

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

**JOANA SILVESTRIN ZANON**

**A CRISE FINANCEIRA GLOBAL E SEUS IMPACTOS: UMA AVALIAÇÃO  
COMPARATIVA DAS PROPOSTAS DO FMI E DA ATUAÇÃO DOS PAÍSES DO  
BRICS**

**Porto Alegre**

**2017**

**JOANA SILVESTRIN ZANON**

**A CRISE FINANCEIRA GLOBAL E SEUS IMPACTOS: UMA AVALIAÇÃO  
COMPARATIVA DAS PROPOSTAS DO FMI E DA ATUAÇÃO DOS PAÍSES DO  
BRICS**

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. Marcelo Milan

**Porto Alegre**

**2017**

## CIP - Catalogação na Publicação

Zanon, Joana Silvestrin

A crise financeira global e seus impactos : uma avaliação comparativa das propostas do FMI e da atuação dos países do BRICS / Joana Silvestrin Zanon. - 2017.

119 f.

Orientador: Marcelo Milan.

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, 2017.

1. BRICS. 2. FMI. 3. Crises financeiras. I. Milan, Marcelo, orient. II. Título.

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

**JOANA SILVESTRIN ZANON**

**A CRISE FINANCEIRA GLOBAL E SEUS IMPACTOS: UMA AVALIAÇÃO  
COMPARATIVA DAS PROPOSTAS DO FMI E DA ATUAÇÃO DOS PAÍSES DO  
BRICS**

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, 30 de setembro de 2016.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Marcelo Milan - Orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho  
UFRGS

---

Profa. Dra. Jacqueline Angélica Hernández Haffner  
UFRGS

---

Prof. Dr. Ricardo Dathein  
UFRGS

## **AGRADECIMENTOS**

Ao meu orientador, Prof. Dr. Marcelo Milan, meus sinceros agradecimento e reconhecimento pelos ensinamentos, pela dedicada orientação e pelas excelentes contribuições a este trabalho.

À minha família, fonte de amor e de inspiração, agradeço o apoio incondicional aos meus sonhos e projetos, a compreensão, o carinho e a paciência, especialmente durante a elaboração desta dissertação.

Aos amigos, meu agradecimento pelo companheirismo, pelo esforço de se fazerem presentes mesmo à distância e pela ajuda prestada nos momentos em que dela precisei.

Ao PPGEEI/UFRGS, agradeço o compromisso com um ensino de qualidade e com a promoção de um espaço interdisciplinar de estudo e debate da temática internacional.

## RESUMO

A presente pesquisa analisa comparativamente as medidas de enfrentamento à crises econômicas indicadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e aquelas adotadas pelos países do BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) em reação à crise financeira global (CFG) deflagrada em 2008. Para tanto, descreve-se brevemente os principais aspectos da CFG e das recomendações do FMI para este evento, bem como da atuação do FMI em episódios de crise, por meio de uma perspectiva histórica. A seguir, apresenta-se uma análise não exaustiva de estudos que avaliaram o impacto do Fundo sobre variáveis socioeconômicas nacionais, como crescimento da economia e distribuição de renda, para se inferir quais seriam os possíveis resultados se as propostas do FMI fossem seguidas como resposta à CFG. Por fim, as principais medidas de reversão da crise adotadas pelos países do BRICS são mapeadas, para então identificar as consequências destas sobre as variáveis semelhantes às consideradas nos estudos sobre o FMI. Para a consecução do presente trabalho, parte-se de duas hipóteses. A primeira é que as medidas propugnadas pelo FMI não representam uma alternativa superior em termos de desempenho socioeconômico àquelas efetivamente adotadas pelo BRICS. A segunda é que estas medidas, por serem diferentes, refletem diferentes concepções sobre as causas das crises e as formas de gerenciá-las. Utiliza-se no estudo metodologia histórico-dedutiva e histórico-comparativa, com informações estatísticas sobre dados socioeconômicos, permitindo a investigação das hipóteses levantadas.

**Palavras-chave:** BRICS. FMI. Crises financeiras.

## **ABSTRACT**

The present research analyzes comparatively the measures coping economic crises indicated by the International Monetary Fund (IMF) and those adopted by the countries of the BRICS (Brazil, Russia, India, China and South Africa) in reaction to the 2008 global financial crisis (GFC). Therefore, it is presented a brief description of the GFC's most important aspects as well as of the IMF's role in crisis episodes, through a historical perspective. Next, it is made a non-exhaustive review of studies assessing the Fund's impact on national socio-economic variables, such as economic growth and income distribution, in order to infer which would be the possible outcomes if the IMF proposals were followed in response to the GFC. Finally, the major coping measures adopted by the BRICS countries are mapped, in order to then identify its consequences on variables similar to those considered in the studies about the IMF. For the achievement of this work, there are two hypotheses. The first one is that the measures advocated by the IMF do not represent a superior alternative in terms of socio-economic performance compared to those effectively adopted by the BRICS. The second is that these measures, because they are different, reflect different concepts on the causes of the crises and the ways to manage them. It is used in the study a historical-deductive and historical-comparative methodology, with statistical information on socioeconomic data, allowing the investigation of the hypotheses.

**Keywords:** BRICS. IMF. Financial crises.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Quadro 1</b> – Divisão dos países pelo FMI de acordo com as condições macroeconômicas e com as políticas monetárias propostas.....	<b>29</b>
<b>Quadro 2</b> – Divisão dos países pelo FMI de acordo com as condições macroeconômicas e com as políticas fiscais propostas.....	<b>31</b>
<b>Quadro 3</b> – Sinopse do mandato do FMI.....	<b>45</b>
<b>Quadro 4</b> – Usos e limitações de testes alternativos aos programas do FMI.....	<b>56</b>
<b>Quadro 5</b> – Canais de interferência do FMI sobre o risco de ocorrência de crises cambiais.....	<b>59</b>
<b>Figura 1</b> – Parcela da renda do trabalho no setor manufatureiro na renda do setor conforme experiência com o FMI.....	<b>70</b>
<b>Quadro 6</b> – Esquematização de literatura sobre efeitos dos programas do FMI.....	<b>74</b>
<b>Quadro 7</b> – Primeiras medidas de política econômica anticíclica pelo BRICS.....	<b>79</b>
<b>Gráfico 1</b> – Taxa de juros (% a. a.) do BRICS de 2006 a 2013.....	<b>80</b>
<b>Gráfico 2</b> – Gasto geral total do governo do BRICS, percentual do PIB, de 2006 a 2013....	<b>82</b>
<b>Gráfico 3</b> – Taxa oficial de câmbio do BRICS, moeda nacional comparada ao dólar, média anual de 2006 a 2013.....	<b>84</b>
<b>Gráfico 4</b> – Reservas internacionais de Brasil, China, Índia e Rússia, inclusive ouro, em bilhões de dólares americanos correntes, de 2006 a 2013.....	<b>86</b>
<b>Gráfico 5</b> – Reservas internacionais da África da Sul, inclusive ouro, em bilhões de dólares americanos correntes, de 2006 a 2013.....	<b>86</b>
<b>Quadro 8</b> – Quadro-resumo do comportamento da taxa de juros, gasto geral do governo, taxa oficial de câmbio e reservas internacionais do BRICS, de 2009 a 2013, em relação ao ano anterior e a 2008.....	<b>88</b>
<b>Gráfico 6</b> – PIB real do BRICS, crescimento percentual anual, de 2006 a 2013.....	<b>91</b>
<b>Gráfico 7</b> – Valor adicionado da produção industrial do BRICS, percentual do PIB, de 2006 a 2013.....	<b>92</b>
<b>Gráfico 8</b> – Taxa de desemprego no BRICS, percentual da força de trabalho modelado segundo estimativa OIT, de 2006 a 2013.....	<b>93</b>
<b>Gráfico 9</b> – Taxa de inflação no BRICS, preços ao consumidor, variação percentual anual, de 2006 a 2013.....	<b>94</b>
<b>Quadro 9</b> – Quadro-resumo do comportamento do PIB, da produção industrial, da taxa	

