi): a maior quantia estendida a um país-membro até então (IMF, 1995). A estrutura desse aporte, em termos de valores, de objetivos, de contrapartidas e de resultados esperados, encontra-se no quadro abaixo:

⁹ “[...] uma vez que os especuladores atribuem importância à liquidez e formam suas expectativas levando em conta as expectativas dos outros agentes com relação ao futuro, uma elevação conjunta na preferência pela liquidez, que é sempre uma possibilidade em uma economia em que o estado de expectativas é uma variável exógena, será transferida aos mercados financeiros através de ordens de venda, que podem ocasionar uma grande queda nos preços dos ativos.” (ALVES JR.; FERRARI FILHO; DE PAULA, 2000, p. 94).

Quadro 2 - Pacote de socorro do FMI ao México/1995

Aporte Financeiro	<ul style="list-style-type: none"> - Apoio financeiro aprovado em 1 de fevereiro de 1995. - Quantia inicial: DES 5.289.900,00. - Quantia total: DES 12.070.200,00.
Objetivos do Programa	<ul style="list-style-type: none"> - Mitigar os problemas de liquidez causados pelo vencimento das obrigações de curto prazo, o que reverteria o processo de depreciação cambial. - Reduzir o déficit em conta corrente para 0,9% do PIB em 1995. - Diminuir a taxa de inflação anual em aproximadamente 20% no ano de 1995.
Condicionalidades	<ul style="list-style-type: none"> - O governo deveria fortalecer as bases para a recuperação e reduzir inflação. - As autoridades deveriam se comprometer a manter uma política financeira austera em 1996. - O governo deveria represar salários, preços e créditos, o que ajudaria a estabilizar os mercados financeiros e externo. - A política monetária deveria limitar o crescimento de títulos domésticos do Banco do México e reduzir a taxa de expansão do crédito por bancos de desenvolvimento. - As autoridades se comprometeriam a evitar medidas que limitassem a conversibilidade. - Deveriam ser implementadas reformas estruturais com base em privatizações e em infraestrutura básica.
Resultados esperados	<ul style="list-style-type: none"> - Restauração da confiança no peso. - Recuperação da taxa de câmbio.

Fonte: elaboração própria com base em IMF Annual Report (1995).

Sendo assim, por um lado, pode-se enfatizar a rapidez com que o Fundo se propôs a lidar com o problema. Nota-se que um desequilíbrio comum de balanço de pagamentos tomava, em média, de 4 a 6 meses de trabalho do Fundo desde o pedido inicial de auxílio até a aprovação final. Nesse caso típico, o acordo se dá para que o membro possa ter auxílio financeiro equivalente ao valor de sua quota, o que para o México equivaleria a um auxílio equivalente a US\$ 2,6 bilhões dentro de um ano. Contudo, o Fundo aprovou um acordo que comprometeu um valor de aproximadamente US\$ 18 bilhões em um ano, apenas quatro

semanas após a solicitação. Assim, o FMI teve papel importante em sustentar a conversibilidade do peso mexicano e evitou implicações sistêmicas ainda maiores (BOUGHTON, 2000). Ademais, a partir da crise no México, o FMI passa a dar ênfase ao desenvolvimento de metodologias de monitoramento que avaliassem o efeito contágio das crises em países industrializados e as interações entre os países em um ambiente econômico e financeiro cada vez mais integrado (IMF, 1995).

Por outro lado, observa-se que o desenvolvimento veloz do mercado de capitais nulificou um dos princípios chave por trás do acordo de criação do Fundo. O artigo VI trata de controlar o uso dos créditos do Fundo e garantir que fontes escassas estariam disponíveis para o propósito básico de financiar déficits em conta corrente. Logo, o artigo VI proibia o Fundo de financiar grandes e continuadas saídas de capitais, sugerindo àqueles que enfrentassem tal problema que impusessem controle de capitais para equilibrar o fluxo, permitindo ao Fundo negar recursos a países que não instituíssem controle de capitais apropriado. Esse artigo somente foi emendado em 1997, a fim de dar ao FMI permissão para promover livre fluxo de capitais. Assim, para as crises que surgiram nos anos 1990, o Fundo teve de fazer uso de sua “cláusula de circunstâncias especiais” para poder prover os países membros com grandes quantias de crédito (BOUGHTON, 2000).

Outras crises cambiais com atuação do FMI no final dos anos 1990 foram a crise no Leste Asiático (1997), a crise na Rússia (1998) e a crise no Brasil (1998/99). Quanto à crise no Leste Asiático, percebe-se que as economias asiáticas estavam inseridas, nos anos 1990, na dinâmica mundial de liberalização financeira e em um ciclo de expansão da liquidez internacional, o qual era acompanhado por um aumento dos investimentos de maior risco. Nesse escopo, a referida liberalização, bem como a falta de regulação adequada e a redução dos mecanismos de controle de movimento de capitais, contribuíram para a criação de um ambiente em que a entrada de recursos externos era direcionada a investimentos especulativos e duvidosos, dentro de um arranjo institucional inadequado. Dentro desse cenário, a crise foi precipitada por uma mudança na avaliação prospectiva dos credores quanto à solidez da moeda tailandesa (*bath*) e à solvência de sua economia. A desvalorização do *bath* tailandês acarretou pânico de investidores, o que contagiou as economias da região. As economias mais atingidas pela crise foram Malásia, Indonésia, Filipinas, Tailândia e Coreia do Sul, as quais, anteriormente, tinham recebido uma quantia significativa dos capitais destinados aos mercados emergentes e, com a crise, tiveram uma contração dos fluxos de capitais que representou, no conjunto, uma perda de reservas cambiais de 4% do seu PIB.

Para o FMI, o diagnóstico da crise envolvia fragilidade nos sistemas financeiros e nas corporações, desequilíbrios macroeconômicos, rigidez cambial e condições externas adversas. O pacote de auxílio proposto à Indonésia, à Coreia e à Tailândia envolveu o aporte de US\$ 35 bilhões do Fundo e US\$ 85 bilhões de fontes multilaterais e bilaterais, e, assim como na crise cambial mexicana, estava atrelado a uma série de condicionalidades que passavam por reformas estruturais nos sistemas financeiro e não financeiro, estabilização cambial e aperto fiscal e monetário. Outras medidas mais específicas como as vinculadas ao programa de reflorestamento, à eliminação de projetos na área de aviação e automobilística, à definição de novas regras para o sistema de liquidação de títulos na Tailândia, dentre outras, também eram parte do acordo. Fortes críticas foram tecidas ao programa de ajuste, visto que esse teria contribuído para o agravamento da crise na região, e questionamentos foram levantados quanto à dinâmica de desregulamentação dos mercados financeiros, visto que a crise no Leste Asiático, por meio de seu rápido efeito-contágio, afetou economias aparentemente sólidas (CUNHA, 1998; 1999; 2003; 2004).

No que diz respeito à crise na Rússia, a queda substancial do PIB nos anos 1990 tem a ver com a transição de uma economia centralizada e planejada para uma economia de mercado, feita de maneira apressada e marcada por privatizações, abertura comercial, liberalização de preços e da conta capital, somada a uma política de controle de preços baseada em ancoragem cambial e austeridade monetária (FERRARI FILHO; DE PAULA, 2006). Nessa mudança, o programa do governo russo almejava diminuir as taxas crescentes de oferta de moeda, com intuito de controlar a dinâmica inflacionária no país, além de procurar conter o déficit orçamentário. Com o câmbio sobrevalorizado desde a introdução do sistema de âncora cambial, em 1995, as exportações diminuía de ritmo e as importações continuavam a crescer, e, portanto os saldos da conta corrente diminuía rapidamente, tornando-se negativo na primeira metade de 1998. Frente a uma possível desvalorização da moeda (*rublo*), houve fuga de capitais, o que liquidou as reservas internacionais do país. Dada a necessidade de pagar os serviços da dívida e a fuga de capitais, o saldo negativo em conta corrente tornou-se desastroso, e manter a taxa de câmbio fixa, insustentável. Com a crise, o *rublo* desvalorizou cerca de 60% e a inflação subiu quase 50% em 2 meses no país (POPOV, 2001). Nesse sentido, o governo russo passa a adotar um sistema de taxa de câmbio flutuante e administrada (CENTRAL BANK OF THE RUSSIAN FEDERATION, 2013)

As autoridades russas solicitaram apoio ao FMI repetidas vezes durante a crise, mas esse veio tarde e de forma escassa, apenas na metade de 1998. Dos US\$ 20 bilhões acordados, a primeira parcela entregue foi de US\$ 4 bilhões, quantia insuficiente para repor as perdas e

para restaurar a confiança dos investidores. Além disso, o FMI e o Tesouro americano reiteravam a sua posição contra o controle de capitais – um arranjo no sentido de estabelecer um controle racional de capitais poderia ter auxiliado a Rússia nesse cenário. Assim, devido a um auxílio inadequado do Fundo e de outras fontes, as autoridades russas decidem declarar *default* da dívida doméstica de curto prazo e moratória de 90 dias do serviço da dívida externa de bancos privados e empresas (DESAI, 2000).

Quanto à crise no Brasil, essa é resultado da rápida liberalização econômica pela qual passou o país nos anos 1990, em um cenário de grande volume de entrada de capitais, de regulação ineficiente e de governo fraco, e é exemplo das dificuldades enfrentadas pelas autoridades para implementar políticas macroeconômicas em um contexto de liberalização da conta de capitais, frente a alta volatilidade dos fluxos financeiros, à informação assimétrica e ao alto grau de contágio das crises no México, no Leste Asiático e na Rússia (PALMA, 2012). Frente a tais crises, houve uma redução do ingresso de capitais no país e, por conseguinte, uma diminuição das reservas cambiais, ao que o governo reagiu conservadoramente, elevando a taxa de juros básica e implementando um pacote de contenção fiscal. Em 1998, tais medidas não foram mais suficientes para estimular o ingresso de capitais, e as reservas cambiais no Brasil reduziram-se significativamente (FERRARI FILHO, 2011). Nesse contexto, o país solicita apoio financeiro preventivo ao FMI em 1998, reajustado em 1999. Dentre as contrapartidas solicitadas estavam reformas estruturais que garantissem liberalização comercial e do fluxo de capitais, um amplo programa de privatizações, quebra de monopólios, desregulamentação de setores essenciais e fortalecimento do sistema bancário (BRAZIL, 1998; IMF, 1999b)¹⁰.

Portanto, o FMI, que foi criado para promover o equilíbrio econômico internacional, receitara aos países em desenvolvimento, ao longo dos anos 1990, política que contribuíram para o aumento da instabilidade, isto é, as demandas por liberalização financeira e do mercado de capitais tiveram papel central nas crises cambiais do período (STIGLITZ, 2001). Estudos feitos pelo FMI falharam em mostrar uma ligação definitiva entre liberalização financeira e estabilidade econômica e a instituição foi fortemente questionada quanto à eficácia de suas políticas. Na virada do século, o Fundo passa a enfrentar dificuldades em se colocar como prestamista em última instância devido aos limitados recursos financeiros e ao pouco suporte político dos membros majoritários e passa a cumprir um papel de monitoramento e supervisão dos países em desequilíbrio (CUNHA, 2009). Ainda, como menciona Stiglitz (2001),

¹⁰ O Capítulo 2 deste trabalho versará de forma mais detalhada a respeito da crise cambial no Brasil.

desenvolver uma política coerente para uma instituição como o FMI requer identificar casos importantes em que os mercados podem não funcionar e analisar como políticas específicas podem ser direcionadas a situações também específicas. Até então, o FMI falhara em articular uma teoria coerente sobre o não funcionamento de mercados que justificasse racionalmente sua intervenção.

2.6 O FMI E A CRISE DE 2007-2008

Conforme mencionado, a internacionalização do sistema financeiro, caracterizada pela crescente desregulamentação dos mercados financeiros, pelo desenvolvimento de inovações financeiras e pela livre movimento de capitais, vem alterando substancialmente a dinâmica da economia mundial, principalmente no que diz respeito às instabilidades cambiais e financeiras, tanto em países emergentes quanto em países desenvolvidos. Exemplo recente de instabilidade financeira é crise de 2007-2008, que tem origem na crise do *subprime* nos EUA. Esta crise tem raízes em um prolongado período de baixas taxas de juros nos EUA, o que possibilitou uma expansão do mercado de crédito e impulsionou a demanda, principalmente do mercado imobiliário, contribuindo, assim, para reverter a recessão resultante da crise dos anos 2000, mas também levou a um processo de inflação do preço dos ativos, especialmente dos preços no setor imobiliário. Somado a isto, a desregulamentação dos mercados financeiros norte-americanos¹¹, que teve início nos anos 1990, em um contexto de prosperidade prolongada, reduzidas pressões inflacionárias e baixas taxas de juros, resultou na disseminação de mecanismos de inovação financeira por parte de instituições financeiras e na proliferação de *shadow banking*¹², com o intuito de buscar novas fronteiras de aplicação rentável e manter seus altos níveis de lucratividade.

Sendo assim, a ausência de regulação e a liquidez exacerbada dos mercados financeiros favoreceram a criação de ativos sofisticados e de alto risco, e o sistema financeiro secundário (ou paralelo) passou a assumir mais riscos que o sistema convencional. Um dos riscos foi a organização de um mercado *subprime*, em que as instituições financeiras, em um contexto de elevação dos preços dos imóveis e de baixas taxas de juros praticadas pelo *Fed*,

¹¹ A desregulamentação deu-se por meio da revogação de medidas como o *Glass-Steagall Act* e *Federal Deposit Insurance Corporation*, normas que foram criadas nos anos 1930, tanto para garantir os depositantes do Sistema Financeiro contra perdas quanto para limitar o risco de exposição e alavancagem dos bancos.

¹² *Shadow banking* são instituições financeiras que não são regidas pelas regras definidas nos Acordos de Basileia e, portanto, não têm acesso aos seguros de depósitos nem às operações de desconto dos bancos centrais, bem como atuam como quase-bancos no mercado de crédito graças às inovações financeiras disponíveis, tornando o sistema financeiro secundário mais dinâmico que o primário.

passaram a conceder empréstimos imobiliários lastreados por hipotecas para tomadores de empréstimos de alto risco, visto a instabilidade de suas rendas. Para mitigar os riscos de tais operações, estas instituições financeiras transformavam as dívidas em títulos (*securities*), que eram vendidos e negociados para bancos de investimento que, por sua vez, vendiam, principalmente no mercado secundário, para diferentes tipos de investidores, sejam eles famílias, sejam investidores institucionais. A securitização de recebíveis, através de *Asset Backed Securities* e *Collateralized Debt Obligations* (CDOs), classificados com AAA pelas agências de classificação de risco, permitia às instituições financeiras ofertarem mais crédito. Além disso, os derivativos de CDOs eram garantidos por outro derivativo, o *Credit Default Swap* (CDS), que consistia em um seguro em caso de calote dos CDOs. Nesta dinâmica, as mesmas instituições que vendiam CDOs também compravam CDS para fins especulativos. Tal fato, somado a episódios de fraudes, manipulação de informações e corrupção de agências reguladoras, e à deterioração das condições da economia norte-americana, levaram ao estouro da bolha especulativa. Mais especificamente, com o aumento das taxas de juros nos EUA, a inadimplência dos mutuários também cresceu, acarretando queda do valor dos imóveis e aumento da incerteza. Esse cenário levou os detentores de títulos de dívidas imobiliárias a tentarem vender suas posições, mas, não havendo compradores, os preços dos títulos caíram fortemente, o que contagiou o preço de outros ativos financeiros como ações e títulos públicos. Como contrapartida, as taxas de juros cobradas pelos empréstimos interbancários passaram a se elevar consideravelmente, e, por conseguinte, houve uma forte redução da oferta de crédito. Quando começaram a surgir tais problemas de crédito, os detentores de papéis lastreados nessas hipotecas tentaram vendê-los nos mercados secundários, os quais se mostraram mais estreitos do que se imaginava. Além disso, visto que muitos desses papéis eram complexos até mesmo para investidores mais informados, os detentores de papéis semelhantes também foram acometidos dos mesmos temores que aqueles que tinham em suas carteiras os títulos lastreados em hipotecas *subprime*. Quando todos esses detentores de papéis tentaram se livrar deles ao mesmo tempo, emergiu a crise de liquidez. Somado a isso, a falência do banco de investimentos *Lehman Brothers*, em setembro de 2008, reverteu a dinâmica de expectativas do mercado financeiro, que acreditava no resgate incondicional de instituições com problemas de solvência por parte do *Fed*. Isso resultou em pânico e aumento da preferência por liquidez, derrubando ainda mais o preço dos ativos e contribuindo para o estouro da bolha especulativa do mercado imobiliário.

Deste modo, percebe-se que os efeitos da crise do *subprime* seriam, possivelmente, mais localizados, não fossem as inovações financeiras, as quais permitiram que os

empréstimos a tomadores *subprime* servissem de lastro para demais títulos vendidos a instituições como fundos de *hedge*, bancos de investimento, fundos de pensão, entre outros. Nesse cenário, a crise se tornou potencialmente muito destrutiva pelo fenômeno do contágio, isto é, a transmissão de dificuldades de um segmento do mercado financeiro para os outros (FERRARI FILHO, 2011; ARESTIS; SOBREIRA; OREIRO, 2011). Tal fenômeno também se deu em nível internacional, e a crise se espalhou rapidamente pelo mundo derrubando não só a produção industrial, mas também os volumes no comércio internacional e o PIB de diversos países. Ou seja, a crise de 2007-2008 afetou não somente o sistema financeiro, mas também a economia real de países desenvolvidos e em desenvolvimento, levando-os à recessão a partir do último bimestre de 2008. Essa recessão não se agravou de forma mais profunda devido às ações das autoridades monetárias dos países do G7 e dos países emergentes, por meio de políticas fiscais contracíclicas e políticas monetárias expansionistas, principalmente de seus bancos centrais como prestamistas em última instância, a fim de reverter um estado de expectativas entre os agentes econômicos que tendia a se deteriorar. Portanto, as injeções de liquidez e as reduções de juros realizadas pelos bancos centrais, somado a incentivos fiscais, foram importantes para reduzir o impacto da crise na economia real. Com isso revela-se o fato de o FMI ter tido um papel insuficiente em resolver o problema econômico-financeiro apresentado, visto que o não aprofundamento da recessão em uma depressão econômica deu-se em forte medida por meio de políticas econômicas expansionistas e do socorro a instituições financeiras e empresas insolventes, dinâmica capitaneada pelos próprios países, e não por políticas indicadas pelo Fundo. Nota-se ainda que o uso de políticas econômicas contracíclicas vai de encontro às medidas recomendadas pelo FMI nas crises cambiais e financeiras anteriores (FERRARI FILHO, 2011).