de desemprego e da taxa de inflação do BRICS, de 2009 a 2013, em relação ao ano anterior e a 2008.....	96
<b>Gráfico 10</b> – Renda doméstica bruta no BRICS, trilhões de unidades monetárias locais constantes, de 2006 a 2013.....	98
<b>Gráfico 11</b> – Parcela da renda detida pelos 20% mais ricos no BRICS, de 2006 a 2013.....	99
<b>Gráfico 12</b> – Parcela da renda detida pelos 20% mais pobres no BRICS, de 2006 a 2013...	99
<b>Gráfico 13</b> – Índice de Gini no BRICS, estimativa do Banco Mundial, de 2006 a 2013.....	101
<b>Quadro 10</b> – Quadro-resumo do comportamento da renda interna, renda do quintil mais rico, renda do quintil mais pobre e índice de Gini do BRICS, de 2009 a 2013, em relação ao ano anterior e a 2008.....	102
<b>Gráfico 14</b> – Saldo em conta corrente no BRICS, percentual do PIB, de 2006 a 2013.....	104
<b>Gráfico 15</b> – Conta financeira líquida do BRICS, bilhões de dólares americanos correntes, de 2006 a 2013.....	106
<b>Gráfico 16</b> – Influxo líquido de IDE no BRICS, percentual do PIB, de 2006 a 2013.....	108
<b>Quadro 11</b> – Quadro-resumo do comportamento do saldo em conta corrente, conta financeira e influxo de IDE no BRICS, de 2009 a 2013, em relação ao ano anterior e a 2008.....	110

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> – Indicadores macroeconômicos externos em economias emergentes e em desenvolvimento, de 2007 a 2009.....	<b>21</b>
<b>Tabela 2</b> – Comparações absoluta e relativa (programas de valores elevados).....	<b>61</b>
<b>Tabela 3</b> – Crescimento conforme condições observáveis (reservas e déficit).....	<b>65</b>
<b>Tabela 4</b> – Diferenciais estimados sobre o crescimento.....	<b>66</b>
<b>Tabela 5</b> – Arranjos entre o FMI e os países do BRICS.....	<b>77</b>

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>A CRISE FINANCEIRA GLOBAL DE 2008 E AS RECOMENDAÇÕES DO FMI.....</b>	<b>14</b>
2.1	A CRISE DE 2007: ORIGEM E MECANISMOS DE PROPAGAÇÃO ÀS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO .....	14
2.2	MEDIDAS DE ENFRENTAMENTO RECOMENDADAS PELO FMI: INDÍCIOS DE MUDANÇAS .....	26
<b>3</b>	<b>A ATUAÇÃO DO FMI E SEUS IMPACTOS: UMA AVALIAÇÃO INSTITUCIONAL E HISTÓRICA .....</b>	<b>37</b>
3.1	O FMI E A INSTABILIDADE FINANCEIRA INTERNACIONAL: DA ORIGEM À ATUALIDADE .....	37
<b>3.1.1</b>	<b>Estrutura, funcionamento e finalidades do FMI .....</b>	<b>37</b>
<b>3.1.2</b>	<b>O FMI na atualidade .....</b>	<b>47</b>
3.2	EFEITOS DO AUXÍLIO DO FMI NAS ECONOMIAS SUBMETIDAS A SEUS PROGRAMAS.....	53
<b>3.2.1</b>	<b>Limitações metodológicas .....</b>	<b>53</b>
<b>3.2.2</b>	<b>Probabilidade de ocorrência de uma crise e de desvalorização cambial .....</b>	<b>58</b>
<b>3.2.3</b>	<b>Conta corrente, balanço de pagamentos e investimento direto estrangeiro.....</b>	<b>60</b>
<b>3.2.4</b>	<b>Crescimento econômico.....</b>	<b>63</b>
<b>3.2.5</b>	<b>Distribuição de renda e inflação .....</b>	<b>69</b>
<b>3.2.6</b>	<b>Democracia e Estado de Direito .....</b>	<b>72</b>
3.3	RESUMO DA LITERATURA.....	73
<b>4</b>	<b>A REAÇÃO DOS PAÍSES DO BRICS À CFG E SUAS CONSEQUÊNCIAS SOCIOECONÔMICAS.....</b>	<b>76</b>
4.1	MEDIDAS ADOTADAS PELOS PAÍSES DO BRICS EM REAÇÃO À CFG .....	78
4.2	DESEMPENHO DE VARIÁVEIS SOCIOECONÔMICAS NO BRICS.....	90
<b>4.2.1</b>	<b>Indicadores macroeconômicos.....</b>	<b>90</b>
<b>4.2.2</b>	<b>Indicadores de renda e de desigualdade social.....</b>	<b>98</b>
<b>2.2.3</b>	<b>Indicadores do setor externo.....</b>	<b>103</b>
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>113</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>116</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A integração econômica e financeira mundial, conhecida como globalização, aprofundou-se nas últimas décadas. Apesar dos possíveis benefícios decorrentes desse fenômeno, como a expansão do comércio e a transferência de tecnologia para economias emergentes através do investimento direto estrangeiro, a crise financeira global (CFG), decorrente da crise *subprime* iniciada em 2007 nos Estados Unidos da América (EUA), veio a explicitar um importante aspecto negativo da maior interconexão dos mercados: a velocidade e a intensidade da propagação da crise norte-americana a países dos distintos continentes.