Desse cenário emana o debate sobre a necessidade de reestruturação do SFI, com intuito de garantir a estabilidade econômica internacional e aumentar os níveis de produção e emprego domésticos. Um exemplo disso é a reunião do G20, em abril de 2009, quando o grupo propôs uma reestruturação do SFI com base em maior transparência, monitoramento e regulamentação, para que o SFI pudesse retornar as suas funções primordiais de financiar investimento produtivo e, conseqüentemente, expandir a demanda efetiva mundial. Diga-se de passagem, debates acadêmicos acerca de um novo arranjo para o SFI, visando a uma arquitetura capaz de prevenir futuras crises e garantir estabilidade macroeconômica a partir de um crescimento econômico sustentável, com pleno emprego, estabilidade de preços e equilíbrio externo, não são novidades: algumas dessas propostas são apresentadas no quadro abaixo.

Quadro 3 - Principais propostas de reforma do arranjo financeiro internacional

Proposta	Autor	Principais Ideias
Target Zones for Exchange Rates	Williamson (1987)	- Estabelecer uma <i>target zone</i> para taxas de câmbio - Limitar a flexibilidade das principais moedas de conversibilidade
Fixed Nominal Purchasing Power Parity Exchange Rate System	McKinnon (1988)	- Garantir estabilidade do poder de compra das principais moedas de conversibilidade por meio de uma área monetária ótima
Tobin Tax	Tobin (1978)	- Estabelecer um imposto mundial em todas as transações comerciais, especialmente as de curto prazo - Intuito de limitar especulação desestabilizadora
International Monetary Clearing Union	Davidson (2002)	- International Monetary Clearing Union (IMCU) como unidade de conta do sistema - IMCU como garantia de elasticidade para expansão da demanda efetiva global - Baseado em um sistema de taxa de câmbio estável para proteger as moedas nacionais e a moeda internacional de movimentos especulativos - Acordo para eliminar desequilíbrios no balanço de pagamentos tanto nas posições superavitária quanto deficitária

Fonte: elaboração própria com base em Ferrari Filho (2011) e Ferrari Filho (2006).

Tem-se, então, que, em momentos de crise, é necessária não só a ação governamental em direção às políticas econômicas contracíclicas, mas também é preciso uma coordenação internacional que sustente: (i) operacionalização de políticas fiscais destinadas a expandir a demanda efetiva e reduzir desigualdades sociais, (ii) flexibilização de políticas monetárias, a fim de dar vigor aos níveis de consumo e investimento e (iii) regulamentação financeira e de

comércio exterior para que se estabilizem os fluxos de capital e taxas de câmbio. Contudo, tal arranjo enfrenta dificuldades para avançar devido ao conservadorismo e a conflito de interesses de países com poder de decisão no âmbito político e econômico (FERRARI FILHO, 2011). Como menciona inclusive Christine Lagarde, atual Diretora Gerente do FMI, em discurso de 2014:

Most recently, however, capitalism has been characterized by “excess”—in risk-taking, leverage, opacity, complexity, and compensation. It led to massive destruction of value. It has also been associated with high unemployment, rising social tensions, and growing political disillusion – all of this happening in the wake of the Great Recession. [...] The good news is that the international community has made progress on the reform agenda. This is especially true for banking regulation under the auspices of the Basel Committee, where we are moving forward with stronger capital and liquidity requirements. This should make the system safer, sounder, and more service oriented. **The bad news is that progress is still too slow, and the finish line is still too far off.** Some of this arises from the sheer complexity of the task at hand. Yet, we must acknowledge that it also stems from fierce industry pushback, and from the fatigue that is bound to set in at this point in a long race (LAGARDE, 2014, *speech at the Conference on Inclusive Capitalism*, grifo nosso).¹³

Por fim, conclui-se que o processo de globalização tem limitado a ação de políticas macroeconômicas que estimulem a demanda efetiva e aumentem o nível de emprego. A globalização traz consigo medidas em prol da desregulamentação financeira e da liberalização dos fluxos de capitais, os quais resultam em fluxos internacionais especulativos, que, por sua vez, determinaram crises financeiras e cambiais. As crises cambiais dos anos 1990 e a crise financeira de 2007-2008 estão relacionadas a essa dinâmica de globalização financeira, que tem origens na falência de Bretton Woods, na desregulamentação dos anos 1980 e na liberalização dos mercados cambiais e de capitais internacionais a partir dos anos 1990 (FERRARI FILHO, 2011).

¹³ “Mais recentemente, no entanto, o capitalismo foi caracterizado pelo ‘excesso’ - na tomada de riscos, alavancagem, opacidade, complexidade e compensação. Isso levou à destruição maciça de valor. Também tem sido associado ao alto desemprego, ao aumento das tensões sociais e à crescente desilusão política - tudo isso acontecendo na esteira da Grande Recessão. [...] A boa notícia é que a comunidade internacional fez progressos na agenda de reformas. Isto é especialmente verdadeiro para a regulamentação bancária sob os auspícios do Comitê da Basileia, onde estamos avançando com exigências de capital e liquidez mais fortes. Isso deve tornar o sistema mais seguro, mais sólido e mais orientado a serviços. A má notícia é que o progresso ainda é muito lento e a linha de chegada ainda está muito distante. Parte disso surge da enorme complexidade da tarefa em mãos. No entanto, devemos reconhecer que ela também se origina de uma forte reação da indústria, e da fadiga que está fadada a se instalar neste ponto em uma longa corrida.” (Tradução nossa).

2.7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente capítulo discutiu a dinâmica de mudanças dentro do SFI a partir do final da Segunda Guerra Mundial e o papel do FMI nesse arranjo. Em 1944, o Sistema Bretton Woods traduzia a ideia um compromisso coletivo pelo gerenciamento das relações monetárias internacionais, o qual seria capitaneado pelo FMI, através da delimitação de regras que foram acordadas por todos os membros. Quando da celebração do acordo, em 1945, os países-membros acreditaram que a liquidez oferecida pelo Fundo, embora limitada, seria suficiente para lidar com possíveis problemas financeiros futuros. Entretanto, passados os primeiros anos, problemas relacionados à mitigação de desequilíbrios internacionais ficaram evidentes. Primeiramente, nota-se que os artigos previstos pelo FMI assumem taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis frente a um desequilíbrio de balanço de pagamentos; entretanto, nunca foi definido o que seria esse desequilíbrio fundamental de fato e ajustes de paridade eram em geral desestimulados. Além disso, suas reservas mostraram-se insuficientes para lidar com os desequilíbrios da época, e os EUA assumem o papel de prestador global, colocando-se como centro das relações econômicas internacionais (COHEN, 2002)¹⁴. Nota-se, ainda, que a conversibilidade em conta corrente, a qual foi restabelecida no final de 1958, não mais condizia com o cenário original de 1944. Portanto, o funcionamento do Sistema Bretton Woods diverge do que estava estabelecido em seus artigos, e o que fora acordado de forma multilateral precisou ser constantemente ajustado, na tentativa de estabilizar o Sistema. Por conseguinte, sua credibilidade como agenda multilateral era limitada, apoiando-se na capacidade dos EUA de assegurar a liquidez necessária para o seu funcionamento. Disso resulta que, quando a crise afeta incisivamente os EUA, o Sistema também entra em crise (EICHENGREEN, 1996).

Mesmo com a dissolução do acordo original, as relações monetárias entre os países-membros foram mantidas, as suas instituições foram preservadas e o FMI continuou a desempenhar seu papel regulatório, financeiro e consultivo. Porém, com a intensificação da

¹⁴ Cohen aprofunda seus argumentos sobre o papel central dos EUA e aponta três formas com as quais os EUA exercem sua hegemonia: “[f]irst, a relatively open market was maintained for imports of foreign goods. Second, a generous flow of long-term loans and grants was initiated, first through the Marshall Plan and other related aid programs, then through the reopened New York capital market. Third, a liberal lending policy was eventually established for provision of shorter term funds in time of crisis” (COHEN, 2002, p.97). “Primeiro, um mercado relativamente aberto foi mantido para a importação de produtos estrangeiros. Em segundo lugar, foi iniciado um fluxo generoso de empréstimos e doações de longo prazo, primeiro através do Plano Marshall e de outros programas de ajuda relacionados, e depois através do mercado de capitais reaberto de Nova York. Terceiro, uma política de empréstimo liberal acabou sendo estabelecida para provisão de fundos de curto prazo em tempo de crise.” (Tradução nossa).

desregulamentação financeira e da liberalização dos fluxos de capitais, os desequilíbrios passam a ser mais recorrentes, revelados, sobretudo, nas crises cambiais que afetam os países em desenvolvimento nos anos 1990. Assim, o papel do FMI dentro do Sistema será o de prestar socorro a tais países. Contudo, a Instituição passa a demandar, em troca desse auxílio, condicionalidades como o aumento da transparência de dados oficiais, corte de gastos, políticas monetária e fiscal contracionistas, controle da inflação com prioridade da agenda econômica, reformas estruturais, entre outras. Isto é, o FMI abandona uma pressuposta neutralidade na definição das políticas econômicas nacionais, e passa a ter uma postura intervencionista pela imposição de maiores condicionalidades que procuram modificar a estrutura institucional dos países. Percebe-se, entretanto, que uma resolução profunda dos problemas estruturais das economias em desequilíbrio, vulneráveis às flutuações econômicas mundiais, estava longe de ser alcançada, visto que tais desequilíbrios são justamente resultado de políticas econômicas liberalizantes, as quais o Fundo aponta como solução para as dificuldades (BUENO, 2006).

Na virada do século, a internacionalização econômica, a crescente desregulamentação dos mercados, o desenvolvimento de inovações financeiras e o livre movimento de capitais continua a alterar substancialmente a dinâmica da economia mundial, resultando em desequilíbrios do balanço de pagamentos e crises de demanda efetiva e desemprego. O caso mais recente de volatilidade revela-se na crise financeira de 2007-2008, a qual levanta alguns questionamentos, tais como: os supostos benefícios da globalização financeira e dos mercados desregulamentados, o papel do Estado na economia, a necessidade de regulação dos sistemas financeiros domésticos, a reestruturação do SFI e o papel do FMI dentro dessa arquitetura (FERRARI FILHO, 2011).

3 CRISES NO BRASIL E A RELAÇÃO COM O FMI

Após a análise geral do papel do FMI dentro do SFI, o presente capítulo discute três momentos da relação do Brasil com essa Instituição, quais sejam: a crise dos anos 1980, passando pela análise da crise cambial em 1982 e da moratória da dívida externa em 1987; as crises cambiais do segundo governo FHC, mais especificamente os desequilíbrios de 1999 e de 2002; e o impacto da crise financeira internacional de 2007-2008 no Brasil.

3.1 A CRISE DOS ANOS 1980 E AS RELAÇÕES BRASILEIRAS COM O FMI

Os anos 1980 no Brasil foram marcados por uma grave crise fiscal e financeira, a qual está associada ao endividamento externo, à estatização da dívida e à transferência de recursos ao exterior, fatores que levaram o país a negociar com o FMI.

3.1.1 A Crise Cambial de 1982

O início dos anos 1980 no Brasil foi marcado por uma grave crise fiscal e financeira, a qual está associada ao endividamento externo, à estatização da dívida e à transferência de recursos ao exterior, o que ocorreu especialmente durante o regime militar, quando as ações do governo viabilizaram a entrada de capitais estrangeiros no país¹⁵. O endividamento externo em tal formato ocorreu no fim dos anos 1960 e meados dos anos 1970, quando os empréstimos externos foram contratados principalmente pelo setor privado, visto ser uma alternativa de financiamento atraente para as grandes empresas devido à possibilidade de contratar no longo prazo e ao menor custo de contratação frente às condições da oferta internacional e aos incentivos creditícios e monetários do governo. Tais operações aumentaram a partir de 1970, quando se esgotou a margem de capacidade ociosa do setor industrial brasileiro e esse passou a ampliar sua taxa de inversão. Essas operações de crédito davam-se por meio de negociações junto a um banco internacional ou por intermédio de instituições financeiras locais, os quais internalizaram grandes quantidades de recursos do sistema financeiro vindos dos países centrais.

¹⁵ Exemplo disso foi a instituição da correção monetária para ativos financeiro e a política de minidesvalorizações cambiais, que permitiram que as taxas de juros reais interna fossem superiores às do mercado internacional. As políticas monetária, fiscal e cambial nesse período garantiram atratividade às operações de crédito externo e estimularam a sua contratação, sob a justificativa de que os recursos estrangeiros financiariam o déficit na conta de mercadorias e serviços produtivos e garantiria um crescimento econômico acelerado (CRUZ, 1995).

Em meados dos anos 1970, após o primeiro choque do petróleo (1973), tem início o processo de estatização da dívida externa no Brasil. O aumento da participação do Estado na dívida deu-se a partir da maior contratação de crédito por parte das entidades públicas, especialmente empresas estatais. Nesse período, o *boom* expansivo anterior se esgotava e, para contornar a desaceleração, o governo militar punha em prática o II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), implementado em 1975, a fim de impulsionar a industrialização brasileira, dando destaque para as empresas estatais na área de infraestrutura e insumos básicos. Tais empresas foram financiadas pelo crédito externo, sob a justificativa de hiato de recursos reais. Ainda, argumentava-se que as condições, os volumes, os prazos e os custos dos recursos estrangeiros eram mais compatíveis com os fluxos financeiros das empresas estatais. Além disso, esse endividamento externo, sob a forma de aumento do passivo das empresas estatais denominado em moeda estrangeira, teve papel fundamental na alavancagem financeira do Estado, viabilizando não só a tentativa de reordenamento da estrutura produtiva, mas também o recebimento de fundos públicos subsidiados por agentes privados. O custo disso se revelaria na crise cambial da virada da década seguinte (CRUZ, 1995).

O final da década de 1970 e início da década de 1980 são marcados por choques externos mais relevantes. Conforme aponta Cavalcanti (1988),

[...] um segundo choque do petróleo volta a elevar de forma significativa o preço do barril de petróleo, que passa de US\$ 12,23 em 1978 para US\$ 29,98 em 1980. Em seguida, as taxas de juros internacionais registram alta sem precedentes em termos nominais e reais, com a *Libor* e a *prime rate* alcançando o recorde histórico de 16,77% e 18,83% respectivamente, em 1981 [...]. Por fim, os países desenvolvidos voltam a apresentar taxas de crescimento muito baixas e, em alguns casos, negativas, o que se reflete na taxa de crescimento das exportações (CAVALCANTI, 1988, p. 28).

Nesse cenário, as exportações brasileiras não crescem em ritmo suficiente para conter o desequilíbrio externo da conta corrente, e as importações passam a caracterizar a variável de ajuste. Assim, no Brasil, é posta em prática uma política monetária fortemente contracionista, a fim de controlar a demanda agregada: “o resultado é que a reversão do desequilíbrio na balança comercial foi obtida à custa de uma redução abrupta no crescimento econômico, que cai de 7,2% em 1980 para -1,6% em 1981.” (CAVALCANTI, 1988, p. 29). Concomitante, os bancos credores internacionais enfrentavam problemas de financiamento e sofriam com o aumento do volume de ativos duvidosos, e, por isso, passaram a encurtar prazos e aumentar os *spreads* dos empréstimos para países considerados de alto risco, como o Brasil.

Frente à crise, o governo militar utilizou as empresas estatais para contratar novos empréstimos externos, mas não para realizar investimentos e sim para fazer frente aos desequilíbrios do balanço de pagamentos. Ademais, o setor privado não só não se interessava mais em contratar crédito externo, como também transferiu ao Banco Central divisas que ainda não tinham vencido. Isso representou a transferência ao Estado das obrigações contratadas em moeda estrangeira, em um cenário de elevação dos juros e dos custos cambiais das operações. Tais fatores aprofundaram a dinâmica de estatização da dívida externa (CRUZ, 1995). A crise cambial culminou no final de 1982, quando, diante das proporções da crise internacional, os bancos comerciais reduziram o fluxo de recursos para os países não centrais. Isso significou perdas substanciais de reservas internacionais no Brasil: em 1982 o pagamento dos juros já era maior que a entrada líquida de capitais e, assim, o país passou a transferir recursos financeiros para o exterior. Tal transferência foi financiada por meio de elevados superávits comerciais que resultaram da acentuada queda nas importações (CAVALCANTI, 1988).

Diante desse cenário de estrangulamento externo, o Brasil recorre ao FMI, o qual direciona o país para políticas de redução de investimento público, para a aceleração da desvalorização cambial e para a austeridade da política econômica em geral. No primeiro momento da crise, por meio de uma carta de intenções, cujas cláusulas foram previamente discutidas com as autoridades bancárias norte-americanas, o governo brasileiro se compromete a aprofundar medidas de austeridade em troca de um pacote de auxílio da ordem de aproximadamente US\$ 4,0 bilhões, destinados à conta capital do balanço de pagamentos. A negociação baseou-se, ainda, na organização de um acordo plurianual com os credores, que se estende pela década de 1980¹⁶ (SALOMÃO, 2016). Portanto, o acordo com o FMI refletiu um programa de ajustes para o período 1983-1985. Contudo, esses recursos estavam atrelados a um programa de condicionalidades, o qual seria verificado a cada 3 meses.

A expectativa era que a entrada desses recursos, somada aos empréstimos de fontes oficiais de crédito e investimento direto, produzisse um saldo na conta de capitais que compensasse o déficit na conta corrente e ainda aumentasse o volume de reservas internacionais. Nota-se que o governo brasileiro ainda mostrava-se excessivamente otimista

¹⁶ Tal plano envolvia quatro projetos, conforme segue: o primeiro projeto previa empréstimos de US\$ 4,4 bilhões, parte financiado por bancos dos quais o governo brasileiro era devedor; o segundo projeto tratava dos recursos destinados à amortização do principal da dívida de médio e longo prazos, na ordem de US\$ 4,6 bilhões; o terceiro projeto refere-se a linhas de crédito de US\$ 8,8 bilhões relacionadas às importações e exportações; e o quarto projeto envolveu créditos interbancários de curto prazo das agências dos bancos brasileiros no exterior, no valor de US\$ 9,4 bilhões (SALOMÃO, 2016).

em relação aos resultados dos empréstimos junto ao FMI. Acreditando que o acordo seria meramente formal, não adiantou que o não cumprimento das metas estabelecidas definiria um impasse nas negociações com os bancos credores. Assim, devido ao não cumprimento de algumas cláusulas do programa de ajuste, a segunda parte do crédito do FMI não foi liberada e o fluxo de dinheiro novo oriundo de bancos comerciais foi interrompido. Somado a isso, as contas externas não mostravam os resultados previstos pela programação do governo e as perdas de reservas cambiais aumentavam, e a entrada de financiamento ficou abaixo da expectativa. Tudo isso resultou em grande volume de pagamentos atrasados ao exterior e, logo, no fracasso da primeira fase de renegociação da dívida (CAVALCANTI, 1988).

Desse modo, iniciou-se uma segunda fase de negociações com o FMI, objetivando um programa que se destinasse a resolver as deficiências do programa anterior e a financiar as necessidades de recursos em 1984 (CAVALCANTI, 1988). Foi formado um novo comitê de assessoramento dos bancos credores e foram enviadas três cartas de intenção ao Fundo, que resultaram em redução dos *spreads* e na ampliação dos prazos para pagamento. As políticas contracionistas foram mantidas e aprofundadas, como exemplifica a reforma de desindexação salarial, a qual diminuiu a renda do trabalho. Nesse contexto, o FMI e os bancos comerciais liberam as parcelas dos empréstimos que estavam retidas. De toda forma, a posição externa brasileira continuava a se deteriorar e a recessão econômica continuava, resultando em diminuição dos níveis de renda, produção e emprego.

Já no final de 1984, quando se dá uma ligeira melhora nas contas do balanço de pagamentos brasileiro e seu respectivo fortalecimento cambial, o não cumprimento das metas creditícias e fiscais estabelecidas no programa de ajuste do FMI foi relevado, e uma nova proposta foi enviada pelo governo à diretoria do Fundo, a fim de reconstruir o perfil da dívida de médio e longo prazo, evitando renegociações com os bancos comerciais (SALOMÃO, 2016). Isso resultou em uma terceira fase de negociações acerca da dívida externa brasileira. Nesse caso, era previsto o reescalonamento plurianual das amortizações e imposto o compromisso de não solicitar *dinheiro novo* em bases compulsórias, porém os benefícios eram pequenos e ainda vinham sob a forma de redução dos *spreads* e ampliação dos prazos para pagamento (CAVALCANTI, 1988). Cavalcanti (1988) aponta algumas críticas a esse novo acordo. Primeiramente, o fato de o Brasil não poder solicitar dinheiro novo em bases compulsórias significava gerar superávits comerciais que dessem conta de honrar os compromissos externos, deixando o país exposto a mudanças nas taxas de juros e termos de intercâmbio. Segundo, a redução nos *spreads* somente incidia sobre as parcelas que vencessem – a taxa anterior vigoraria até o seu vencimento. Por fim, havia previsão nos

contratos para o FMI monitorar a economia brasileira até o ano 2000, sem contrapartida financeira. De todo modo, o FMI rejeita o programa de ajustamento do Brasil para 1985, o que travou a renegociação da dívida com os bancos credores, e as dificuldades de acerto com o Fundo resultam na prorrogação dos termos acordados anteriormente, na segunda fase de negociação.

Havia um consenso no que diz respeito às análises de acadêmicos, de tecnocratas e de políticos quanto ao erro de diagnóstico da crise brasileira dos anos 1980, visto essa não ser fruto de um problema de liquidez, mas sim de um problema de solvência. Portanto, a retração programada da atividade econômica por meio de políticas contracionistas não resolveria a questão do estrangulamento externo e não reduziriam o déficit público. Assim, nota-se que as metas indicadas pelo Fundo e acatadas pelo governo brasileiro eram excessivamente rigorosas, não considerando questões como desemprego e capacidade ociosa da indústria em seu plano de ajuste. Por conseguinte, tal debate acerca dessas políticas passou a ser parte da postura adotada pelo primeiro governo pós-período militar, visto que muitos dos autores que manifestaram contrariedade a essa estratégia integraram a equipe responsável pela moratória (SALOMÃO, 2016).

3.1.2 A Moratória de 1987

Apesar das medidas de austeridade implementadas no início dos anos 1980 a fim de resolver a crise cambial e de seguir a cartilha contracionista do FMI, a inflação no Brasil resistia às pressões deflacionárias da recessão e do desemprego: em fevereiro de 1983, quando houve uma maxidesvalorização de 30% do *cruzeiro*, o índice de inflação chegou ao patamar de 200% ao ano e, ao longo de 1984, estabilizou-se em torno de 10% ao mês. Assim, a política econômica brasileira da segunda metade da década de 1980 passou a ter como prioridade a estabilização dos preços. Após 21 anos de regime militar, a Nova República foi celebrada em março de 1985, sob a presidência de José Sarney. Nesse mês, a inflação alcançara uma taxa de 12,7%, e as medidas de austeridade fiscal e monetária iniciadas pelo novo governo não davam conta de estabilizar o nível de preços no curto prazo. O fracasso da política anti-inflacionária resultou na substituição do Ministro da fazenda Francisco Dornelles por Dílson Funaro e o diagnóstico da inflação no Brasil consolidava-se como predominantemente inercial devido aos mecanismos de indexação da economia, ou seja, a correção monetária de preços, salários, câmbio e ativos financeiros propagaria a inflação passada para o futuro.

Em janeiro de 1986, a taxa de inflação alcançava 16,2% e o Brasil se colocava em rota da hiperinflação, o que ameaçava a aliança que sustentava o novo governo civil. Assim, em fevereiro, o Presidente Sarney anunciava um novo plano de estabilização de preços, o Plano Cruzado, que estabelecia o *cruzado* como padrão monetário nacional. A ferramenta fundamental do programa era o congelamento de preços: com exceção das tarifas industriais de energia elétrica, os preços foram congelados por tempo indeterminado nos níveis de 27 de fevereiro de 1986 e o Presidente clamou a população a fiscalizar o congelamento como um dever cívico. Assim, em um primeiro momento, houve uma queda substancial da inflação logo nos primeiros meses; porém, isso resultava em aumento do poder de compra dos salários e os níveis de demanda na economia começaram a crescer. Em fins de 1986, a escassez de produtos era uma realidade a qual o governo demorou a reagir. Nesse período, o governo também se dava conta do desequilíbrio fiscal, fruto do aumento das despesas com folha de salários do setor público, subsídios, isenções e transferências a estatais, estados e municípios. Em julho de 1986, foi anunciado um tímido pacote fiscal elaborado para desaquecer o consumo, e a expectativa de descongelamento deu novo impulso à demanda. Durante esse período, a inflação oficial permaneceu baixa, mas essa não refletia a inflação real. No final de 1986, foi anunciado o Cruzado II, novo pacote fiscal que procurava aumentar a arrecadação do governo por meio do reajuste de alguns preços públicos, cujas consequências foram um violento choque inflacionário e a volta da indexação. A inflação atingiu 16,8% em janeiro de 1987 e o governo cedeu às pressões pela liberalização dos preços, suspendendo os controles em fevereiro e reintroduzindo a correção monetária. Em abril de 1987, a taxa de inflação ultrapassava 20,0% ao mês, revelando o fracasso do Plano (MODIANO, 1995).

Dentro desse contexto, o saldo comercial brasileiro passa a se deteriorar: em outubro de 1986, houve uma queda da receita de exportações de US\$ 2,1 bilhões para US\$ 1,3 bilhão. Com a especulação acerca de uma possível maxidesvalorização do *cruzado*, as exportações foram adiadas e as importações antecipadas, levando a uma maior deterioração das contas externas (MODIANO, 1995). Somado a isso, o *crash* da Bolsa de Nova Iorque, em 1987, resulta na paralisia dos mercados financeiros internacionais e na suspensão do canal convencional para solicitar recursos do FMI como empréstimos-ponte para o pagamento dos juros e amortizações da dívida (LAGO, 1988). Assim, os pagamentos da dívida externa foram suspensos de forma unilateral e por prazo indeterminado por parte do Brasil, o que objetivava não só estancar a perda de reserva e permitir sua recuperação gradual, mas também pressionar os credores a aceitar uma mudança nos termos de negociação (BATISTA JÚNIOR, 1997).

É preciso compreender, também, que desde o princípio, o governo carecia de legitimidade: a sociedade brasileira rejeitava José Sarney como Presidente da República. Esse, então, usou de medidas econômicas para reverter o cenário e garantir popularidade e apoio interno a seu governo, sendo a primeira delas o projeto de estabilização econômica sob o Plano Cruzado. Com o arrefecimento dos resultados do Plano, era necessária uma nova frente de batalha para garantir legitimidade política ao Presidente Sarney, que a encontrou na declaração da moratória da dívida externa brasileira. Como indicam Salomão e Fonseca (2016), a negociação com os credores externos muda com a nomeação de Dílson Funaro para o ministério da Fazenda, em agosto de 1985. O novo ministro estava determinado a não submeter a economia brasileira ao monitoramento formal do FMI e defendeu a negociação de programas de médio e longo prazo, que permitissem a continuidade do crescimento econômico e que fossem adequados à realidade histórica e social brasileira, e que dispensassem o monitoramento do FMI. Nas sucessivas reuniões com o Fundo, com os credores e com autoridades econômicas dos Estados Unidos, havia forte pressão para que o Brasil adotasse o programa de ajuste recessivo a fim de dar prosseguimento às renegociações da dívida junto aos bancos, caso contrário teria suspensas as linhas de crédito de curto prazo viabilizadas pelo Fundo. Entretanto, o ministro Funaro não aceita tais termos, os quais perpetuavam a robusta e constante transferência líquida de recursos ao exterior, e acena com a suspensão do pagamento do serviço da dívida em 1987. Nota-se, porém, que a suspensão dos pagamentos atingiu apenas os juros referentes à dívida de médio e longo prazo de credores bancários, referente a dois terços do total da dívida externa brasileira, excluindo da moratória a dívida bancária de curto prazo. Isso porque o governo tentara evitar uma redução abrupta de linhas de crédito essenciais ao funcionamento do comércio exterior, oriundos de credores não bancários, organismos multilaterais e agências governamentais. Somado a isso, o governo tratou de retirar, previamente ao anúncio da suspensão dos pagamentos, as reservas internacionais do alcance dos credores e transformá-las em depósitos e títulos não sujeitos a embargos. Como resultando imediato, deixava-se de transferir cerca de US\$ 500 milhões por mês ao exterior. Como consequência ao anúncio da moratória, houve uma redução das linhas e dos prazos de crédito voluntário e uma elevação dos *spreads*. Porém, as represálias à decisão brasileira foram raras, visto serem contraproducente aos próprios países desenvolvidos (SALOMÃO; FONSECA, 2016).

Entretanto, problemas como o atraso com que a moratória foi anunciada e a desconexão com as medidas econômicas no âmbito interno, a exemplo da falta de um novo e temporário congelamento de preços a fim de garantir estabilidade econômica, acarretaram o

insucesso da suspensão dos pagamentos. Além disso, setores da sociedade, do próprio partido político de Sarney e a opinião pública em geral acusaram o governo de querer desviar o país dos reais problemas domésticos. Conforme Salomão e Fonseca (2016, p.796), “[a] moratória isolada, em um contexto de dificuldades, soou mais como um golpe publicitário de um presidente desesperado que governava um país à beira da falência”. Assim, frente a pressões internas e externas, e à falta de habilidade da equipe econômica de comunicar os benefícios da medida, Funaro deixa o ministério dois meses após o anúncio da moratória e Sarney suspende sua estratégia.

O novo ministro Bresser-Pereira iniciou sua gestão em abril de 1987, e demonstrou disposição de voltar a negociar com o FMI, desde que fosse condição necessária para voltar a dialogar com os bancos credores. A moratória só foi oficialmente suspensa em janeiro de 1988, sob a administração do novo ministro da Fazenda, Maílson da Nobrega. Naquela ocasião, a partir de um acordo provisório que visava normalizar os pagamentos de juros suspensos, foram pagos inicialmente cerca de US\$ 1 bilhão, dentro de um montante total de US\$ 4,5 bilhões. Em junho de 1988, o Brasil retornava ao modelo convencional de renegociação da dívida (MODIANO, 1995).

3.2 O PERÍODO FHC E AS NEGOCIAÇÕES COM O FMI

O Governo FHC segue a lógica de negociações com o FMI mediante as crises do final dos anos 1990.

3.2.1 A Crise Cambial de 1999

A questão da dívida externa na América Latina nos anos 1980, que acarretou em um cenário de estagflação, suscitou a criação do Plano Baker, o qual, em 1985, sob o patrocínio do então Secretário do Tesouro dos EUA, difundia a necessidade de os países latino-americanos contratarem novos empréstimos, visando financiamento de projetos para reformas estruturais e de desenvolvimento, que seriam concedidos por bancos privados. Esse Plano introduz o FMI e o Banco Mundial como gestores da dívida latino-americana e, assim, resulta em uma maior interferência dessas Instituições em assuntos internos dos países devedores por meio das condicionalidades, que se verificaram nas áreas de comércio exterior, de política orçamentária, entre outros.

Porém, com o agravamento da situação econômica na América Latina e com a deterioração do perfil de endividamento externo da Região, o Plano Baker fracassa e é substituído pelo Plano Brady, em 1988, lançado pelo novo Secretário do Tesouro Americano, Nicholas Brady. Essa nova estratégia dos EUA e das Instituições Financeiras para a América Latina consistia na consolidação das dívidas antigas e substituição por uma nova dívida, em longo prazo e com taxas fixas de juros inferiores aos anteriores. Entretanto, essa nova consideração vinha atrelada à imposição de políticas unilaterais de abertura comercial por parte dos países endividados, o que vinha ao encontro, sobretudo, dos interesses do governo americano e de seu setor exportador.

Portanto, nota-se que, no final da década de 1980 e início da década de 1990, o ideário neoliberal ganha força, o qual se solidifica com as diretrizes do “Consenso de Washington”. Mais especificamente, em novembro de 1989, funcionários do governo dos EUA e de organismos internacionais como o FMI, Banco Mundial e BID reuniram-se com o intuito de avaliar as reformas econômicas empreendidas nos países da América Latina e coordenar as ações por parte dessas Instituições Internacionais em prol do ideário neoliberal. Logo, o “Consenso de Washington” resulta em uma drástica redução do Estado na economia e na máxima abertura da América Latina à importação de bens e serviços e à entrada de capitais de risco, sob a égide do mercado autorregulável (BATISTA JR, 2005; 2009).

No Brasil, tais reformas liberalizantes foram difundidas pelo governo Collor. Essa dinâmica se concretizou sob a égide do Plano Collor, estabelecido em 16 de março de 1990 (oficialmente chamado Plano Brasil Novo), que pretendia, primeiramente, estancar a dinâmica hiperinflacionária brasileira, sob o diagnóstico de que a aceleração do nível de preços estava atrelada aos desequilíbrios do setor público e à indexação generalizada dos ativos reais e financeiros. Dentre as principais medidas adotadas pelo governo estavam a reforma fiscal, que visava diminuir os gastos públicos por meio do fim dos subsídios e incentivos fiscais e aumentar receitas por meio da recomposição de preços e tarifas públicas e aumento da carga tributária; a reforma monetária, que introduzia o *cruzeiro* como unidade monetária e enxugava os meios de pagamentos; e a política de rendas, que congelava preços por 30 dias e em seguida adotava um sistema de pré-fixação de preços, reajustava os salários e previa a prática de livre-negociação, e liberava a taxa de câmbio para que fosse estabelecida pelas condições de mercado. Tais iniciativas alteraram radicalmente a direção do desenvolvimento brasileiro, agravando desequilíbrios estruturais e sociais do país (FERRARI FILHO, 1990; 2011).

As incertezas políticas e econômicas continuaram presentes visto o processo de afastamento do Presidente Collor e a inflação crescente, que chegou a quase 2.500% em 1993.

Itamar Franco assumiu a presidência do país em 1992, e apontou o então senador FHC para Ministro da Fazenda, o qual, junto a um grupo de economistas, elaborou um plano de estabilização que veio a ser o Plano Real (PR). Instaurado em 1994, o principal objetivo do Plano era o de garantir estabilização monetária, ou seja, reduzir e controlar o processo inflacionário no Brasil, o qual foi diagnosticado como sendo um problema oriundo do desequilíbrio das contas públicas e da indexação generalizada dos contratos (PALMA, 2012).