Nas origens da crise financeira global encontram-se diversos fatores que, combinados, mostraram-se extremamente prejudiciais às economias mundiais. Entre esses fatores, podem-se citar desequilíbrios macroeconômicos e inovações financeiras não abrangidas por supervisão e regulação adequadas. Nesse contexto, o início da recente crise remonta ao ano de 2007 e às dificuldades financeiras relacionadas aos ativos lastreados em hipotecas *subprime* nos EUA, tendo como auge a falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008 (GARCIA, 2011). A partir de então, a crise dispersou-se globalmente com maior intensidade, afetando, com gradações distintas, inúmeros países. Diante disto, colocam-se as seguintes questões de pesquisa:

- a) como os países do BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) reagiram à CFG?;
- b) como as medidas adotadas por estes países diferem daquelas preconizadas pelas instituições financeiras internacionais, em particular o Fundo Monetário Internacional (FMI)?; e
- c) quais as consequências desta atuação sobre as principais variáveis socioeconômicas?

Tendo em vista este cenário, a presente pesquisa tem como objetivo principal analisar a reação dos países que compõem o BRICS – Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, individualmente considerados – à CFG em comparação com o receituário clássico do FMI. Os objetivos específicos incluem os seguintes: efetuar uma breve descrição da evolução da CFG, uma avaliação da atuação do Fundo Monetário Internacional no enfrentamento de episódios de crises em geral e da CFG em particular, abrangendo tanto as medidas efetivamente adotadas como aquelas apenas sugeridas, bem como suas consequências sobre um conjunto de indicadores socioeconômicos, e as principais medidas adotadas pelos países do BRICS.

Não constitui, pois, objetivo da presente pesquisa o desenvolvimento de uma crítica à ação do FMI ou de uma medida desta, mas sim uma caracterização de sua atuação e das principais consequências desta identificadas pela literatura. Trabalha-se, assim, com duas hipóteses de pesquisa conectadas:

- a) as medidas propugnadas pelo FMI não representam uma alternativa superior em termos de desempenho socioeconômico àquelas efetivamente adotadas pelos países do BRICS;
- b) estas medidas, ao serem diferentes, refletem diferentes concepções sobre as causas das crises e as formas de gerenciá-las.

A relevância do tema repousa na necessidade de avaliação das consequências de decisões de políticas econômicas, adotadas para o enfrentamento de crises, sobre alguns indicadores socioeconômicos fundamentais, como o crescimento do PIB, a taxa de desemprego, as contas externas, as contas públicas, a taxa de juros, a distribuição de renda e a inflação. Ademais, diante da recente criação do Banco de Desenvolvimento do BRICS e, principalmente, da assinatura do Tratado para o estabelecimento do Arranjo Contingente de Reservas pelos líderes dos países-membros do grupo, a análise das medidas tomadas e de suas consequências em cada um dos membros comparativamente ao preconizado pelo FMI adquire relevância estratégica para justificar a definição da forma de atuação das novas instituições supracitadas, assim como a própria existência das mesmas.

Outros aspectos associados à relevância do tema vão além da recente CFG, e remontam às profundas transformações no cenário econômico e político mundial desenhadas nas últimas décadas. Conforme afirmam Cunha, Prates e Bichara (2010), pela primeira vez desde a consolidação da indústria moderna, os países periféricos ultrapassaram as economias do centro quanto à renda e à determinação do crescimento global. Além disso, China e Índia se alçaram à condição de potência globais, provocando uma mudança na ordem internacional. Os autores acrescentam, ainda, que esse cenário é favorável ao Brasil. De fato, a posição brasileira no cenário internacional é valorizada na medida em que os países em desenvolvimento elevam sua participação na economia mundial e conquistam maior representatividade em fóruns multilaterais. Um exemplo desta é a recente mudança nas quotas do FMI, em que a participação de países emergentes como Brasil, China e Rússia aumentou em detrimento das potências tradicionais. Cumpre referir que a parcela de quotas é determinante do peso do voto de cada país nas decisões do Fundo, além da quantidade de recursos para empréstimos por ele disponibilizados e do grau de acesso aos Direitos Especiais

de Saques (ALVES, 2012). Ademais, a reação relativamente autônoma do BRICS diante da CFG é reflexo desta mudança, mudança esta que poderia ser revertida em favor da ordem anterior caso fossem seguidas as medidas tradicionalmente preconizadas pelo FMI no enfrentamento de episódios de crise.

Acrescenta-se, ainda, que em 2009, na primeira reunião dos líderes dos países integrantes do BRIC (à época, sem a participação da África do Sul, cuja admissão ocorreu em 2011), foi emitida uma declaração demandando uma ordem mundial multipolar e uma reforma do sistema financeiro internacional (BRICS POLICY CENTER, 2013), o que demonstra a importância da agenda financeira no grupo e seu anseio em construir uma ordem internacional mais democrática e menos pautada pelas visões dos organismos mundiais, como o próprio FMI.

Diante do exposto, percebe-se que a CFG colocou em evidência a temática financeira e apontou para a necessidade de mudanças nas práticas internacionais, em que se incluem tanto instituições multilaterais mais tradicionais, como o FMI, quanto arranjos mais recentes, caso das iniciativas do BRICS. Desta forma, adquire renovada importância o estudo comparativo das consequências da atuação de cada uma destas instâncias – do FMI como instituição, em uma perspectiva histórica, e dos países do BRICS, destacando-se, neste caso, os primeiros cinco anos subsequentes à deflagração da recente CFG.

A abordagem da presente pesquisa é quantitativa e qualitativa. Faz-se opção pelo método histórico-comparativo, com informações estatísticas sobre dados socioeconômicos. Estes métodos, em conjunto, permitem a investigação das hipóteses levantadas através de uma ampla compreensão da atividade do FMI, contemplando tanto uma análise histórica quanto hodierna, e especificamente do estudo acerca da política de enfrentamento à crise por parte do BRICS. No que se refere ao procedimento e às fontes de pesquisa, foram realizados o levantamento e a sistematização de bibliografia acerca do FMI e de sua atuação no enfrentamento de crises do ponto de vista histórico, bem como de estudos acerca da CFG. Para o período posterior à crise, foram coletadas informações nas bases de dados do FMI, do Banco Mundial e de instituições nacionais, como bancos centrais, acerca das medidas governamentais adotadas e do comportamento de indicadores socioeconômicos em cada país do BRICS. Os dados coletados foram organizados em gráficos e tabelas, a fim de permitir uma análise comparativa entre os resultados obtidos na presente pesquisa e aqueles encontrados na literatura.