O PR foi implementado em três etapas. Primeiramente, deu-se o ajuste fiscal de curto prazo, por meio de austeridade fiscal e aumento das receitas tributárias, ou seja, a partir da instituição do Fundo Social de Emergência, as autoridades monetárias entendiam que o equilíbrio das contas públicas seria alcançado pelas medidas fiscais de contenção de gastos e aumento de receitas. Segundo, o governo buscou ajustar os preços relativos por meio da criação da Unidade Real de Valor (URV), que visava à correção sincronizada dos preços relativos da economia. Por fim, realizou-se a reforma monetária com a introdução do *real* como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. Essa etapa também estabeleceu regras de emissão monetária e definiu a paridade máxima entre *real* e dólar. Assim, a âncora monetária seria utilizada para conter o ímpeto da economia e financiar desequilíbrios externos e a âncora cambial reduziria e estabilizaria o nível de preços interno por meio de bandas assimétricas de variação (FERRARI FILHO, 2011).

O sucesso inicial do Plano ajudou FHC na corrida para a eleição presidencial, a qual venceu, assumindo como Presidente em 1995 (PALMA, 2012). O PR, conforme seu objetivo, resultou na queda abrupta da inflação, e isso acarretou grande expansão no nível de consumo, especialmente de bens não-duráveis, o que aumentou o nível de atividade econômica no curto prazo. Entretanto, isso gerou uma pressão pela monetização da economia, o que obrigou as autoridades monetárias a controlarem a oferta de moeda principalmente através da elevação das reservas compulsórias dos bancos comerciais, resultando na elevação na taxa real de juros. Por conta dessa elevação, o capital estrangeiro ingressou na economia brasileira, provocando apreciação cambial que persistiria até 1999. Expansão do consumo mais apreciação cambial resultaram em aumento das importações e diminuição das exportações e, por conseguinte, em problemas no saldo comercial do balanço de pagamentos. Nesse momento, as autoridades monetárias responsáveis pelo PR e pela implementação da política de banda cambial assimétrica acreditavam que o déficit em transações correntes não seria um problema, visto que capitais externos o financiariam e ainda possibilitariam um aumento das reservas internacionais. Porém, tal defasagem cambial e os expressivos déficits em transações

correntes acabaram se constituíram como o principal problema do PR (FERRARI FILHO, 2011).

Assim, quando ocorreu a crise no México, em 1994, os investimentos internacionais de risco foram reduzidos significativamente devido ao efeito contágio e com isso também diminuíram as reservas internacionais brasileiras. A fim de evitar um ataque especulativo ao *real* e uma crise cambial, as autoridades monetárias introduziram ao arranjo econômico um sistema de bandas cambiais deslizantes, elevaram o imposto de importação para vários produtos e aumentaram significativamente a taxa de juros básica, a fim de absorver capitais externos no curto prazo, o que recuperou as reservas internacionais e restabeleceu a confiança dos agentes econômicos no PR. Por sua vez, a elevação da taxa de juros resultou em redução do nível da atividade econômica, em um crescimento da dívida pública e em deterioração da situação financeira das firmas que haviam se endividado, o que gerou dificuldades para o sistema financeiro.

O ataque especulativo contra o *real*, prevenido em 1994, aconteceu em 1997 a partir da crise no Leste Asiático. Nesse contexto, houve uma redução do ingresso de capitais e das reservas cambiais no país, ao que o governo reagiu conservadoramente, elevando a taxa de juros básica e implementando um pacote de contenção fiscal. Aqui, mais uma vez as autoridades monetárias conseguiram reestabelecer a confiança dos agentes econômicos na política econômica devido ao significativo volume de reservas internacionais que fizeram a economia brasileira resistir ao ataque especulativo. Essa realidade foi diferente em 1998, quando se insistiu em medidas conservadoras frente ao efeito contágio resultante da crise cambial na Rússia. O Governo anunciou um novo pacote fiscal e elevou fortemente os juros, mas isso não foi suficiente para estimular o ingresso de capitais e evitar uma crise cambial. As reservas cambiais brasileiras reduziram-se significativamente e o Brasil recorreu ao auxílio do FMI (FERRARI FILHO, 2011).

Em relação às negociações com o Fundo, frente aos sinais de estrangulamento externo e visto a ameaça de uma crise cambial, em novembro de 1998 o governo brasileiro envia uma carta de intenções, a qual descreve as políticas econômicas que tinham sido implementadas e que continuariam sendo adotadas em troca do apoio financeiro equivalente a aproximadamente DES 13,0 bilhões (US\$ 18,0 bilhões), sob a forma de um acordo para o período de 36 meses. Dentre as medidas citadas estavam reformas estruturais que garantiriam a liberalização comercial e o fluxo de capitais, um amplo programa de privatizações, quebra de monopólios e desregulamentação de setores essenciais, e fortalecimento do sistema bancário. Como menciona a carta, o empréstimo teria uma característica preventiva, a fim de

auxiliar o país a enfrentar a incerteza dos mercados financeiros internacionais relacionada às consequências da crise asiática e da crise na Rússia (BRAZIL, 1998).

Michael Camdessus, então Diretor do FMI, anuncia que as negociações foram concluídas, sob as seguintes condições:

[...] the program combines a large up-front fiscal adjustment of over 3 percent of GDP with reforms of social security, public administration, public expenditure management, tax policy and revenue sharing, that will confront head-on the structural weaknesses that lie at the root of the public sector's financial difficulties. Within this framework of structural reforms, Brazil's 3-year fiscal program targets primary surpluses of 2.6 percent of GDP in 1999, 2.8 percent in 2000, and 3 percent in 2001. **The Brazilian authorities are also committed to further opening up the economy, ensuring firm monetary discipline and macroeconomic stability, and maintaining the current exchange rate regime** (IMF, 1998, grifo nosso).¹⁷

Porém, conforme argumenta Gonçalves (1999, p. 62),

[...] o acordo assinado com o FMI em dezembro de 1998 implicou uma deterioração da confiança nas políticas do Governo e da situação da economia brasileira. Contrariamente à percepção governamental, baseada no fato de que o acordo com o FMI, bem como os seus empréstimos, gerariam um melhora das expectativas, o fato é que o acordo representou o certificado de "óbito" do Plano Real. O esforço empreendido pelo Governo no sentido de "vender" o acordo à opinião pública brasileira e à comunidade financeira internacional como um acordo preventivo só poderia fracassar tendo em vista o já elevado grau de desestabilização da economia brasileira.

Assim, em janeiro de 1999, o governo decide desvalorizar o câmbio, o qual passa a ter regime flutuante. A taxa de câmbio passou de R\$1,20/US\$ 1,00 em janeiro para R\$ 2,10/US\$1,00 em março de 1999 (FERRARI FILHO, 2011). Frente ao novo regime cambial, uma missão internacional do FMI esteve em Brasília em janeiro de 1999 a fim de discutir como o programa anteriormente aprovado se ajustaria ao cenário corrente e enfatizar a importância, na perspectiva do Fundo, de priorizar o controle da inflação por meio da política monetária. A recomendação é que se consolidassem firmes políticas monetária e financeira, um forte ajuste fiscal e que se intensificassem as reformas estruturais liberalizantes a fim de reestabelecer a confiança dos investidores e de prosseguir com auxílio (IMF, 1999b). Dentro dessas diretrizes, foi elaborada a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), sancionada pelo

¹⁷ “[...] o programa combina um grande ajuste fiscal inicial de mais de 3% do PIB com reformas da seguridade social, administração pública, gestão de gastos públicos, política tributária e divisão de receita, que confrontarão frontalmente as fraquezas estruturais que estão na raiz das dificuldades financeiras do setor público. Dentro desse quadro de reformas estruturais, o programa fiscal de três anos do Brasil tem como meta superávits primários de 2,6% do PIB em 1999, 2,8% em 2000 e 3% em 2001. As autoridades brasileiras também estão comprometidas com a abertura da economia, garantindo disciplina monetária e estabilidade macroeconômica e manutenção do atual regime de câmbio.” (Tradução nossa).

Presidente em maio de 2000, visando garantir o equilíbrio das contas públicas e o cumprimento de metas de resultados entre receitas e despesas, e promover a transparência dos gastos da União. A referência para a elaboração da lei vem dos modelos estabelecidos pelo FMI, o qual difundiu normas de gestão pública em diversos países. Essas estabeleciam que, dentro do setor público, as funções, atos e contas fiscais deveriam ser claros e transparentes ao Legislativo e à população. Ademais, os objetivos de política fiscal, estrutura macroeconômica, políticas orçamentárias e riscos fiscais deveriam ser específicos, dentro do conceito de planejamento. A LRF também foi baseada no *Fiscal Responsibility Act* (1994), da Nova Zelândia, no *Tratado de Maastrich* (1992), da Comunidade Econômica Europeia, e nas normas de disciplina e controle de gastos do governo dos Estados Unidos (NASCIMENTO; DEBUS, 2000).

Ao cumprir os requisitos propostos, o FMI aprovou a revisão do programa econômico brasileiro. Nas palavras de Stanley Fischer, Diretor Interino, em 30 de março de 1999:

I am pleased to announce that the Executive Board of the IMF, in support of the Brazilian government's revised economic program, has today approved the completion of the first and second reviews under Brazil's Stand-By Arrangement. Brazil may now borrow a further SDR 3.6 billion, (US\$4.9 billion) which would bring its total borrowings from the IMF under the program to SDR 7.1 billion (US\$9.6 billion) (IMF, 1999a).¹⁸

Esse novo acordo com o FMI segue a mesma linha do primeiro, na medida em que mantém as diretrizes de abertura comercial, financeira e cambial. Porém, a causa da vulnerabilidade externa e, conseqüentemente, da crise cambial, é justamente tal abertura (GONÇALVES, 1999). Sendo assim, nota-se que a crise cambial é resultado da rápida liberalização econômica pela qual passou o país, em um cenário de grande volume de entrada de capitais, de regulação ineficiente e de governo fraco (GONÇALVES, 1999). Essa crise é exemplo das dificuldades enfrentadas pelas autoridades econômicas para implementar políticas macroeconômicas em um contexto de liberalização da conta de capitais, face a alta volatilidade dos fluxos financeiros, o alto grau de contágio das crises ao redor do mundo e a informação assimétrica. Fica evidente que mesmo expressivas reservas cambiais e altas taxas de juros não conseguem conter um súbito colapso de confiança e a retirada de fundos por

¹⁸ “Tenho a satisfação de anunciar que a Diretoria Executiva do FMI, em apoio ao programa econômico revisado do governo brasileiro, aprovou hoje a conclusão da primeira e segunda revisões no Acordo Stand-By do Brasil. O Brasil pode agora emprestar mais SDR 3,6 bilhões, (US \$ 4,9 bilhões), o que levaria o total de empréstimos do FMI no programa para 7,1 bilhões de SDR (US \$ 9,6 bilhões).” (Tradução nossa).

parte de investidores internacionais em uma economia em que a conta capital é liberalizada (PALMA, 2012).

3.2.2 O Brasil e o FMI em 2002

Conforme discutido, o período posterior à implementação do PR foi marcado por uma consistente redução da inflação no Brasil. A partir da adoção da âncora cambial como política de estabilização, das reformas estruturais e patrimoniais e da liberalização das contas comercial e de capitais, o problema inflacionário brasileiro foi resolvido, porém a apreciação da moeda em relação às principais moedas de conversibilidade internacional causou excessivos desequilíbrios no balanço de pagamentos. Para lidar com essa dificuldade, as autoridades monetárias optaram pela elevação da taxa de juros, com o intuito de induzir a entrada de capitais externo, mas visto que o volume desses fluxos era muito superior ao necessário para o equilíbrio do balanço de pagamentos, a acumulação de reservas internacionais contribuiu para uma forte apreciação da taxa de câmbio no início do PR o que, por sua vez, colaborou para o agravamento dos déficits na balança comercial. O aumento dos juros, ainda, resultou no aumento da dívida pública interna e deteriorou o resultado fiscal brasileiro. Esse cenário, portanto, expõe a fragilidade da economia brasileira e deixa o *real* exposto a ataques especulativos. (ARESTIS; DE PAULA; FERRARI FILHO, 2009).

Nesse sentido, a âncora cambial, que, por um lado, estabilizou a dinâmica inflacionária, por outro lado, foi protagonista de severas crises cambiais. Em 1999, frente à crise e à flutuação da taxa de câmbio no Brasil, a âncora cambial foi substituída pelo regime de metas de inflação (*IT – inflation targeting*), o qual tem a estabilidade de preços como objetivo central de longo prazo da política monetária por meio de metas oficiais de inflação que oscilam dentro de uma banda de variação. A estabilidade de preços seria garantida a partir de três pilares da política monetária: credibilidade, visto que a estrutura do regime de metas deve sinalizar confiança aos agentes econômicos; flexibilidade, visto que o regime permite uma ação antecipada da política monetária para evitar choques não previstos; e legitimidade, pois o regime de metas contaria com apoio público e parlamentar. Nota-se ainda que no regime de metas de inflação a política fiscal não é tida como um instrumento eficiente de política macroeconômica, e a política monetária passa a ser ferramenta primordial para alcançar a estabilidade de preços. Nessa estrutura, a taxa de câmbio é relevante, pois, “[e]m face do mecanismo transmissor da taxa de câmbio sobre a política monetária, flutuações excessivas nas taxas de juros podem produzir variações significativas no produto por meio da

indução de mudanças abruptas nas taxas de câmbio” (ARESTIS; DE PAULA; FERRARI FILHO, 2009, p. 5).

Contudo, mesmo frente a essa mudança, não houve uma melhora significativa dos indicadores macroeconômicos brasileiros, como mostra o anexo B. Como agravante, entre 2001 e 2002, choques domésticos, como a crise energética no Brasil e a crise de confiança com as eleições presidenciais de 2002, e choques externos, tais como os efeitos de 11 de setembro de 2001 e a crise argentina também em 2001, deterioraram o cenário econômico brasileiro, o que resultou em taxas de inflação que superaram a banda superior da meta: a taxa de inflação chegou a 7,7% em 2001 (1,7% acima do limite máximo da meta) e 12,5% em 2002 (7% acima do limite máximo). Sendo assim, a instabilidade macroeconômica ocasionou uma forte desvalorização do *real*, e períodos de depreciação cambial prolongada resultaram em elevação da taxa de inflação, o que acarretou a elevação da taxa de juros como forma de enfrentar tais pressões inflacionárias (ARESTIS; DE PAULA; FERRARI FILHO, 2009).

Portanto, os anos finais da administração de FHC revelam um cenário de piora das contas externas brasileiras e um quadro de crise de balanço de pagamentos, visto que a política adotada pela equipe econômica estabeleceu como principal agenda o combate à inflação, sem considerar que esse objetivo estava razoavelmente garantido e sem priorizar o equilíbrio das contas externas. Frente à ameaça de não honrar os compromissos internacionais, o Brasil, então, recorre ao FMI em 2001 de forma preventiva (PAULANI, 2003). Em agosto de 2001 é enviado ao Fundo uma carta de intenções, na qual se solicita o cancelamento do acordo existente, firmado em 1998, e se requisita um novo acordo para um período de 15 meses no valor de DES 12.144.400.000,00, equivalente a aproximadamente US\$ 15,0 bilhões, sob a garantia de que as políticas de combate à inflação e à vulnerabilidade externa continuariam. No Memorando de Política Econômica, parte da carta de intenções, o governo brasileiro justifica a necessidade de um empréstimo ao indicar que a economia do país passou por choques externos e internos, e cita particularmente a crise energética, o que afetaria a atividade econômica e o resultado do balanço de pagamentos para o restante de 2001. No tocante à crise energética, as autoridades sugerem que essa foi causada pela queda dos níveis de chuva, o que afetou a produção de energia por parte das hidrelétricas, e pela estrutura regulatória que não gerava incentivos para investimentos privados. Como resposta, o governo toma medidas, sobretudo, no sentido de redução da demanda, por meio de aumento de preços e penalidades sobre o excesso de consumo. Do lado da oferta, o governo indica a necessidade e o incentivo a investimentos por parte do setor privado (BRAZIL, 2001).

O acordo foi aprovado em setembro de 2001, com a disponibilização imediata de DES 3,68 bilhões (equivalente a US\$ 4,72 bilhões), sendo o restante do valor sujeito à conclusão das revisões do Fundo e à observância dos critérios estabelecidos no sentido de consolidação fiscal, de aperto da política monetária, de controle de gastos a fim de aumentar o superávit primário e de investimentos no setor energético (IMF, 2001). Como menciona o acordo:

Fiscal policy has been tightened further under the program in order to keep the debt dynamics under control and to put the debt to GDP ratio on a downward trend in the medium term. The targets for the **primary surplus** of the consolidated public sector have been raised to 3.35 percent of GDP in 2001, and to 3.5 percent of GDP in 2002, from the current targets of 3 percent in both years. The new targets will be achieved primarily through expenditure control, while protecting social spending and investments to address the energy crisis. As a result of the depreciation of the exchange rate and increases in interest rates, the **debt-to-GDP** ratio is projected to rise to 54 percent this year, but to stabilize in 2002 and to decline over the medium term. [...] **Monetary policy** will continue to be conducted under the inflation-targeting framework. Inflation through July has been higher than expected, and year-end annual **inflation** could exceed the upper boundary of 6 percent established by the authorities. Policies remain on track for meeting the end-2002 annual inflation target of 3.5 percent. The authorities remain committed to the **floating exchange rate regime**. To allow the Central Bank some scope for intervention to limit the spread of contagion, the program establishes a net international reserves floor of US\$20 billion, or US\$5 billion below the floor under the cancelled stand-by arrangement (IMF, 2001).¹⁹

Um ano depois, em agosto de 2002, quando a liderança de Lula na corrida eleitoral fez subir o risco-país e, por conseguinte, desvalorizar os títulos brasileiros no mercado interno e diminuir a entrada de recursos na balança de capitais, o Brasil volta a recorrer ao FMI, requisitando um acordo para outro período de 15 meses no montante de DES 22,8 bilhões (equivalente a US\$ 30,0 bilhões) e solicitando o cancelamento do acordo anterior (PAULANI, 2003). A justificativa apresentada pelo governo para esse novo acordo menciona o propósito de reduzir incertezas no setor externo, as quais se deterioraram com o impacto dos eventos do 11 de setembro, acalmar preocupações do mercado financeiro sobre as perspectivas de

¹⁹ “A política fiscal foi reforçada no âmbito do programa, a fim de manter a dinâmica da dívida sob controle e colocar a fração da dívida em relação ao PIB numa tendência descendente no médio prazo. As metas para o superávit primário do setor público consolidado foram elevadas para 3,35% do PIB em 2001 e para 3,5% do PIB em 2002, a partir das metas atuais de 3% em ambos os anos. As novas metas serão alcançadas principalmente através do controle de despesas, ao mesmo tempo em que protegem os gastos sociais e os investimentos para enfrentar a crise energética. Como resultado da depreciação da taxa de câmbio e dos aumentos nas taxas de juros, o índice dívida / PIB deve subir para 54% este ano, mas estabilizar em 2002 e cair no médio prazo. [...] A política monetária continuará a ser conduzida sob a estrutura de metas de inflação. A inflação até julho foi maior do que a esperada, e a inflação anual no final do ano pode exceder o limite superior de 6% estabelecido pelas autoridades. As políticas continuam no caminho para atingir a meta de inflação anual para o final de 2002 de 3,5%. As autoridades continuam comprometidas com o regime de câmbio flutuante. Para permitir ao Banco Central alguma margem de intervenção para limitar a propagação do contágio, o programa estabelece um piso líquido de reservas internacionais de US \$ 20 bilhões, ou US \$ 5 bilhões abaixo do piso do acordo stand-by cancelado.” (Tradução nossa).

política macroeconômica apresentadas durante nas campanhas eleitorais e estabelecer uma ponte para com a administração a ser eleita para o ano de 2003. Como indica a carta de intenções, “[t]he core elements of the program have been explained to the leading candidates, and they have committed to support them” (BRAZIL, 2002).

O novo acordo foi aprovado em setembro de 2002 e foi garantido saque imediato de DES 2,28 bilhões (equivalente a aproximadamente US\$ 3 bilhões), sendo o restante disponibilizado novamente mediante as revisões do Fundo, em quatro etapas. Horst Köler, então Diretor do FMI, indica que o acordo foi aceito visto o notável aumento do superávit primário brasileiro, o fortalecimento das instituições do país e a firme política monetária, mas alerta que o Fundo espera que o próximo presidente eleito mantenha a estrutura de política macroeconômica apresentada no governo FHC (IMF, 2002a). Conforme indicação do novo Acordo:

To create conditions for reversing the recent deterioration in debt dynamics, the **primary fiscal surplus** would be 3.88 percent of GDP in 2002, and no less than 3.75 percent of GDP during 2003-05. A minimum consolidated **public sector primary surplus** of 3.75 percent of GDP would stabilize and put the debt ratio on a downward path over the medium term. [...] **Monetary policy** will continue to be set in a forward looking manner to ensure that inflation converges to the official target of 4 percent with a band of 2½ percentage points on either side for end-2003. A regular exchange of views about the evolution of the monetary policy will be maintained between IMF staff and the authorities, and there will be a procedure for consultation with IMF staff and the Executive Board in the event that inflation deviates from the band limits as specified in the Technical Memorandum of Understanding. [...] To allow the central bank room for maneuver in the foreign exchange market, the program set a floor of **net international reserves** (NIR) of US\$5 billion, or US\$10 billion below the floor of the previous program. As market conditions allow, the authorities will seek to reduce public sector foreign exchange exposure (IMF, 2002b).²⁰

3.3 O BRASIL NA CRISE DE 2007-2008

No que diz respeito às economias emergentes, dentre elas o Brasil, entre 2003 e 2007, essas passaram a ter um papel fundamental dentro da dinâmica econômica internacional em

²⁰ “Para criar condições para reverter a recente deterioração da dinâmica da dívida, o superávit fiscal primário seria de 3,88% do PIB em 2002 e não menos que 3,75% do PIB durante 2003-05. Um superávit primário do setor público consolidado mínimo de 3,75% do PIB se estabilizaria e colocaria o índice da dívida em uma trajetória descendente no médio prazo. [...] A política monetária continuará sendo definida de maneira prospectiva para garantir que a inflação converta para a meta oficial de 4% com uma faixa de 2½ pontos percentuais em ambos os lados para o final de 2003. Uma troca regular de opiniões sobre a evolução da política monetária será mantida entre o corpo técnico do FMI e as autoridades, e haverá um procedimento para consulta com o corpo técnico do FMI e com a Diretoria Executiva no caso de a inflação se desviar dos limites da faixa especificada em Memorando Técnico de Entendimento. [...] Para permitir margem de manobra ao banco central no mercado de câmbio, o programa estabeleceu um piso de reservas internacionais líquidas (NIR) de US \$ 5 bilhões, ou US \$ 10 bilhões abaixo do piso do programa anterior. Como as condições de mercado permitem, as autoridades procurarão reduzir a exposição cambial do setor público.” (Tradução nossa).

termos de renda mundial, fluxos comerciais e crescimento, visto o aumento dos preços das *commodities* e a estabilidade dos preços industriais, o que favoreceu seus termos de comércio e garantiu a retomada do crescimento e melhora das contas externas e das contas públicas. Parte dessa dinâmica estava vinculada à economia chinesa, que passou a demandar cada vez mais produtos dos segmentos de energia, alimentos e matérias-primas, e no grande mercado consumidor norte-americano, alimentado por crédito farto, que estimulava o consumo e o endividamento (PRATES; BICHARA; CUNHA, 2009). Entretanto, a crise financeira internacional de 2007-2008 afetou a atividade econômica desses países de forma contundente, ao contrário das primeiras análises as quais indicavam que esses manteriam uma posição fiscal e uma dinâmica externa confortável quando comparado com o panorama dos países desenvolvidos (FERRARI FILHO, 2011)²¹. O caráter global da crise ficou claro mais especificamente em setembro de 2008, a partir da falência do *Lehman Brothers*: os mercados financeiros foram afetados por uma forte desvalorização do preço dos ativos financeiros e as economias nacionais dos países emergentes sofreram com a queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial, incorrendo em déficits na conta corrente, e com a diminuição dos fluxos de investimento direto e em portfólio e interrupção das linhas de crédito, acarretando déficits na conta capital (PRATES; BICHARA; CUNHA, 2009). Portanto, em termos gerais, a crise se espalhou pelo mundo por meio de efeito contágio, acarretou impactos negativos nos mercados de crédito e de capitais e resultou em redução dos níveis de comércio exterior (FERRARI FILHO, 2011).

Mais especificamente em relação à economia brasileira, nota-se que o primeiro mandato do governo Lula (2003-2006), em termos de política econômica, representou a continuação das políticas do segundo mandato do governo FHC (1999-2002) por meio da permanência do regime de metas de inflação, da meta de superávit primário e do câmbio

²¹ Conforme debatido no Capítulo 1, a crise financeira de 2007-2008 tem origem na crise do *subprime* nos EUA, com raízes na ausência de regulação e na liquidez exacerbada dos mercados financeiros, que favoreceram a criação de ativos sofisticados e de alto risco, dentre eles a organização de um mercado *subprime*, em que as instituições financeiras, em um contexto de elevação dos preços dos imóveis e de baixas taxas de juros, passaram a conceder empréstimos imobiliários lastreados por hipotecas para tomadores de empréstimos de alto risco. Para mitigar os riscos de tais operações, essas instituições financeiras transformavam as dívidas em títulos (*securities*), que eram vendidos e negociados para bancos de investimento que, por sua vez, vendiam, principalmente no mercado secundário, para diferentes tipos de investidores. Porém, com o aumento das taxas de juros nos EUA, a inadimplência dos mutuários também cresceu, acarretando queda do valor dos imóveis e aumento da incerteza. Quando começaram a surgir problemas de crédito, os detentores de papéis tentaram se livrar desses ao mesmo tempo, fazendo emergir a crise de liquidez. Somado a isso, a falência do banco de investimentos *Lehman Brothers*, em setembro de 2008, reverteu a dinâmica de expectativas do mercado financeiro, que acreditava no resgate incondicional de instituições com problemas de solvência por parte do *Federal Reserve* (FED). Isso resultou em pânico e aumento da preferência por liquidez, derrubando ainda mais o preço dos ativos e contribuiu para o estouro da bolha especulativa do mercado imobiliário.

flexível em um contexto de livre mobilidade de capitais (CUNHA; PRATES; FERRARI FILHO, 2011). No início do segundo mandato de Lula (2007-2010), a implantação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) consolidava uma política fiscal que dava incentivos a investimentos públicos e privados no setor de infraestrutura e de projetos sociais. Somava-se a esse contexto um cenário internacional de alta do preço das *commodities*, movimento que permitiu o país acumular reservas internacionais e obter saldos comerciais positivos²². Dessa forma, o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro crescia de forma consistente desde o início do governo Lula, o que levou as autoridades econômicas a acreditarem que o país passaria incólume pela crise financeira internacional. Entretanto, o resultado do PIB no último trimestre de 2008 revelou uma queda de 3,6% em relação ao trimestre anterior, o que indicava que a crise internacional chegara ao Brasil, a despeito das expectativas otimistas. Ou seja, a crise não só deteriorou os saldos comerciais e de transações correntes, visto o arrefecimento da demanda global e a queda dos preços das *commodities*, mas também afetou o estado de expectativas dos consumidores e das firmas, os quais repensavam suas decisões de gastos, e do sistema financeiro, o qual restringiu a oferta de empréstimos (FERRARI FILHO, 2011).

Nesse cenário, as medidas tomadas para administrar os efeitos da crise financeira internacional no Brasil revelam-se diferentes daquelas estabelecidas em momentos anteriores da história econômica brasileira em que, frente a dificuldades no balanço de pagamentos e crises cambiais, o país recorria ao FMI em busca de resgate financeiro, cumprindo condicionalidades impostas, e implementava medidas de austeridade a fim de reconquistar a confiança do mercado financeiro (CUNHA; PRATES; FERRARI FILHO, 2011). No caso da crise de 2007-2008, os países emergentes como um todo compreenderam que as políticas restritivas indicadas pelos organismos internacionais e governos dos países centrais no passado não resolveria os desequilíbrios, visto que tais políticas resultariam em depreciação cambial, contração de crédito, redução do preço dos ativos e diminuição de receitas (PRATES; BICHARA; CUNHA, 2009). Ademais, o fato de os próprios países desenvolvidos terem adotado medidas anticíclicas para lidar com os efeitos dessa crise garantiu maior liberdade para os países emergentes adotarem políticas no mesmo sentido (CUNHA; PRATES; FERRARI FILHO, 2011).

Tal panorama, somado à sólida posição externa e interna brasileira, tornou possível que as autoridades econômicas brasileira tivessem autonomia para, no início de 2009,

²² Frente ao aumento das reservas internacionais e à diminuição da dívida externa, o Brasil se tornou um credor internacional desde janeiro de 2006 (CUNHA; PRATES; FERRARI FILHO, 2011).

executar políticas econômicas contracíclicas, a fim de mitigar os efeitos da crise internacional (FERRARI FILHO, 2011). Em termos de políticas monetárias, uma das medidas tomadas pelas autoridades econômicas para abrandar o efeito contágio foi uma redução da taxa básica de juros. A taxa SELIC caiu de 13,75% em dezembro de 2008 para 8,75% em setembro de 2009, e a queda não foi mais rápida ou mais profunda, visto o receio de um aumento da inflação frente à desvalorização do *real*. Outra política implementada foi no sentido de aumentar a liquidez no mercado interbancário e reativar o mercado de crédito por meio, por exemplo, da redução dos percentuais de depósito compulsório (as reservas em depósito compulsório diminuíram em R\$99,8 bilhões). O governo brasileiro, ainda, fez uso de bancos públicos federais (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social-BNDES) para garantir uma expansão do crédito disponível no mercado para indivíduos e para empresas, frente à redução nos empréstimos por parte dos bancos privados. Quanto à política fiscal, o aumento dos gastos do governo teve papel fundamental na mitigação dos efeitos da crise internacional, o qual se caracterizou pela expansão do PAC, pela concretização do programa Minha Casa, Minha Vida, pela transferência de recursos aos municípios e pela ampliação dos benefícios do Seguro-Desemprego. Tais gastos somaram um valor total de US\$ 9,7 bilhões, ou 0,6% do PIB em 2009. Somado a isso, uma redução de impostos foi implementada, a fim de estimular o consumo: por exemplo, em 2008, foi reduzido o IPI para motocicletas, caminhões e automóveis, para eletrodomésticos, para materiais de construção e para bens de capital. Outra política importante foi a concessão de subsídios por meio de empréstimo, via BNDES, com taxas de juros mais vantajosas que as taxas dos títulos do tesouro e por meio da redução do custo dos empréstimos para o setor agrícola (CUNHA; PRATES; FERRARI FILHO, 2011).

Dessa forma, a partir do final de 2009, a economia brasileira mostrou sinais de recuperação. Parte dessa recuperação também se deve ao fato de o Brasil não ter mais um alto nível de dívida externa e à melhora da composição da sua dívida pública, além de ter um bom nível de reservas internacionais e de ter diversificado seu portfólio de exportação e seus parceiros comerciais, o que diminuiu a vulnerabilidade externa do país (FERRARI FILHO, 2011). Ademais, a queda na atividade econômica também foi limitada devido a outras medidas tomadas anteriormente à crise, quais sejam: a expansão de programas sociais e de transferência de renda, aumento real do salário mínimo e expansão do investimento público (CUNHA; PRATES; FERRARI FILHO, 2011).

3.3.1 O Brasil e o FMI durante a crise internacional

Durante o período que precede a crise financeira internacional, bem como durante o tempo de seus efeitos, as relações do Brasil com o FMI mostraram-se diferentes da relação mais dependente esboçada em outros momentos de crise. Nesse sentido, em 2007, o Diretor Geral do FMI, Rodrigo de Rato, visitou o Brasil e teceu elogios ao desempenho econômico brasileiro, considerando-o sólido devido às políticas macroeconômicas que estimularam o crescimento, diminuíram a inflação e reduziram a pobreza e a desigualdade. Ademais, De Rato nota que o cenário internacional foi favorável a tal desempenho, pois permitiu o país a ampliar sua base exportadora, diminuir sua vulnerabilidade relacionada à dívida externa e aumentar as reservas internacionais. Na análise do diretor, esses fatores foram fundamentais para criar uma proteção contra choques externos, a exemplo das turbulências nos mercados globais a partir de 2007. Sua projeção para os anos vindouros, portanto, eram favoráveis. Sob o ponto de vista do FMI, aumentar investimento nos setores de infraestrutura, com participação do setor privado, seria fundamental para sustentar o desempenho econômico brasileiro. Como aponta Rodrigo de Rato:

Brazil's economic outlook is also favorable. Continued sound macroeconomic policies, backed by the government's Growth Acceleration Program and other ongoing structural reforms, should entrench a virtuous circle of rising investment and growth. From the point of view of the IMF, raising investment in key infrastructure, with the participation of the private sector, is a priority for sustaining growth. Reducing the cost of bank intermediation is also a challenge for drawing in the necessary private investment. And, as in many emerging market countries, the efficiency of the regulatory system is very important. At the same time, the continued implementation of well-targeted social programs such as *Bolsa Família* will help the most vulnerable segments of society to continue to benefit from economic stability and increased growth (IMF, 2007a).²³

Ainda em 2007, quando o FMI conclui as consultas do Artigo IV com o Brasil²⁴, o relatório oficial reforça que a economia brasileira estaria colhendo os frutos da

²³ “A perspectiva econômica do Brasil também é favorável. Políticas macroeconômicas contínuas e sólidas, apoiadas pelo Programa de Aceleração do Crescimento do governo e outras reformas estruturais em curso, deveriam consolidar um círculo virtuoso de investimento e crescimento crescentes. Do ponto de vista do FMI, aumentar o investimento em infraestruturas essenciais, com a participação do setor privado, é uma prioridade para sustentar o crescimento. Reduzir o custo da intermediação bancária também é um desafio para atrair o investimento privado necessário. E, como em muitos países emergentes, a eficiência do sistema regulatório é muito importante. Ao mesmo tempo, a implementação contínua de programas sociais bem direcionados, como o Bolsa Família, ajudará os segmentos mais vulneráveis da sociedade a continuar se beneficiando da estabilidade econômica e do crescimento.” (Tradução nossa).