O trabalho está estruturado em três capítulos, além desta introdução e da conclusão. No Capítulo 2, contextualiza-se a pesquisa através da descrição de aspectos relevantes da

CFG, para identificar elementos presentes em outras crises. Compõe o capítulo também uma descrição das medidas sugeridas pelo FMI para confrontar a CFG. No Capítulo 3, apresenta-se um breve relato histórico da atuação do FMI no enfrentamento a crises, bem como uma revisão sistemática da literatura acerca dos impactos dos programas do FMI nos países em que são aplicados. No último capítulo, enumeram-se as medidas adotadas pelo BRICS em reação à CFG, e verificam-se as consequências destas sobre variáveis socioeconômicas, como Produto Interno Bruto, produção industrial, distribuição de renda, inflação, emprego e contas externas. Ao final, são apresentadas as conclusões obtidas através da comparação das informações levantadas no Capítulo 2 e dos resultados obtidos no Capítulo 3.

## 2 A CRISE FINANCEIRA GLOBAL DE 2008 E AS RECOMENDAÇÕES DO FMI

O presente capítulo tem por objetivo descrever brevemente os principais aspectos da crise financeira desencadeada em 2007, nos EUA, e o aconselhamento do FMI para o enfrentamento desta pelas economias emergentes<sup>1</sup> quando a mesma se propagou pelo mundo, em 2008. Tais tópicos configuram o cenário sobre o qual se desenvolve a análise proposta na presente pesquisa, qual seja, avaliar comparativamente as possíveis consequências das recomendações do FMI e das medidas efetivamente adotadas pelo BRICS sobre variáveis socioeconômicas. Diante do exposto, a primeira seção é dedicada às origens da crise e à sua propagação internacional, enquanto que, na segunda seção, são descritos os conselhos do FMI direcionados às economias emergentes para se protegerem dos efeitos da mesma.

### 2.1 A CRISE DE 2007: ORIGEM E MECANISMOS DE PROPAGAÇÃO ÀS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO

A recente expansão econômica internacional teve seu auge entre 2003 e meados de 2007, quando se propagaram os primeiros problemas de liquidez e de solvência associados à debilidade das hipotecas de alto risco estadunidenses (DÉNIZ ESPINÓS, 2010). A crise colocou grandes bancos americanos em situação falimentar, acarretando uma reversão do processo de expansão e de diversificação de ativos que vinha sendo observado desde os anos 1980, e ameaçando a continuidade dos níveis de endividamento e de alavancagem alcançados pelos bancos e por outras instituições financeiras (TORRES FILHO, 2014). O colapso do sistema de negociação de dívidas hipotecárias securitizadas estadunidense atingiu, em seguida, o sistema interbancário mundial, causando importantes perdas em todos os principais bancos e instituições financeiras do mundo. A quebra do Bear Sterns em março de 2008 foi sucedida por corridas bancárias e pelo colapso do Lehman Brothers, em setembro de 2008, que levou a uma paralisação global do crédito (GUTTMANN, 2010).

Esta crise se relaciona a transformações econômico-financeiras estruturais, bem como à instabilidade e à incerteza provenientes da desregulamentação econômica e financeira

---

<sup>1</sup> Para classificação de países como economias emergentes, o FMI utiliza como principais critérios o nível de renda per capita, a diversificação da exportação e o grau de integração ao sistema financeiro internacional, observando que tais critérios não são estritos e que a classificação é dinâmica no tempo. Para mais informações, como a lista de países conforme sua atual classificação, consultar o World Economic Outlook – Statistical Appendix, disponível em <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/statapp.pdf>>.

iniciada nos anos 1970 e 1980. Segundo Torres Filho (2014)<sup>2</sup>, o sistema financeiro globalizado contemporâneo surgiu a partir do desmonte do Acordo de Bretton Woods na década de 1970, tornando-se pleno na segunda metade dos anos 1980. As principais características deste Acordo eram as seguintes: a) taxas fixas de câmbio entre as principais moedas; b) garantia de conversibilidade em ouro dos saldos em dólar também a taxas fixas; c) ampla conversibilidade das operações financeiras de origem comercial; e d) controle das contas de capital pelos governos nacionais.” (TORRES FILHO, 2014, p. 434-435).

No começo dos anos 1970, os EUA romperam unilateralmente o que fora acordado em Bretton Woods e passaram a adotar regime de câmbio flutuante. Em 1973, anunciaram que eliminariam o controle de capitais no ano seguinte. Em resposta, os mercados especulativos se estruturaram para operar com taxas flexíveis de câmbio e de juros. A Bolsa de Valores de Nova Iorque foi desregulamentada em 1975, quando as taxas de juros nominais eram mais elevadas, atraindo instituições financeiras não bancárias para atividades que, até então, eram desempenhadas exclusivamente por bancos. Tais instituições começaram a oferecer contas remuneradas com alta liquidez, competindo com os depósitos à vista bancários, cujos tetos de juros eram determinados pelo FED (o Banco Central dos EUA). Os bancos pressionaram, pois, pela eliminação das normas que regulamentavam o setor desde a década de 1930 (TORRES FILHO, 2014).

As reformas foram concretizadas no final da década de 1970, diante de uma crise de confiança no dólar:

Ao final de 1978, a Arábia Saudita começou a se desfazer de suas reservas na moeda americana e anunciou que aumentaria os preços do petróleo como resposta às elevadas taxas de inflação nos EUA. Ao mesmo tempo, os europeus retomaram, em março de 1979, o processo de integração monetária com a criação do Sistema Monetário Europeu, em resposta ao enfraquecimento do dólar. A fuga da moeda americana à época se generalizou. (TORRES FILHO, 2014, p. 437).

Em outubro de 1979, com Paul Volcker à frente do FED, os EUA adotaram uma política monetária fortemente restritiva, restaurando a centralidade do dólar no SFI e abrindo espaço para a globalização financeira avançar a “passos largos”, na expressão de Torres Filho

---

<sup>2</sup> As origens e as causas da CFG foram objeto de inúmeros estudos, tendo sido priorizado o de Torres Filho na presente pesquisa a fim de simplificá-la, uma vez que o foco desta recai precipuamente sobre os desdobramentos da CFG. Para leitura sobre as origens da CFG, dentre os estudos em língua portuguesa recomenda-se o seguinte: GONTIJO, Claudio; OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. *Subprime: os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil*. Belo Horizonte, 2011. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/profile/Claudio\\_Gontijo/publication/308697238\\_Subprime\\_Os\\_100\\_dias\\_que\\_Abalaram\\_o\\_Capital\\_Financeiro\\_Mundial\\_e\\_os\\_Efeitos\\_da\\_Crise\\_sobre\\_o\\_Brasil/links/57ebbf8508aebb1961ff7fc6.pdf?origin=publication\\_detail](https://www.researchgate.net/profile/Claudio_Gontijo/publication/308697238_Subprime_Os_100_dias_que_Abalaram_o_Capital_Financeiro_Mundial_e_os_Efeitos_da_Crise_sobre_o_Brasil/links/57ebbf8508aebb1961ff7fc6.pdf?origin=publication_detail)>.

(2014). Gradativamente, as economias avançadas, seguindo o exemplo dos EUA e objetivando, na maioria dos casos, aumentar a competitividade de seus mercados, eliminaram os instrumentos de controle de capital. Com a liberalização de mercados financeiros nacionais, surgiu um mercado global em que passaram a concorrer as grandes instituições, implicando problemas regulatórios, além de questões de jurisdição e de responsabilidade. Em reação, criou-se o Acordo de Basileia de 1988 (Basileia I), que estabeleceu uma série de critérios a serem observados por bancos de porte internacional, como a razão mínima de 8% entre capital e ativos (TORRES FILHO, 2014).

Além da liberalização de mercados nacionais e da regulação internacional, seguiram-se ao Choque Volcker crises financeiras, como a da dívida externa na América Latina, incentivando a securitização de ativos. Esta consiste na “[...] transferência dos direitos sobre os fluxos de amortização e juros de contratos de dívida para títulos de crédito, para que possam, assim, ser transacionados no mercado de capitais de forma definitiva.” (TORRES FILHO, 2014, p. 438). Operações desta natureza eram pouco expressivas até a década de 1990, quando seu volume passou a crescer vertiginosamente, chegando ao ápice de cinco trilhões de dólares em 2006. A crescente securitização, ao lado da instabilidade própria de um sistema com taxas de câmbio e de juros flutuantes, serviu como base para outros instrumentos financeiros, a exemplo dos derivativos, que viabilizam a comercialização e distribuição de distintos riscos – cambiais, de juros, créditos e ações (TORRES FILHO, 2014).

Parcela expressiva dos derivativos é comercializada nos mercados de balcão, sendo menos transparentes para auditores, reguladores e investidores, e permitindo uma maior alavancagem. Isto é, tomar posição no mercado de derivativos exige menos capital do que o necessário para adquirir o ativo em que se pretende investir, com o mesmo ganho esperado. Dessa forma, o mercado de derivativos atraiu investidores, elevando sua liquidez. Ademais, os governos proveram garantia de condições jurídicas e tratamento regulatório preferencial para tais contratos. Em 2004, o governo dos EUA elevou o limite de alavancagem dos bancos de investimento (TORRES FILHO, 2014).

Torres Filho (2014) aponta, ainda, outras vantagens apresentadas pelas operações de securitização. Estas permitiam, simultaneamente, aumentar o volume de negócios e atender às determinações de Basileia I. Possibilitavam, também, a superação da perda de competitividade dos depósitos à vista. Os mecanismos tradicionais de depósitos, baratos e estáveis, por exemplo, deixaram de ser atrativos com o aumento na flutuação das taxas de juros. Isto provocou “[...] o desaparecimento dos sistemas de poupança e empréstimos garantidos pelos governos que davam sustentação ao financiamento imobiliário. A

securitização de hipotecas foi o meio encontrado para retomar o financiamento imobiliário [...]” (TORRES FILHO, 2014, p. 442-443).

A partir do processo de securitização, aprofundou-se também a ‘terceirização’ de outras das atividades antes realizadas diretamente pelos bancos, por serem anteriormente consideradas estratégicas para a realização de empréstimos. A análise de risco das operações passou a ser feita por empresas especializadas – as *rating agencies*. Ao mesmo tempo, a captação de recursos passou a depender cada vez mais das novas instituições bancárias atacadistas – como os Money Market Funds – que passaram a ter condições de prover fundos aos bancos, nos montantes e no momento em que se faziam necessários. (TORRES FILHO, 2014, p. 443, grifo do autor).

Os bancos passaram, ainda, a ter centralidade no mercado de derivativos, que se tornaram importante fonte de receitas correntes. Um pequeno número de instituições, porém, assumiu posições de contraparte dos demais investidores, concentrando a exposição do sistema bancário. Com base nisto e nos demais elementos de sua análise, Torres Filho (2014) afirma que a busca por rentabilidade levou os bancos a financiarem fundos de *hedge*, além de adotarem estratégias como a aquisição ou criação de fundos de *hedge* próprios e o aumento da alavancagem de suas posições. Acrescenta que os fundos de *hedge* dos bancos diluíam seu risco com os demais negócios bancários – um segmento regulado, e com garantia governamental implícita – ao passo que os fundos independentes obtinham o crédito para alavancagem mediante apenas a apresentação de garantias (TORRES FILHO, 2014).

Os elevados níveis de alavancagem alcançados pelos bancos têm consequências, como o fato de que

[...] perdas menores perante o ativo total dessas instituições podem ter efeitos catastróficos sobre sua solvência e, conseqüentemente, sobre a estabilidade sistêmica do sistema financeiro global. Esse fato explica por que os prejuízos acumulados em uma parcela pequena do mercado imobiliário americano – o *subprime* – colocaram em xeque instituições consideradas tão robustas e até mesmo conservadoras [...] (TORRES FILHO, 2014, p. 446, grifo do autor).

Os elementos trazidos por Torres Filho (2014) acerca da globalização financeira que precedeu a crise de 2008 podem ser resumidos em quatro vertentes complementares, conforme conclui o próprio autor: liberalização dos mercados financeiros; desintermediação bancária; externalização do risco; e elevada alavancagem. Correa Vázquez (2010) também aponta importantes mudanças ocorridas a partir da década de 1990, quando o banco JP Morgan inovou ao introduzir e criar o mercado de derivados de crédito. Segundo a autora, na segunda metade desta década, aconteceram as maiores fusões, aquisições e privatizações,

além de uma desnacionalização, dos bancos de diversas economias emergentes. Desta forma, parte da renda produzida por todos os tipos de ativos no mundo foi capturada pelos mercados financeiros em expansão.

No que se refere aos EUA, a partir da crise das empresas "ponto-com" no início do novo século, uma série de medidas de enfrentamento ao estouro da bolha foram adotadas, dentre elas a intensificação no uso das inovações financeiras, a desregulamentação, a redução das taxas de juros praticadas pelo FED e o surgimento de uma "renovada mania", na expressão de Correa Vázquez (2010), a do mercado imobiliário. Todos esses fatores contribuíram para sustentar a expansão do crédito em dólares, além de fortalecer competitivamente os bancos estadunidenses.

Segundo a autora, a crise hipotecária ou *subprime* teve início em junho de 2007, em um nicho de mercado considerado pequeno, o mercado de títulos garantido por créditos imobiliários de alto risco. Tal nicho de mercado recebe a qualificação *subprime* devido ao modelo de empréstimo que lhe é característico. Este modelo tem como atributo fundamental o alto risco, estando a solvência do tomador atrelada à rápida apreciação do valor do imóvel que serve de garantia ao crédito. Rapidamente, no entanto, a crise se alastrou por outros segmentos do mercado imobiliário, expandindo-se em direção a outros instrumentos e agentes (CORREA VÁZQUEZ, 2010).