²⁴ Conforme descrito pelo FMI, “[n]os termos do Artigo IV do Convênio Constitutivo, o FMI mantém discussões bilaterais com os países membros, normalmente uma vez por ano. Uma equipe de técnicos visita o país, recolhe informações econômicas e financeiras e discute a evolução da economia e as políticas

implementação de sólidas políticas sociais e de estabilização, dentro de um contexto externo favorável. Nesse sentido, a recomendação do Fundo para garantir a sustentabilidade do crescimento econômico brasileiro está no aprofundamento de reformas estruturais que garantam uma economia mais flexível e competitiva: “[...] this will require the continued implementation of sound macroeconomic policies and a deepening of structural reforms to make the economy more flexible and competitive” (IMF, 2007b). O relatório menciona ainda que, para o Fundo, é fundamental que se mantenha a estabilidade de preços como agenda central: “[...] directors commended the central bank on its skillful management of the inflation targeting regime, and stressed that further entrenching the gains from a low rate of inflation remains a priority” (IMF, 2007b).²⁵

No ano de 2008, o relatório da consulta anual foi divulgado no mês de agosto, ou seja, as indicações foram feitas antes da falência do *Lehman Brothers*, em setembro, e, por conseguinte, antes do agravamento e forte internacionalização da crise financeira. Nesse sentido, o Fundo novamente enfatiza a sólida posição econômica e prevê que a crise internacional teria impactos limitados sob a economia brasileira. Conforme aponta o FMI, “Brazil is now in a significantly stronger position than in the past to withstand a deterioration in the external environment, as demonstrated by the limited impact that the global financial turmoil has had on Brazil” (IMF, 2008a).²⁶ Em outubro de 2008, o discurso sofre uma sutil mudança de perspectiva quando o então Diretor Geral, Dominique Strauss-Kahn, indica que o país não é imune à crise: “[...] a lot of reserves have been accumulated, and Brazil is an economy in good shape. But even in good shape, the effect of the downturn in global growth will have consequences on Brazil” (IMF, 2008b).²⁷

Nesse sentido, o relatório das consultas de 2009 começa evidenciando os impactos da crise no Brasil e dá ênfase à abrupta restrição de crédito, à redução no preço das *commodities* e na demanda por produtos brasileiros. A seguir, o Fundo elogia as políticas contracíclicas implementadas pelas autoridades econômicas brasileiras, conforme segue:

econômicas com as autoridades do país. Ao retornar à sede do FMI, os técnicos elaboram um relatório que serve de base para as deliberações da Diretoria Executiva. Concluídas as deliberações, o Diretor-Geral, na qualidade de Presidente do Conselho, resume os pontos de vista dos diretores, e esse resumo é encaminhado às autoridades nacionais.” (IMF, 2007b).

²⁵ “[...] isto exigirá a continuação da implementação de políticas macroeconômicas sólidas e o aprofundamento de reformas estruturais para tornar a economia mais flexível e competitiva. [...] os diretores elogiaram o banco central por sua gestão hábil do regime de metas de inflação e ressaltaram que a consolidação dos ganhos de uma baixa taxa de inflação continua sendo uma prioridade.” (Tradução nossa).

²⁶ “O Brasil está agora em uma posição significativamente mais forte do que no passado para suportar uma deterioração no ambiente externo, como demonstrado pelo impacto limitado que a turbulência financeira global teve sobre os brasileiros.” (Tradução nossa).

²⁷ “[...] muitas reservas foram acumuladas e o Brasil é uma economia em boa forma. Mas mesmo em boa forma, o efeito da desaceleração do crescimento global terá consequências no Brasil.” (Tradução nossa).

[...] directors welcomed signs that the Brazilian economy has begun to improve and considered Brazil to be in a favorable position to weather well the global crisis. They praised the Brazilian authorities' robust policy framework and sound prudential supervision, which has allowed an appropriate and timely countercyclical policy response. If the growth outlook were to deteriorate significantly from the authorities' current projections, Directors saw room for additional fiscal and monetary easing, subject to careful monitoring of market reaction. [...] Directors endorsed the authorities' planned fiscal stimulus and reduction in the primary fiscal surplus target in 2009. If revenues are less buoyant than projected, Directors saw scope for further flexibility in the fiscal target through the use of the adjustor for public investment and resources from the sovereign wealth fund (IMF, 2009a).²⁸

Ou seja, se em crises anteriores o Fundo recomendava, e até mesmo impunha medidas de austeridade por meio de condicionalidades vinculadas a pacotes de socorro financeiro, agora a Instituição apoia as medidas contracíclicas propostas pelo governo e comemora seus resultados.

Outra forma de analisar as relações do Brasil com o Fundo no período referente à crise financeira internacional é por meio das dinâmicas de crédito e empréstimo entre os dois atores. Nota-se que, diferente das crises financeiras e cambiais brasileiras anteriores, quando as autoridades recorreram ao FMI em busca de auxílio financeiro, cumprindo com condicionalidades que demandavam a execução de medidas de austeridade, voltadas para as volições do mercado financeiro, a sólida posição interna e externa brasileira, construída ao longo da década, garantiu que as autoridades econômicas dispusessem de autonomia para adotar políticas contracíclicas a fim de lidar com os efeitos da crise de 2007-2008 (CUNHA; PRATES; FERRARI FILHO, 2011). Sendo assim, não foi necessário que o país recorresse a empréstimos do Fundo para resolver o desequilíbrio no balanço de pagamentos gerado pela contração dos fluxos de capitais, queda no preço das *commodities* e redução da demanda global. Ao contrário, o Brasil passa a negociar a compra de bônus do FMI nesse período.

Em 2009, a Instituição aprova uma estrutura para a emissão de títulos para países membros e seus bancos centrais. Essa ferramenta financeira, para o FMI, representa seu compromisso de mitigar os efeitos da crise econômica internacional e de assegurar um investimento seguro para seus membros. Tais papéis são comercializáveis com outros setores

²⁸ “[...] os diretores saudaram os sinais de que a economia brasileira começou a melhorar e consideraram o Brasil em uma posição favorável para resistir bem à crise global. Eles elogiaram o sólido arcabouço de políticas das autoridades brasileiras e a supervisão prudencial sólida, o que permitiu uma resposta política contracíclica adequada e oportuna. Se as perspectivas de crescimento se deteriorarem significativamente das atuais projeções das autoridades, os Diretores abriram espaço para um alívio fiscal e monetário adicional, sujeito a um monitoramento cuidadoso da reação do mercado. [...] Os Diretores endossaram o estímulo fiscal planejado pelas autoridades e a redução da meta de superávit primário em 2009. Se as receitas forem menos animadas do que o projetado, os Diretores consideraram a possibilidade de flexibilidade na meta fiscal através do uso do ajustador para investimento público e recursos do fundo soberano.” (Tradução nossa).

oficiais, ou seja, todos os membros do FMI, seus bancos centrais e outras 15 instituições multilaterais, e estão designados em Direitos Especiais de Saques (DES). Outras características dessa estrutura são o pagamento trimestral de juros de acordo com a taxa DES²⁹ e o período máximo de maturidade de cinco anos. Dentre os países que mostraram interesse na abertura dessa estrutura financeira estavam a China, que sinalizou investir US\$ 50 bilhões, a Rússia, que sinalizou US\$ 10,0 bilhões, e o Brasil, que também sinalizou a compra de US\$ 10 bilhões (IMF, 2009b). Conforme declaração do Diretor Geral, Strauss-Kahn,

I welcome President Luiz Inacio Lula da Silva's decision, and the announcement by Finance Minister Guido Mantega, that Brazil will contribute to the Fund's resources to help member countries weather the current global economic crisis by investing in IMF notes. With this announcement, Brazil is joining other countries in fulfilling the commitment of the G-20 leaders in April. [...] The Brazilian authorities have shown great leadership and engagement in the whole process of IMF reform and expansion of our funding, and I am pleased that Brazil is clearly showing its strong support to the international economic and financial system. Brazil once more reaffirms its strong role as a leading emerging market economy (IMF, 2009c).³⁰

Sendo assim, o fato de o Brasil ter cedido tal disponibilidade financeira ao Fundo, assumindo o papel de credor da Instituição pela primeira vez na história do país, revela uma mudança fundamental nas relações entre o Brasil e o FMI. Ademais, nesse momento, por meio de fóruns multilaterais como o G20 e o BRICS, o Brasil é porta-voz de uma agenda que defende a reforma da governança monetária e financeira internacional, demandando, mais especificamente, a ampliação da representatividade dos países emergentes dentro do FMI por meio de um aumento de suas cotas. As cotas de representação dos países no Fundo definem o peso dos votos dos membros na Instituição, ou seja, de acordo com a parcela de cotas, cada economia terá o seu peso de voto nas decisões do Fundo, a sua quantidade de recursos para empréstimos disponibilizados pelo FMI e o grau de acesso aos Direitos Especiais de Saques (ALVES, 2012).

²⁹ A taxa DES é uma média ponderada de três meses das taxas de juros das moedas que compõem o DES, quais sejam: dólar, euro, iene e libra esterlina (IMF, 2009b).

³⁰ “Dou as boas-vindas à decisão do presidente Luiz Inácio Lula da Silva e ao anúncio feito pelo ministro da Fazenda, Guido Mantega, de que o Brasil contribuirá com os recursos do Fundo para ajudar os países membros a enfrentar a atual crise econômica mundial, investindo em notas do FMI. Com este anúncio, o Brasil está se unindo a outros países para cumprir o compromisso dos líderes do G-20 em abril. [...] As autoridades brasileiras mostraram grande liderança e engajamento em todo o processo de reforma do FMI e expansão de nosso financiamento, e eu estou satisfeito que o Brasil está mostrando claramente seu forte apoio ao sistema econômico e financeiro internacional. O Brasil mais uma vez reafirma seu forte papel como uma das principais economias de mercado emergentes.” (Tradução nossa).

Como consequência desse esforço, em 2008, o Fundo anuncia um pacote de medidas que visava reforçar a representação dos países por meio do aumento da cota de 54 membros, o que afetou especialmente países emergentes como Coreia do Sul, China, Turquia, Brasil e México e países de menor renda (IMF, 2008c)³¹. Já em 2009, o Comitê Internacional e Monetário do FMI apoia o G20 em seu pedido por uma mudança de pelo menos 5% na distribuição de cotas de países que estão muito representados para países pouco representados, a fim de proteger a participação dos membros mais pobres. Como comenta o então Diretor Geral, Strauss-Kahn, “[t]he bottom line is that 110 countries out of 187 will see their quota share increased or maintained. When you look at who those 110 are, you have 102 which are emerging or developing countries. That gives a clear picture of what has happened”. Sendo assim, com a mudança, Índia e Brasil se juntariam à Rússia e à China como parte dos 10 mais importantes membros do FMI (IMF, 2010b).³²

3.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nota-se, portanto, que ao longo dos anos 1980 e 1990 e de 2000 a 2002, o governo brasileiro recorre aos pacotes de socorro do FMI como forma de mitigar crises cambiais e desequilíbrios no balanço de pagamentos. Seguindo uma tendência global, o Fundo demanda do Brasil medidas econômicas contracionistas, visto que a prioridade era retomar a confiança dos credores e do mercado financeiro em geral. O Brasil mostra-se alinhado a tais políticas por meio do envio, ao Fundo, de cartas de intenções, as quais não só trazem o pedido oficial de auxílio financeiro, como discorrem sobre o desempenho econômico do país e sobre os objetivos, critérios e instrumentos de política econômica a serem utilizados a fim de cumprir com o acordo firmado.

Durante a negociação dos anos 1980, percebe-se que o auxílio remetido ao Brasil pelo Fundo nem sempre se mostrou suficiente, frente às expectativas de que a entrada desses recursos produziria um saldo na conta de capitais que compensaria o déficit na conta corrente e ainda aumentaria o volume de reservas internacionais. Ademais, a falta de espaço econômico e político para implementar algumas das cláusulas do programa de ajuste resultara na suspensão dos fluxos financeiros, agravando os desequilíbrios internos e resultando em

³¹ Esse pacote de medida entra em vigor em 2011, após a ratificação de 117 países membros, o que representa 85,04% do total de votos do FMI.

³² “[...] o resultado é que 110 dos 187 países verão sua participação no contingente aumentada ou mantida. Quando você olha para quem são aqueles 110, você tem 102 países emergentes ou em desenvolvimento. Isso dá uma imagem clara do que aconteceu.” (Tradução nossa).

grande volume de pagamentos atrasados ao exterior. Tais dificuldades acarretam no fracasso da renegociação da dívida brasileira com os credores em diversos momentos, sendo o mais importante a declaração da moratória em 1987: os pagamentos da dívida externa foram suspensos de forma unilateral e por prazo indeterminado, objetivando não só estancar a perda de reserva e permitir sua recuperação gradual, mas também pressionar os credores a aceitar uma mudança nos termos de negociação. Com as negociações para um novo acordo interrompidas, o governo brasileiro pôde manter relativa independência em relação às recomendações do Fundo em matéria econômica, adotando políticas monetária e fiscal mais flexíveis, que privilegiavam o crescimento da economia em 1987 (CAVALCANTI, 1988; MODIANO, 1995; BATISTA JÚNIOR, 1997; LAGO, 1988; SALOMÃO; FONSECA, 2016).

As negociações com o FMI foram retomadas em 1988, e foram novamente fundamentais com o irromper da crise cambial em 1999. Já em 1998, o Brasil solicita ao Fundo um apoio preventivo, a fim de auxiliar o país a enfrentar a incerteza dos mercados financeiros internacionais relacionada às consequências da crise asiática e da crise na Rússia (BRAZIL, 1998). Em 1999, o PR é revisado para lidar com a crise de fato. As recomendações do Fundo seguem semelhantes às da década anterior, quais sejam: consolidação de firmes políticas monetária e financeira, forte ajuste fiscal e intensificação das reformas estruturais liberalizantes a fim de reestabelecer a confiança dos investidores (IMF, 1999b). Tais condições foram reforçadas quando o Brasil volta a solicitar auxílio do Fundo em 2001 e 2002, diante da possibilidade de não honrar seus compromissos internacionais.

Já na crise financeira internacional de 2007-2008, as medidas tomadas para administrar os efeitos da crise financeira internacional no Brasil revelam-se diferentes daquelas estabelecidas em momentos anteriores da história econômica brasileira quando. Antes, frente a dificuldades no balanço de pagamentos e crises cambiais, o país recorria ao FMI em busca de resgate financeiro, cumprindo com condicionalidades, e implementava medidas de austeridade a fim de reconquistar a confiança do mercado financeiro (CUNHA; PRATES; FERRARI FILHO, 2011). No cenário em questão, ao invés de solicitar auxílio financeiro ao Fundo para lidar com os problemas do balanço de pagamentos, as autoridades econômicas brasileiras optaram por adotar políticas econômicas contracíclicas, a fim de estimular o crescimento econômico. O FMI, por sua vez, elogiou a implementação de tais políticas, ao contrário de momentos anteriores de crise, quando recomendava medidas de austeridade para enfrentar os desequilíbrios econômicos (IMF, 2010a).

Nesse contexto, o Brasil ainda mostra sua maior independência em relação ao FMI por meio da compra de bônus emitidos pelo Fundo, assumindo o papel de credor da Instituição pela primeira vez na história. Ademais, o Brasil passa a ser porta-voz de uma agenda que demanda a reforma da governança monetária e financeira internacional, tendo como uma das pautas a ampliação da representatividade dos países emergentes dentro do FMI por meio de um aumento de suas cotas. Sendo assim, a dinâmica visível a partir da crise de 2007-2008 mostra uma mudança fundamental nas relações entre o Brasil e o FMI, quando comparada com os vínculos mais dependentes das décadas de 1980 e 1990 e de 2000 a 2002. Nota-se que essa autonomia também é parte de uma dinâmica global, visto que o Fundo, no contexto da crise internacional, firma acordos somente com a Hungria e a Ucrânia (PRATES; BICHARA; CUNHA, 2009). A maioria dos países desenvolvidos e em desenvolvimento optam por políticas econômicas contracíclicas para lidar com os efeitos da crise internacional, sem recorrer aos pacotes financeiros do FMI (CUNHA; PRATES; FERRARI FILHO, 2011).

4 CONCLUSÕES

A presente dissertação discutiu, dentro de uma perspectiva histórica, o papel do FMI frente a desequilíbrios internacionais. Para tanto, foram analisadas as origens do FMI, sua operacionalização ao longo do Sistema de Bretton Woods e suas limitações no período pós-Bretton Woods, visando analisar o papel do FMI durante as crises cambiais e financeiras dos anos 1990 e da crise financeira internacional de 2007-2008. Objetivando compreender tal dinâmica de forma mais específica, o trabalho analisou as relações do FMI com o Brasil em situações de crise econômica a partir dos anos 1980.

Com relação ao primeiro momento, nota-se que o funcionamento do Sistema Bretton Woods enfrentava dificuldades e que o FMI apresentava limitações na mitigação de problemas relacionados a desequilíbrios internacionais. Observa-se que o artigo IV do acordo constitutivo do Fundo estabelecia que os países deveriam instituir taxas de câmbio fixas, as quais poderiam ser ajustadas frente a um desequilíbrio de balanço de pagamentos. Entretanto, desta sistemática surgem dois problemas: primeiramente, nunca foi definido o que seria tal desequilíbrio fundamental de fato; e, segundo, alguns países preferiram defender formas diferentes de estabelecer a paridade cambial, como exemplo a Europa Ocidental, a qual manteve as barreiras comerciais que estavam vigentes durante a Guerra, defendendo uma taxa de câmbio valorizada, e os países da América Latina, que adotaram diferentes taxas de câmbio para fomentar seus processos de industrialização, na contramão das diretrizes acordadas em Bretton Woods. Ademais, nota-se que os países relutavam em desvalorizar suas moedas de forma controlada e agendada frente a desequilíbrios, visto que recorrer à desvalorização poderia ser visto como admitir um grande fracasso na condução da sua política monetária e poderia resultar em uma piora do problema em questão, visto que as intenções de desvalorização poderiam vazar para o mercado. Nesse contexto, nota-se que, quando as desvalorizações cambiais foram feitas, o FMI não foi consultado nem comunicado com antecedência, a exemplo da desvalorização da libra esterlina em 1967: se nos artigos do acordo ficava a indicação de que o FMI deveria ser avisado com antecedência, essa antecedência em comunicar a desvalorização da libra em 1967 foi de uma hora para outra, refletindo também a velocidade na evolução da acentuada liberalização dos mercados de capitais na época. Por fim, percebe-se ainda que as reservas do FMI revelaram-se insuficientes para lidar com os desequilíbrios da época, e os EUA assumiram o papel de prestador global, colocando-se como centro das relações econômicas internacionais. Por conseguinte, a credibilidade do SFI como agenda multilateral era limitada, apoiando-se na

capacidade dos EUA de assegurar a liquidez necessária para o seu funcionamento, e quando a crise afeta incisivamente os EUA o Sistema também entra em colapso (COHEN, 2002; EICHENGREEN, 1996).