Na prática, o modelo de empréstimo *subprime* se caracteriza por pagamentos baixos nos primeiros anos mas elevados nos períodos subsequentes, com taxas ajustáveis. No momento em que os pagamentos atingem os valores mais elevados, negocia-se uma reestruturação do crédito, baseada no valor atualizado do imóvel. O funcionamento desse modelo, portanto, pressupõe a elevação contínua no preço dos imóveis e a manutenção de taxas de juros baixas (CORREA VÁZQUEZ, 2010).

Complementarmente a esse tipo de operação, os empréstimos com garantia imobiliária eram convertidos em títulos (ou securitizados), classificados e vendidos a outros investidores do mercado financeiro. Uma qualificação favorável poderia ser obtida com base em técnicas contábeis empregadas para tirar os empréstimos do balanço ou via complementação com um seguro contra inadimplência plena ou atraso nos pagamentos (crédito default swaps ou CDS). Essa prática foi amplamente adotada nos EUA, sendo os títulos dela decorrentes adquiridos por agentes ao redor do mundo. Some-se ao problema, ainda, o fato de tais títulos serem combinados com outros tipos de dívida ao serem distribuídos, o que viabilizava, aparentemente, uma melhor dispersão do risco, elevação da qualificação do crédito, ampla

circulação e alocação em carteiras de baixo risco, entre diversos investidores do mundo (CORREA VÁZQUEZ, 2010).

A partir do que afirma Guttman (2010), pode-se concluir que o comportamento privado acima descrito foi incentivado pelo próprio governo estadunidense. Segundo o autor, o FED estimulou a recuperação econômica pós-bolha das empresas ponto-com de 2000-2001 através de políticas monetárias de acomodação agressiva. Com isso, as famílias estadunidenses – dois terços das quais eram proprietárias de suas casas – observaram a valorização destas, cujo valor duplicou ou mesmo triplicou ao longo de uma década (1996-2006). Estimulado por esse aumento de riqueza, o gasto familiar aumentou consideravelmente, reduzindo a poupança pessoal estadunidense de 4% da renda disponível, em 2001, para -2% desta, em 2006.

O valor crescente dos imóveis servia como garantia adicional a empréstimos de valor cada vez mais elevado, seja através de refinanciamento de uma hipoteca antiga através de uma nova hipoteca, seja por meio de home equity (empréstimo bancário não hipotecário, mas com imóvel em garantia). Além disso, o boom hipotecário permitiu contrabalancear o estancamento de longo prazo dos salários de aproximadamente 80% da força de trabalho estadunidense, tornando os consumidores dos EUA “compradores de última instância” do restante do mundo. No auge da bolha imobiliária, os EUA gastavam cento e sete dólares para cada cem dólares produzidos, com o déficit subsequente coberto principalmente pela China. Ademais, o “padrão dólar” obrigou os EUA a controlar seu balanço de pagamentos, de modo a abastecer o mundo com sua moeda, o que atribuiu a uma maioria de estadunidenses os benefícios de senhoriagem, permitindo-os manter o excesso de consumo (GUTTMANN, 2010).

Guttman (2010) aponta, também, para o fato de o longo período de estabilidade que antecedeu a crise ter contribuído para intensificá-la. Isso em razão de a ausência de reversões ao longo de períodos prolongados de boom deixar intactas estruturas econômicas insustentáveis e determinadas condutas que seriam modificadas ou mesmo eliminadas diante de uma recessão “normal”. A manutenção de tais práticas promove um processo de erosão gradual das condições de funcionamento da economia, a qual, quando vai longe demais, implica um ajuste violento. Segundo Guttman (2010), este foi o caso do consumidor estadunidense, que, por um período de tempo demasiadamente longo, utilizou seu imóvel como “caixa eletrônico”, na expressão do autor, retirando deste os recursos que mantiveram uma farra de consumo financiado por dívida, ao passo que a renda deste mesmo consumidor se mantinha estancada.

Como consequência, o aumento da dívida familiar nos EUA foi expressivo, elevando-se de 62% do PIB em 1975 a 127% do PIB em 2006. O quadro foi agravado pela expansão ainda maior da dívida do setor financeiro, que transformava cada novo dólar de dívida familiar em quatro, cinco e até dez dólares de transações entre instituições financeiras e mercados financeiros interconectados (GUTTMANN, 2010).

Empacotando juntas as hipotecas e depois emitindo títulos amplamente negociados contra esses fundos de empréstimo, os bancos puderam aumentar dramaticamente a rentabilidade de seus fundos emprestados e, portanto, emprestar muito mais. Esta ‘securitização’ também transferiu risco para os outros, tornando os bancos mais e mais agressivos em suas práticas de empréstimos. (GUTTMANN, 2010, p. 197, tradução nossa).<sup>3</sup>

A ampliação do escopo de clientes considerados agora aptos ao crédito, abrangendo pessoas antes excluídas do acesso a empréstimos – os clientes *subprime* –, aliada às técnicas de securitização e à colocação dos fundos de alto risco fora do balanço conhecido como veículos de investimento estruturado (*structured-investment vehicles*) ou fundos de cobertura (hedge), contribuiu para elevar o risco do sistema. Quando a crise estourou, no verão norte-americano de 2007, a organização informal do mercado *subprime* e a ausência de um mecanismo de compensação impediram a recuperação dos preços dos ativos, que foram desintegrados em poucas semanas (GUTTMANN, 2010).

A partir de seu epicentro, os EUA, a crise começou a atingir as economias emergentes no primeiro semestre de 2008. Em meados de setembro deste ano, após a falência do banco de investimentos Lehman Brothers, houve um “[...] transbordamento praticamente generalizado para esses países [...]”, na afirmação de Prates (2010, p. 53). Tal efeito ocorreu através de canais de transmissão diversos, derivados das relações de interdependência existentes entre economias avançadas e emergentes. Um canal foi o fluxo de pagamentos relacionados à conta corrente, por meio da queda no preço das commodities e da demanda global, além do aumento de remessas de lucros. Outro canal foi o fluxo de compra e venda de ativos pela conta financeira, configurando “[...] menor ingresso de investimento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração dos empréstimos bancários [...]” (PRATES, 2010, p. 53). Com isso, a situação externa e fiscal, até então cômoda, as reservas cambiais acumuladas e a inflação controlada nas

---

<sup>3</sup> No original: “Empaquetando las hipotecas juntas y después emitiendo títulos amplamente comerciados contra esos fondos de préstamo, los bancos pudieron incrementar dramáticamente el retorno de sus fondos prestados y, por tanto, prestar muchos otros más. Esta ‘titulización’ también transfirió riesgo a los otros, haciendo los bancos más y más agresivos en sus prácticas de préstamo.”

economias emergentes, tanto asiáticas quanto latino-americanas, não foram suficientes para manter o dinamismo econômico no contexto da crise (PRATES, 2010). Sobre este aspecto, Guttman (2010, p. 198, tradução nossa) observa que

Talvez o mais surpreendente nesta recessão mundial sincronizada tenha sido o grau com que os mecanismos de transmissão da globalização – comércio, fugas de capital de curto prazo, direção de atividades de investimento de longo prazo – foram revertidos em um curto período de tempo, demonstrando o quão profundas se tornaram as relações globais. O que as EME [economias emergentes] dependentes da exportação, a Europa e os produtores de matérias-primas têm descoberto é a sua dependência em relação ao excesso de consumo dos Estados Unidos.<sup>4</sup>

A deterioração do cenário econômico internacional é evidenciada na Tabela 1, abaixo.