Com o fim do Sistema Bretton Woods, intensifica-se o processo de globalização, caracterizado pela desregulamentação e liberalização financeira e pelo aumento dos fluxos de capitais internacionais, o que alterou a dinâmica da economia mundial e resultou em problemas monetários e cambiais, como mostraram a crise do peso mexicano em 1994/95, a crise do Leste Asiático em 1997, a crise na Rússia de 1998 e, ainda, as crises no Brasil em 1998-1999 e no período 2000-2002. Isso porque a mobilidade internacional de capitais, a volatilidade das taxas de câmbio e de juros, a desregulamentação dos mercados financeiros e as inovações financeiras limitaram ações de política monetária e resultaram em crise de balanço de pagamentos e em ataques especulativos às moedas nacionais (ALVES JR., FERRARI FILHO e DE PAULA, 2000). Dentro desse cenário, o FMI assume um papel regulatório, consultivo e financeiro, prestando socorro financeiro a países em crise. Porém, a Instituição passa a impor, em troca desse auxílio, condicionalidades como o aumento da transparência de dados oficiais, corte de gastos, políticas monetária e fiscal contracionistas, controle da inflação como prioridade da agenda econômica e reformas estruturais, entre outras. Isto é, o FMI abandona uma pressuposta neutralidade na definição das políticas econômicas nacionais e passa a ter uma postura intervencionista pela imposição de maiores condicionalidades que procuram modificar a estrutura institucional dos países (BUENO, 2006). Ademais, no contexto das crises monetárias e cambiais que decorrem da liberalização financeira, compreende-se a insuficiência do FMI em monitorá-las e solucioná-las de forma definitiva. Em geral, as operações de socorro financeiro aos países ocorreram depois que as crises se tornaram severas, com intuito de restaurar a confiança dos investidores, e eram assimétricas e recessivas, visto que os custos do ajuste eram pagos justamente por países com problemas de déficit externo (ALVES JR.; FERRARI FILHO; DE PAULA, 2000).

Mais especificamente no Brasil, ao longo dos anos 1980 e 1990 e de 2000 a 2002, o governo recorreu aos pacotes de socorro do FMI como forma de mitigar crises cambiais e desequilíbrios no balanço de pagamentos, tendo o Fundo demandado, como contrapartida, das autoridades econômicas medidas contracionistas, visto que a prioridade era retomar a confiança dos credores e do mercado financeiro em geral. Além disso, durante as negociações dos anos 1980, percebe-se que o auxílio remetido ao Brasil pelo Fundo nem sempre era suficiente frente às necessidades de compensar o déficit na conta corrente e aumentar o volume de reservas internacionais. Ademais, a falta de espaço econômico e político para

implementar algumas das cláusulas do programa de ajuste resultara na suspensão de fluxos financeiros, agravando os desequilíbrios internos e resultando em grande volume de pagamentos atrasados ao exterior. Tais dificuldades acarretaram no fracasso da renegociação da dívida brasileira com os credores em diversos momentos, sendo o mais importante a declaração da moratória em 1987 (CAVALCANTI, 1988; MODIANO, 1995; BATISTA JÚNIOR, 1997; LAGO, 1988; SALOMÃO; FONSECA, 2016).

As negociações com o FMI foram novamente fundamentais com o irromper da crise cambial em 1999. Em 1998, o Brasil solicita ao Fundo um apoio preventivo, a fim de auxiliar o país a enfrentar a incerteza dos mercados financeiros internacionais relacionada às consequências da crise no Leste Asiático e da crise na Rússia (BRAZIL, 1998). Em 1999, o PR é revisado para lidar com a crise de fato e as recomendações do Fundo seguem semelhantes às da década anterior, quais sejam: consolidação de firmes políticas monetária e financeira, forte ajuste fiscal e intensificação das reformas estruturais liberalizantes a fim de reestabelecer a confiança dos investidores (IMF, 1999b). Tais condições foram reforçadas quando o Brasil volta a solicitar auxílio do Fundo em 2001 e 2002, diante da possibilidade de não honrar seus compromissos internacionais. Nesse sentido, percebe-se que, em geral, uma resolução profunda dos problemas estruturais das economias, em desequilíbrio nos anos 1980 e 1990, vulneráveis às flutuações econômicas mundiais, estava longe de ser alcançada, visto que tais desequilíbrios eram justamente decorrentes de políticas econômicas austeras e liberalizantes, as quais o Fundo apontava como solução para as dificuldades (BUENO, 2006).

Com a crise de 2007-2008, o FMI passa a ter um papel menos decisivo dentro do SFI. Isso porque, primeiramente, o não aprofundamento da recessão em uma depressão econômica deu-se em forte medida por meio de políticas econômicas expansionistas e do socorro a instituições financeiras e empresas insolventes, dinâmica capitaneada pelos próprios países, e não por políticas indicadas pelo Fundo (nota-se que o uso de políticas econômicas contracíclicas vai de encontro às medidas recomendadas pelo FMI nas crises cambiais e financeiras anteriores). Ademais, nesse cenário fortalece-se o debate sobre a necessidade de reestruturação do SFI, com base em maior transparência, monitoramento e regulamentação para que o SFI pudesse retornar as suas funções primordiais de financiar investimento produtivo e, conseqüentemente, expandir a demanda efetiva, garantindo a estabilidade econômica internacional. A isso se soma a demanda dos países periféricos por uma agenda de reforma do FMI, a fim de conquistar maior representatividade dentro do SFI (FERRARI FILHO, 2006; 2011).

É possível observar essa dinâmica através da mitigação da crise financeira de 2007-2008 no Brasil. Nesse momento, as medidas tomadas para administrar os efeitos da crise financeira internacional no país revelaram-se diferentes daquelas estabelecidas em momentos anteriores. Isto é, antes, frente às dificuldades no balanço de pagamentos e crises cambiais, o país recorria ao FMI em busca de resgate financeiro, cumprindo com condicionalidades, e programava medidas de austeridade a fim de reconquistar a confiança do mercado financeiro. Agora, em vez de solicitar auxílio financeiro ao Fundo para lidar com os problemas do balanço de pagamentos, as autoridades econômicas brasileiras optaram por adotar políticas econômicas contracíclicas, a fim de estimular o crescimento econômico.

Nesse contexto, o Brasil ainda mostra sua maior independência em relação ao FMI por meio da compra de bônus emitidos pelo Fundo, assumindo o papel de credor da Instituição pela primeira vez na história, e por meio da defesa de uma agenda que demanda a reforma da governança monetária e financeira internacional, tendo como uma das pautas a ampliação da representatividade dos países emergentes dentro do FMI por meio de um aumento de suas cotas. Sendo assim, a crise de 2007-2008 revela uma mudança fundamental nas relações entre o Brasil e o FMI, quando comparada com os vínculos mais dependentes das décadas de 1980 e 1990 e do período 2000-2002. Essa autonomia também é parte de uma dinâmica global: a maioria dos países desenvolvidos e em desenvolvimento optam por políticas econômicas contracíclicas para lidar com os efeitos da crise internacional, sem recorrer aos pacotes financeiros do FMI (PRATES; BICHARA; CUNHA, 2009; CUNHA; PRATES; FERRARI FILHO, 2011).

Portanto, conforme a hipótese geral da dissertação, compreende-se que o FMI tem um papel limitado frente às necessidades apresentadas pelo SFI, principalmente contemporâneo. Mais especificamente, nota-se que o acordo de Bretton Woods apresentou soluções limitadas para os problemas monetários e financeiros do pós-Segunda Guerra Mundial, bem como as políticas de austeridade e condicionalidades promovidas pelo FMI após o colapso de Bretton Woods contribuíram para a instabilidade do Sistema. Por sua vez, na crise de 2007-2008, verifica-se que os países optaram por medidas políticas e econômicas unilaterais, enfraquecendo o papel do Fundo frente aos desequilíbrios de balanço de pagamentos e cambiais.

Dito isso, entende-se que a dissertação atinge os objetivos propostos, analisando o papel do FMI frente às crises internacionais, desde o arranjo de Bretton Woods até o atual cenário de recessão, e a relação do FMI com Brasil nos cenários de crise econômica, desde 1980 até 2010. Assim, foi possível:

- a) compreender o arranjo inicial do sistema internacional proposto em Bretton Woods;
- b) identificar as mudanças ocorridas nas políticas do FMI no período de desregulamentação financeira pós-Bretton Woods;
- c) discutir o papel do FMI frente à crise financeira internacional de 2007-2008 e
- d) discutir as crises econômicas pelas quais passaram o Brasil nos anos 1980 e 1990 e no período 2000-2002.

REFERÊNCIAS

- ALVES JR., A. J.; FERRARI FILHO, F.; DE PAULA, L. F. R. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema internacional: uma abordagem pós-keynesiana. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, p. 79-106, jan./jun. 2000. Disponível em: <<http://luizfernandodepaula.com.br/ups/crise-cambial-instabilidade-financeira-e-reforma.pdf>>. Acesso em: 28 maio 2018.
- ALVES, R. M. A difícil governança monetária internacional: o caso as cotas do FMI. **Boletim Meridiano 47**, Brasília, DF, v. 13, n. 134, p. 39-47, nov./dez. 2012. Disponível em: <www.periodicos.unb.br/ojs311/index.php/MED/article/.../4645/4235>. Acesso em: 17 out. 2018.
- ANDRADE, Carlos Drummond de. **Sentimento do mundo**. Rio de Janeiro: Record, 1940.
- ARANTES, A. **O FMI e a nova dependência brasileira**. São Paulo: Omega, 2002.
- ARAÚJO, E.; ARAÚJO, E.; FERRARI FILHO, F. Monetary institutions and macroeconomic performance in Brazil after the global economic crisis of 2007-2008. In: ARESTIS, P.; BALTAR, C. T.; PRATES, D. M. **The Brazilian economy since the great financial crisis of 2007/2008**. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2017. p. 41-68.
- ARESTIS, P.; DE PAULA, L. F.; FERRARI FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 1 (35), p. 1-30, abr. 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/01.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2018.
- ARESTIS, P.; SOBREIRA, R.; OREIRO, J. L. **The financial crisis: origins and implications**. [S.l.]: Palgrave Macmillan, 2011.
- BACHA, E. L. Entre a acomodação e o confronto: os dilemas da renegociação da dívida externa brasileira, 1983-1987. **Revista de Economia Política**, São Paulo, p. 49-66, abr./jun. 1988.
- BATISTA JÚNIOR, P. N. A moratória de 1987. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 20 fev. 1997. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/1997/2/20/dinheiro/4.html>>. Acesso em: 17 maio 2018.
- BATISTA JÚNIOR, P. N. **O Brasil e a economia internacional**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2005.
- BATISTA JÚNIOR, P. N. **Pensando o Brasil: ensaios e palestras**. Brasília, DF: Fundação Alexandre de Gusmão, 2009.
- BELLUZO, L. Finança global e ciclos de expansão. In: FIORI, J. L. **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Rio de Janeiro: Vozes, 1999. p. 200-251.
- BELLUZZO, L. Brasil, um desenvolvimento difícil. In: CASTRO, A. C. **Desenvolvimento em debate**. v. 2. Rio de Janeiro: BNDES, 2002. p. 57-70.

BIRD, G.; WILLET, T. MF conditionality, implementation and the political economy of ownership. **Comparative Economic Studies**, Houndmills, v. 46, n. 3, p. 423-445, Feb. 2004.

BOUGHTON, J. M. **Why White, not Keynes?** Inventing the postwar international monetary system. Washington, Mar. 2002. (IMF working paper, 02/52).

BOUGHTON, J. From Suez to Tequila: the IMF as crisis manager. **The Economic Journal**, London, v.110 n. 460, p. 273-291, 2000. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-0297.00501>>. Acesso em: 17 out. 2018

BRAGA, J. C.; CINTRA, A. M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, J. L. **O poder americano**. Petropolis: Vozes, 2004. p. 200-260.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais**. Brasília, DF, 2018. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/?serietemp>>. Acesso em: 6 jun. 2018.

BRAZIL. **Letter of intent**. Washington, DC: IMF, Nov. 13 1998. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/loi/111398.htm>>. Acesso em: 28 maio 2018.

BRAZIL. **Letter of intent**. Washington, DC: IMF, Aug. 23 2001. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/loi/2001/bra/02/index.htm>>. Acesso em: 4 jun. 2018.

BRAZIL. **Letter of intent**. Washington, DC: IMF, Aug. 29 2002. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/loi/2002/bra/04/index.htm>>. Acesso em: 4 jun. 2018.

BUENO, F. M. As Condicionalidades do Fundo Monetário Internacional. **Economia Política Internacional**: análise estratégica, Campinas, n. 9, p. 29-39, jul./dez. 2006.

BUIRA, A. **An analysis of IMF conditionality**. Paper prepared for the XVI Technical Group Meeting of the Intergovernmental Group, Geneva, Feb. 24 2003.

CALVO, G.; MENDOZA, E. Mexico's balance-of-payments crises: a chronicle of a death foretold. **Journal of International Economics**, Amsterdam, v. 41, n. 1594, p. 235-264, 1996. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/paper/fipfedgif/545.htm>>. Acesso em: 17 out. 2018

CAVALCANTI, C. B. **Transferência de recursos ao exterior e substituição de dívida externa por dívida interna**. Rio de Janeiro: BNDES, 1988.

CENTRAL BANK OF THE RUSSIAN FEDERATION. The history of the Bank of Russia's exchange rate policy. In: SETTLEMENTS, B. F. I. **Market volatility and foreign exchange interventions in EMEs: what has changed?** [S.l.], 2013. (BIS Papers, v. 73). p. 293-299. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap73.htm>>. Acesso em: 17 out. 2018.

COHEN, B. J. Bretton woods system. In: JONES, R. J. B. **Routledge encyclopedia of international political economy**. London: Routledge, 2002. p. 95-102.

CORDELLA, T.; DELL'ARICCIA, G. **Limits of conditionality in poverty reduction programs**. Washington, DC, 2002. p. 68-86. (IMF staff papers, special issue).

CRUZ, P. R. D. C. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos 80. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 5, n. 1, p. 121-144, ago. 1995. Disponível em: <<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/novaeconomia/article/view/2287/1232>>. Acesso em: 3 jun. 2018.

CUNHA, A. M. O pacífico asiático: da integração econômica dos anos 80. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 3., Niterói, 1998. **Anais...** Niterói: UFF, 1998.

CUNHA, A. M. A crise asiática: para além das explicações convencionais. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 20, n. 2, p. 159-187, 1999. Disponível em: <<https://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/1954/2331>>. Acesso em: 2 jun. 2018.

CUNHA, A. M. Iniciativa de Chiang Mai: integração financeira e monetária no pacífico asiático. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 8., Florianópolis, 2003. **Anais...** Florianópolis, 2003.

CUNHA, A. M. **Liberalização econômica, crise financeira e reformas estruturais: a experiência asiática.** Texto preparado para o Encuentro de Estudos Coreanos em América Latina. [S.l.], 2004. Disponível em: <https://www.ufrgs.br/fce/wp-content/uploads/2017/02/TD08_2004_cunha.pdf>. Acesso em: 23 jun. 2018.

CUNHA, A. M. A Crise financeira global e as reformas na arquitetura financeira internacional. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 34, n. 2, p. 349-382, dez. 2009. Disponível em: <<https://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/2648>>. Acesso em: 17 out. 2018.

CUNHA, A. M.; PRATES, D. M.; FERRARI FILHO, F. Brazil responses to the international financial crisis: a successful example of keynesian policies? **Panoeconomicus**, Novi Sad, v. 5, special issue, p. 693-714, 2011.

DAVIDSON, P. **Financial markets, money and the real world.** Cheltenham: Edward Elgar, 2002.

DE FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 1, n.11, p. 173-98, dez. 1998. Disponível em: <<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/viewFile/8643158/10707>>. Acesso em: 17 out. 2018.

DE PAULA, L. F. Macroeconomia aberta em contexto de globalização financeira: algumas notas em uma perspectiva pós-keynesiana. In: FERRARI FILHO, F. **Teoria geral, setenta anos depois: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana.** Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006. p. 179-206.

DESAI, P. Why did the ruble collapse in August 1998? **American Economic Review: papers and proceedings**, v. 90, n. 2, p. 48-52, May 2000.

EICHENGREEN, B. **Globalizing capitals: a history of the international monetary system.** Princeton: Princeton University Press, 1996.

EICHENGREEN, B. **Global imbalances and the lessons of Bretton Woods**. Cambridge: MIT Press, 2010.

FEDERICO, G. **IMF conditionality**. Oxford: Nuffield College, University of Oxford, Sept. 2001a. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.435.4921&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em: 1 jul. 2018.

FEDERICO, G. **Samaritans, rotten kids and policy conditionality**. Oxford: Nuffield College, University of Oxford, Sept. 2001b. Disponível em: <[https://www.nuff.ox.ac.uk/users/federico/Aid and Conditionality.pdf](https://www.nuff.ox.ac.uk/users/federico/Aid%20and%20Conditionality.pdf)>. Acesso em: 1 jul. 2018.