Tabela 1 - Indicadores macroeconômicos externos em economias emergentes e em desenvolvimento, de 2007 a 2009

Variável	2007	2008	2009
Investimento (% do PIB)	29,07%	29,81%	29,87%
Volume de exportação de bens e serviços (variação %)	9,72%	4,92%	-8,24%
Termos de troca de bens e serviços (variação %)	1,84%	3,55%	-4,74%
Balço em conta corrente (US\$ bilhões)	619,61	679,64	243,92
Balço da conta financeira (US\$ bilhões)	584,15	554,74	55,23
Investimento direto (líquido) (US\$ bilhões)	-439,93	-469,90	-329,06

Fonte: IMF World Economic Outlook Database (2016), com adaptações.

A Tabela 1 traz uma comparação de diferentes variáveis para economias emergentes e em desenvolvimento nos anos de 2007, 2008 e 2009, período que compreende um ano antecedente à CFG, além dos anos em que esta foi mais intensa. Pode-se observar que, apesar de a percentagem do PIB correspondente ao investimento ter-se mantido praticamente constante, o volume de exportações de bens e serviços apresentou, em 2009, uma expressiva queda de 8,24%. Agravando o cenário, verifica-se, também, uma deterioração nos termos de troca de bens e serviços, que caiu 4,74% em 2009. Os balanços em conta corrente e da conta financeira mantiveram-se positivos ao longo de todo o período, havendo inclusive um aumento de 2007 para 2008 na conta corrente. Entretanto, no ano de 2009, houve um expressivo decréscimo nestes índices. Os dados do FMI reproduzidos na Tabela 1 indicam que o balanço em conta corrente passou de US\$ 619 bilhões em 2007 para US\$ 679 bilhões em 2008 e US\$ 243 bilhões no ano seguinte, e que o balanço de conta financeira teve uma

<sup>4</sup>No original: “Quizá lo más sorprendente de esta caída sincronizada mundial ha sido el grado en el que los conductos de la globalización - comercio, fugas de capital a corto plazo, dirección de actividades de inversión a largo plazo - se han revertido en un periodo de tiempo tan corto, demostrando lo profundas que se han hecho las relaciones mundiales. Lo que las EME dependientes de la exportación, Europa y productores de materia prima han descubierto es su dependencia respecto al exceso de consumo de Estados Unidos”.

redução de US\$ 584 bilhões em 2007 para US\$ 554 bilhões e apenas US\$ 55 bilhões em 2009. Por fim, o investimento direto líquido apresentou resultados negativos ao longo dos três anos em análise, na ordem de US\$ 439,9 bilhões e US\$ 469,9 bilhões em 2007 e 2008, respectivamente, e ampliando este resultado negativo em 2009, quando se registrou entrada líquida de US\$ 329 bilhões. Este aumento na entrada líquida de capital em 2008 contradiz, em parte, as observações de Prates citadas anteriormente, segundo as quais haveria menor ingresso de investimento direto nas economias emergentes<sup>5</sup>.

Prates (2010) destaca, como um dos fatores que contribuíram para a dificuldade de as condições domésticas manterem o dinamismo econômico, a assimetria presente tanto no sistema monetário internacional quanto no sistema financeiro internacional. No que se refere a este último, a autora apresenta duas dimensões: os determinantes dos fluxos de capitais que ingressam nos países emergentes e a inserção marginal destes nos fluxos de capitais globais. Quanto aos determinantes do ingresso de tais fluxos em economias emergentes, Prates afirma serem dependentes de fatores exógenos, cuja reversão decorre “[...] tanto de mudanças na fase do ciclo econômico e/ou na política monetária dos países centrais, como do aumento da preferência pela liquidez dos investidores globais.” (PRATES, 2010, p. 54). Diante de uma reversão do ciclo e de um aumento da preferência pela liquidez, os ativos financeiros de economias emergentes “[...] por não desempenharem a função de reserva de valor e, assim, não cumprirem papel de ‘receptáculo’ da incerteza em âmbito mundial, são os primeiros alvos dos movimentos de ‘fuga para a qualidade’ dos investidores globais.” (PRATES, 2010, p. 54)<sup>6</sup>.

Os efeitos da fuga para a qualidade foram significativamente mais desestabilizadores nos mercados de câmbio das economias emergentes no período mais agudo da crise, entre meados de setembro de 2008 e o final deste mesmo ano. A autora exemplifica indicando que, ao longo do último trimestre de 2008, tomando o dólar como referência, as moedas das

---

<sup>5</sup> Cumpre observar, no entanto, que a natureza do IDE possivelmente implique um maior lapso temporal entre o episódio de crise e suas consequências sobre os fluxos de IDE. Tendo isto em consideração, o influxo de IDE no BRICS é abordado no capítulo 4, com uma janela temporal mais ampla.

<sup>6</sup> No que se refere à fuga para qualidade e à direção dos investimentos, Bonifaz (2010) aponta o movimento de alguns investidores, impulsionado pela debilidade do dólar e pela turbulência financeira, de abandono de ativos financeiros denominados na moeda estadunidense e de refúgio em produtos básicos, como o ouro. A depreciação do dólar afetou diversas economias, mas com graus variados. Segundo o autor, países como China e Japão foram os mais afetados, dadas a abundância de reservas de seus superávits em dólares e a importância das exportações para sua economia. A fim de conter a depreciação do dólar, a qual poderia agravar a crise, diversos bancos centrais investiram em títulos do Tesouro dos EUA. O autor observa, porém, que, apesar de a compra de títulos em dólar pelos governos aparentar ser uma manifestação da integração do mercado global de capitais, tal compra consiste, em grande medida, em um indicador do temor governamental de ataques especulativos. Países asiáticos, por exemplo, adotaram a prática de acumular divisas desde a crise de 1997-1998, com o intuito de eliminar ou enfrentar estes ataques.

nações de economias avançadas apreciaram 12,7%, ao passo que as moedas das emergentes depreciaram, em média, 9,9%. Nesse cenário, até mesmo economias emergentes com sólidos fundamentos macroeconômicos sofreram o efeito-contágio da crise, indicando como fator relevante a sua posição de subordinação nos sistemas monetário e financeiro internacionais (PRATES, 2010).