FERRARI FILHO, F. Plano Collor: uma avaliação preliminar. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 18, n. 1, p. 31-33, 1990. Disponível em: <<https://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/download/3865/3786>>. Acesso em: 17 outubro 2018.

FERRARI FILHO, F. **Política comercial, taxa de câmbio e moeda internacional: uma análise a partir de Keynes**. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006.

FERRARI FILHO, F. Como era de se esperar, a crise internacional chegou ao Brasil. E agora, o que fazer para mitigarmos os impactos da crise em 2009 e retomarmos o rumo do crescimento em 2010? **Economia & Tecnologia**, Campinas, v. 17, p. 27-32, abr./jun. 2009. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/277064810_Como_era_de_se_esperar_a_crise_internacional_chegou_ao_Brasil_E_agora_o_que_fazer_para_mitigarmos_os_impactos_da_crise_em_2009_e_retomarmos_o_rumo_do_crescimento_em_2010>. Acesso em: 17 out. 2018.

FERRARI FILHO, F. Uma vez que a crise chegou ao Brasil, o que fazer? **Contexto Econômico/CORECON-RS**, Porto Alegre, v. 59, p. 4, maio 2009. Disponível em: <<http://www.coreconrs.org.br/pdf/cont0409.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2018.

FERRARI FILHO, F. Brazil's response: how did financial regulation and monetary policy influence recovery? **Brazilian Journal of Political Economy**, São Paulo, v. 31, n. 5 (125), special edition, p. 880-888, 2011. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v31n5/a19v31n5.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2018.

FERRARI FILHO, F. O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico? **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 19, p. 5-21, mar. 2011. Disponível em: <<https://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/10650>>. Acesso em: 17 out. 2018.

FERRARI FILHO, F. The necessity of reforming the international monetary system. In: ARESTIS, P.; SOBREIRA, R.; OREIRO, J. L. **The financial crisis: origins and implications**. [S.l.]: Palgrave Macmillan, 2011. Cap. 10, p. 211-233.

FERRARI FILHO, F.; DA SILVA, G. T. F.; SCHATZMANN, S. Política comercial e cambial, vulnerabilidade externa e crescimento econômico: a experiência da economia brasileira a partir dos anos 1980. **Nova Economia**, Belo Horizonte, p. 11-43, jan./abr. 2011. Disponível em: <<https://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/viewFile/10650/6285>>. Acesso em: 17 out. 2018.

FERRARI FILHO, F.; DE PAULA, L. F. The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy. **Investigación Económica**, México, v. 62, n. 244, p. 57-92, abr./jun. 2003. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/42842419>>. Acesso em: 17 out. 2018.

FERRARI FILHO, F.; DE PAULA, L. F. Regime Cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China. In: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. **Câmbio e controles de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos**. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2006. p. 184-221. Disponível em: <<http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/regime-cambial-conversibilidade-da-conta-de-capital-e-performance-economica.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2018.

FERRARI FILHO, F.; DE PAULA, L. F. Avaliação do regime cambial brasileiro pós-1999: análises crítica e propositiva. In: OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F.; BASILIO, F. **Macroeconomia do desenvolvimento: ensaios sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica**. Recife: Editora Universitária UFPE, 2012. Disponível em: <<http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/avaliacao-do-regime-cambial-brasileiro-pos-1999.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2018.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. D. Crise financeira e reestruturação do sistema monetário internacional. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 37, n. 1, p. 113-117, 2009. Disponível em: <<https://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/2300/2660>>. Acesso em: 13 jul. 2018.

GILPIN, R. **A economia política das relações internacionais**. Brasília, DF: UNB, 2002.

GONÇALVES, R. Maxidesvalorização, vulnerabilidade externa e a crise brasileira. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 27, n. 1, p. 59-69, 1999. Disponível em: <http://sinop.unemat.br/site_antigo/prof/foto_p_downloads/fot_8789maxidesvalobizayyo_cambial_x_plano_yeal_pdf.pdf>. Acesso em: 17 out. 2018.

GRIFFITH-JONES, S. La crisis del peso mexicano. **Revista de la Cepal**, Santiago de Chile, p. 151-171, 1996.

HORSEFIELD, J. K. **The International Monetary Fund, 1945-1969: twenty years of international monetary cooperation**. v. 1. Washington, DC: International Monetary Fund; Chronicles, 1969a.

HORSEFIELD, J. K. **The International Monetary Fund, 1945-1969: twenty years of international monetary cooperation**. v. 2. Washington, DC: International Monetary Fund; Chronicles, 1969b.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. **Annual report**. Washington, DC, 1994. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/archive/pdf/ar1994.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. **Annual report**. Washington, DC, 1995. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/archive/pdf/ar1995.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **News brief:** Camdessus welcomes conclusion of talks on Brazil’s program. Washington, DC, 1998. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/29/18/03/nb9843>>. Acesso em: 28 maio 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **News brief:** IMF approves credit disbursement to Brazil. Washington, DC, 1999a. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/29/18/03/nb9914>>. Acesso em: 28 maio 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **News brief:** joint statement of the Ministry of Finance of Brazil and the IMF team. Washington, DC, 1999b. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/29/18/03/nb9905>>. Acesso em: 28 maio 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Press release:** IMF approves US\$15.58 billion stand-by credit for Brazil. Washington, DC, 2001. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr0138>>. Acesso em: 4 jun. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Guidance on the design and implementation of IMF conditionality:** preliminary considerations. Washington, DC, 2002a.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Press release:** IMF approves US\$30.4 billion stand-by credit for Brazil. Washington, DC, 2002b. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr0240>>. Acesso em: 4 jun. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Press release:** statement by IMF managing director Rodrigo de Rato at the conclusion of his visit to Brazil. Washington, DC, 2007a. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr07183>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Public information notice:** IMF Executive Board concludes 2007 article IV consultation with Brazil. Washington, DC, 2007b. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/pn07114>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Public information notice:** IMF Executive Board concludes 2008 article IV consultation with Brazil. Washington, DC, 2008a. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/pn08103>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Transcript of a press conference by international monetary fund managing director, Dominique Strauss-Kahn.** Washington, DC, 2008b. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/54/tr081009>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **IMF survey:** directors back reforms to overhaul IMF quotas and voice. Washington, DC, 2008c. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sonew032808a>>. Acesso em: 12 jun. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Public information notice:** IMF Executive Board concludes article IV consultation with Brazil. Washington, DC, 2009a. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/pn0992>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Press release:** IMF approves framework for issuing notes to the official sector. Washington, DC, 2009b. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr09248>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Press release:** IMF managing director Dominique Strauss-Kahn welcomes Brazil's intention to invest up to US\$10 billion in notes issued by the IMF. Washington, DC, 2009c. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr09207>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Public information notice:** IMF Executive Board concludes 2010 article IV consultation with Brazil. Washington, DC, 2010a. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/pn10111>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **IMF survey:** IMF Board approves far-reaching governance reforms. Washington, DC, 2010b. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sonew110510b>>. Acesso em: 13 jun. 2018.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA – IPEA. Produto interno bruto (PIB) real. **Ipeadata**, Brasília, DF, 2018. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/exibeserie.aspx?serid=38414>>. Acesso em: 6 jun. 2018.

ISARD, P. **Globalization and the international financial system**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

LAGARDE, C. **Economic inclusion and financial integrity:** an address to the conference on inclusive capitalism. London, May 27 2014. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp052714>>. Acesso em: 21 jun. 2018.

LAGO, L. A. C. D. A suspensão do pagamento dos juros da dívida externa. In: BATISTA JÚNIOR, P. N. **Novos ensaios sobre o setor externo da economia brasileira**. Rio de Janeiro: FVG-IBRE, 1988. p. 73-89.

LEECH, D; LEECH R. Voting power in Bretton Woods institutions. In: PALONI, A.; ZANARDI, M. (Org.). **The IMF, World Bank and policy reform**. [S.l.]: Routledge, 2012. Disponível em: <<https://warwick.ac.uk/fac/soc/pais/research/researchcentres/csgr/papers/workingpapers/2004/wp15404.pdf>>. Acesso em: 17 outubro 2018.

MESQUITA, P. E. D. **A Organização Mundial do Comércio**. Brasillia, DF: FUNAG, 2013.

MODIANO, E. A ópera dos três cruzados: 1985-1989. In: ABREU, M. D. P. **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1995. Cap. 13, p. 347-285.

NASCIMENTO, E. R.; DEBUS, I. **Entendendo a Lei de Responsabilidade Fiscal**. 2. ed. Brasília, DF: Tesouro Nacional, 2000. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/0/EntendendoLRF.pdf>>. Acesso em: 24 jun. 2018.

PALMA, J. G. **The 1999 Brazilian financial crisis: how to create a financial crisis by trying to avoid one**. Third Workshop "Financial Stability and Growth" organized by CEMACRO, FGV and Ford Foundation. [S.l.]: [s.n.], 2012.

PAULANI, L. M. Brasil delivery: a política econômica do Governo Lula. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 4 (92), p. 58-73, out./dez. 2003.

POLACK, J. The changing nature of IMF conditionality. **Essays in International Finance**, Princeton, n.184, 1991.

POPOV, V. **Currency crises in Russia and other transition economies**. Munich, Oct. 2001. (MPRA paper, 28117). Disponível em: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/28117/1/MPRA_paper_28117.pdf>. Acesso em: 24 jun. 2018.

PRATES, D. M.; BICHARA, J. D. S.; CUNHA, A. M. O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 37, n. 1, 2009.

SALOMÃO, I. Do estrangulamento externo à moratória: a negociação brasileira com o FMI no governo Figueiredo (1979 - 1985). **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v 20. n.1, p. 5-27, 2016. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-98482016000100005&script=sci_abstract&tlng=pt> Acesso em: 17 outubro 2018.

SALOMÃO, I. C.; FONSECA, P. C. D. Arroubos econômicos, legitimação política: uma análise da moratória da dívida externa de 1987. **Brazilian Journal of Political Economy**, São Paulo, v. 36, n. 4 (145), p. 788-806, out./dez. 2016. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v36n4/1809-4538-rep-36-04-00788.pdf>>. Acesso em: 21 jun. 2018.

UNITED NATIONS MONETARY AND FINANCIAL CONFERENCE. **Proceedings and documents**. v. 1. Washington, DC: U.S. Govt. Print. Off, 1948.

**ANEXO A - Lista de Conteúdo dos Artigos do Acordo do Fundo Monetário
Internacional**

Articles of Agreement

The Final Act of the United Nations Monetary and Financial Conference held at Bretton Woods from July 1 to July 22, 1944 included, inter alia, the Articles of Agreement of the International Monetary Fund. These are reproduced below. For convenience, the list of Articles and Sections printed at the end of the Articles in the Final Act has here been transferred to the beginning as a Table of Contents.

Articles of Agreement
of the
International Monetary Fund
(July 22, 1944)

TABLE OF CONTENTS

	PAGE
Introductory Article	187
I. Purposes	187
II. Membership	188
1. Original members	188
2. Other members	188
III. Quotas and Subscriptions	188
1. Quotas	188
2. Adjustment of quotas	188
3. Subscriptions: time, place, and form of payment	188
4. Payments when quotas are changed	189
5. Substitution of securities for currency	189
IV. Par Values of Currencies	189
1. Expression of par values	189
2. Gold purchases based on par values	189
3. Foreign exchange dealings based on parity	189
4. Obligations regarding exchange stability	190
5. Changes in par values	190
6. Effect of unauthorized changes	190
7. Uniform changes in par values	190
8. Maintenance of gold value of the Fund's assets	191
9. Separate currencies within a member's territories	191
V. Transactions with the Fund	191
1. Agencies dealing with the Fund	191
2. Limitation on the Fund's operations	191
3. Conditions governing use of the Fund's resources	191
4. Waiver of conditions	192
5. Ineligibility to use the Fund's resources	192

	PAGE
6. Purchases of currencies from the Fund for gold	192
7. Repurchase by a member of its currency held by the Fund	192
8. Charges	193
VI. Capital Transfers	193
1. Use of the Fund's resources for capital transfers	193
2. Special provisions for capital transfers	194
3. Controls of capital transfers	194
VII. Scarce Currencies	194
1. General scarcity of currency	194
2. Measures to replenish the Fund's holdings of scarce currencies	194
3. Scarcity of the Fund's holdings	195
4. Administration of restrictions	195
5. Effect of other international agreements on restrictions	195
VIII. General Obligations of Members	195
1. Introduction	195
2. Avoidance of restrictions on current payments	195
3. Avoidance of discriminatory currency practices	195
4. Convertibility of foreign-held balances	196
5. Furnishing of information	196
6. Consultation between members regarding existing international agreements	197
IX. Status, Immunities, and Privileges	197
1. Purposes of Article	197
2. Status of the Fund	197
3. Immunity from judicial process	197
4. Immunity from other action	197
5. Immunity of archives	197
6. Freedom of assets from restrictions	197
7. Privilege for communications	197
8. Immunities and privileges of officers and employees	197
9. Immunities from taxation	198
10. Application of Article	198
X. Relations with Other International Organizations	198
XI. Relations with Non-member Countries	198
1. Undertakings regarding relations with non-member countries	198
2. Restrictions on transactions with non-member countries	199
XII. Organization and Management	199
1. Structure of the Fund	199
2. Board of Governors	199
3. Executive Directors	200
4. Managing Director and staff	201
5. Voting	201
6. Distribution of net income	202
7. Publication of reports	202
8. Communication of views to members	202
XIII. Offices and Depositories	202
1. Location of offices	202
2. Depositories	202
3. Guarantee of the Fund's assets	202

	PAGE
XIV. Transitional Period	203
1. Introduction	203
2. Exchange restrictions	203
3. Notification to the Fund	203
4. Action of the Fund relating to restrictions	203
5. Nature of transitional period	203
XV. Withdrawal from Membership	203
1. Right of members to withdraw	203
2. Compulsory withdrawal	203
3. Settlement of accounts with members withdrawing	204
XVI. Emergency Provisions	204
1. Temporary suspension	204
2. Liquidation of the Fund	204
XVII. Amendments	205
XVIII. Interpretation	205
XIX. Explanation of Terms	205
XX. Final Provisions	207
1. Entry into force	207
2. Signature	207
3. Inauguration of the Fund	208
4. Initial determination of par values	208

SCHEDULES

A. Quotas	210
B. Provisions with Respect to Repurchase by a Member of its Currency Held by the Fund	210
C. Election of Executive Directors	211
D. Settlement of Accounts with Members Withdrawing	212
E. Administration of Liquidation	213

Fonte: Horsefield (1969b).

ANEXO B - Principais Indicadores Macroeconômicos do Brasil, 1990-2010

Indicadores/ Período	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Inflação/IPCA, %	1.620,9	472,7	1.119,1	2.477,1	916,4	22,4	9,66	5,22	1,66
Crescimento do PIB, %	- 4,3	1,0	- 0,5	4,7	5,3	4,4	2,1	3,4	0,0
Taxa de Juros Básica, final de período, %	---	---	---	---	---	---	23,0	38,0	29,0
Saldo Comercial, US\$ bilhões	10,7	10,6	15,2	13,3	10,5	- 3,5	- 5,6	- 6,7	- 6,6
Transações Correntes, US\$ bilhões	- 3,8	- 1,4	6,1	- 0,7	- 1,8	- 18,4	- 23,5	- 30,4	- 33,4
Reservas Cambiais, US\$ bilhões	10,0	9,4	23,7	32,2	38,8	51,8	60,1	52,2	44,6
Resultado Fiscal/PIB, %	---	2,71	1,57	2,19	5,21	0,24	- 0,09	- 0,88	0,01
Dívida Pública/PIB, %	---	42,0	37,1	32,6	30,0	29,1	29,6	30,4	35,4

(Continuação)

Indicadores/ Ano	1999	2000	2001	2002	2003
Taxa de Inflação (IPCA) (%)	8,94	5,97	7,67	12,53	9,30
Varição do PIB (%)	0,3	4,3	1,3	3,1	1,2
Taxa Selic, fim do período (%)	19,00	15,75	19,00	25,00	16,50
Saldo Comercial (US\$ bilhões)	-1,2	-0,7	2,6	13,1	24,8
Transações Correntes (US\$ bilhões)	-25,3	-24,2	-23,2	- 7,6	4,2
Reservas Cambiais (US\$ bilhões)	36,3	33,0	35,9	37,8	49,3
Resultado Primário/PIB (%)	3,2	3,2	3,3	3,2	3,3
Resultado Financeiro/PIB (%)	- 8,7	- 6,9	- 7,0	- 7,6	- 8,5
Dívida Pública Líquida/PIB (%)	44,5	45,5	49,9	51,3	53,5

(Continuação)

Indicadores/ Ano	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Taxa de Inflação (IPCA) (%)	9,30	7,60	5,69	3,14	4,46	5,9	4,31	5,91
Variação do PIB (%)	1,2	5,7	3,1	4,0	6,0	5,0	- 0,2	7,6
Taxa Selic, fim do período (%)	16,50	17,75	18,00	13,25	11,25	13,75	8,75	10,75
Saldo Comercial (US\$ bilhões)	24,8	33,6	44,7	46,5	40,0	24,8	25,3	20,2
Transações Correntes (US\$ bilhões)	4,2	11,7	14,0	13,6	1,5	- 28,2	-24,3	- 47,4
Reservas Cambiais (US\$ bilhões)	49,3	52,9	53,8	85,8	180,3	193,8	238,5	288,6
Resultado Primário/PIB (%)	3,3	3,5	3,8	3,2	3,3	3,4	2,0	2,7
Resultado Financeiro/ PIB (%)	- 8,5	- 6,6	- 7,4	- 6,8	- 6,1	- 5,4	- 5,3	- 5,3
Dívida Pública Líquida/PIB (%)	53,5	48,2	48,0	45,9	43,9	38,8	43,0	39,1

Fonte: IPEA (2018).