Kindleberger (2005), em estudo anterior à CFG, também abordou os meios de contágio internacional de uma crise, destacando entre eles as variações no mercado de commodities. Segundo o autor, um declínio no preço de uma commodity pode levar a falências, inclusive de bancos, em economias distantes daquela em que houve uma mudança na demanda ou oferta e no preço, conforme a vulnerabilidade do mercado e sua quantidade de especuladores alavancados. Também os mercados de valores mobiliários estão relacionados, uma vez que títulos disponíveis em diferentes mercados nacionais devem ter o mesmo valor quando convertidos para uma moeda comum a taxas de câmbio correntes. Ademais, quanto maior a amplitude na variação no preço de um título, maior se torna a correlação entre os mercados financeiros nacionais. Esta correlação, porém, mostra-se assimétrica, uma vez que mudanças no mercado estadunidense possuem impacto muito mais significativo sobre o preço de títulos em países estrangeiros do que o contrário. Como exemplo, Kindleberger (2005) cita a manutenção do crescimento nos preços dos títulos norte-americanos no início dos anos 1990, apesar de uma queda nos preços no mercado japonês. Por outro lado, quando os preços dos ativos mobiliários começaram a decair nos EUA em 2001, movimento equivalente foi observado em Tóquio, Londres e Frankfurt.

Juntamente com as mudanças nos mercados de commodities e de valores mobiliários, Kindleberger (2005) identifica como mecanismos de transmissão de “booms e pânico”, na expressão do autor, os diferentes movimentos de dinheiro (espécie, depósitos bancários, letras de câmbio), a cooperação entre autoridades monetárias e fatores psicológicos. O capital se movimenta em resposta a uma série de fatores: causas reais, como revoluções, inovação técnica, abertura de mercados ou fontes de matéria-prima; alterações entre taxas de crescimento de distintos países; e mudanças nas políticas monetária e fiscal. Para ilustrar a contaminação via movimento de dinheiro, o autor cita a saída de capitais dos EUA em direção à Alemanha e ao Japão, em razão da inflação estadunidense no final dos anos 1960 e início da década seguinte. Como consequência da entrada de capitais, observou-se um aumento nas taxas de inflação alemã e japonesa na medida em que eram elevadas sua base monetária e oferta de moeda.

Ademais, booms econômicos em determinado país possuem consequências internacionais ao atrair capital estrangeiro e a, possivelmente, reduzir o fluxo de entrada em outros países. Para elucidar este movimento, o autor menciona que, em 1928, o boom no mercado de ações estadunidense levou a um corte acentuado nos empréstimos na Alemanha, Áustria e América Latina, bem como a uma redução sensível nas compras de ativos destes países, empurrando estas economias para baixo antes mesmo do crash da bolsa de Nova Iorque, em outubro de 1929. Kindleberger (2005) refere-se, também, à crise asiática dos anos 1990, classificando seu contágio para a Rússia e o Brasil como amplamente psicológico, uma vez que os mercados financeiros reconheceram semelhanças entre os países, como dívida elevada e moeda supervalorizada.

Em estudo voltado especificamente à CFG, Déniz Espinós (2010) também analisou seus principais meios de propagação, tanto financeira quanto real da economia, identificando quatro. Primeiro, pelo canal do crédito internacional, houve contração do crédito, pela necessidade de os bancos aumentarem sua liquidez e recomponem seu capital, dada a incerteza quanto à solvência de seus devedores. Segundo, pelo canal dos ativos, houve destruição de riqueza via desvalorização de bens imóveis e de outros ativos. Terceiro, pelo canal das trocas, houve redução do comércio internacional, com contração das exportações. Quarto, e último meio, pelo canal das expectativas, houve piora nas expectativas econômicas de consumidores e investidores. Abaixo, são abordados com mais profundidade as vias de contração do crédito e redução do comércio internacional.

No tocante à contração do crédito, analisando o Brasil, Chernavsky (2011) identifica que esta pode produzir consequências sobre o nível de atividade de um país, através tanto da redução esperada no volume de crédito e de aplicações no mercado de capitais quanto na provável elevação no custo dos recursos.

O enxugamento rápido e profundo da liquidez internacional decorrente da brutal e repentina desvalorização de uma parcela significativa dos ativos financeiros mundiais e a consequente rápida e intensa elevação da aversão ao risco entre as instituições financeiras e os grandes investidores internacionais conduziram à abrupta interrupção do fluxo financeiro externo direcionado ao Brasil, comprometendo, com isso, a parcela do financiamento da economia brasileira com origem em recursos externos (CHERNAVSKY, 2011, p. 83).

Diante de dificuldades para renovação e captação de recursos no exterior, em razão da reversão nos fluxos, e de significativas perdas nos mercados de capital brasileiro e estrangeiro, houve uma elevação da desconfiança mútua entre as instituições financeiras. Tais fatores contribuíram, também, para propagação da aversão ao risco entre essas instituições,

levando-as a adotar posturas conservadoras, como a imposição de dificuldades à renovação de créditos. Uma consequência esperada é uma redução expressiva no volume de crédito do país, que implicaria, por sua vez, diminuição nos níveis de consumo e de investimento, impactando no ritmo da atividade econômica (CHERNAVSKY, 2011).

A magnitude do impacto da redução do crédito sobre a atividade econômica depende, no entanto, de diversos fatores. Primeiro, no Brasil, cerca de um terço do total das operações de crédito consiste em operações com recursos direcionados, sendo menor a sua sujeição às decisões discricionárias das instituições financeiras, o que lhe atribui maior estabilidade. Outro fator diz respeito ao depósito compulsório junto ao Banco Central – uma parcela de tais recursos poderia ser liberada (com ou sem condicionalidades quanto à aplicação), possibilitando a manutenção da liquidez e da sustentação do volume de crédito. O terceiro fator refere-se a características das instituições bancárias: no caso brasileiro, em outubro de 2008, cerca de 35% das operações de crédito eram realizadas por instituições públicas. Tais instituições sofreram impacto consideravelmente menor da restrição ao crédito e do aumento da aversão ao risco no cenário internacional, sendo capazes, pois, de manter e expandir o volume de suas operações, o que as transformava em potencial instrumento de políticas públicas voltadas para sustentação deliberada do volume de crédito (CHERNAVSKY, 2011).

Com relação à redução do comércio internacional, a consequente contração da quantidade e do preço das exportações de bens e serviços brasileiros também possui impactos potenciais sobre a atividade econômica doméstica, sendo a magnitude deste atrelada a fatores variados. Um fator de suma importância é a variação da taxa de câmbio. Havendo apreciação da moeda, o impacto será maior, pois haverá redução da renda na moeda doméstica superior à sua contração em moeda estrangeira. Por outro lado, uma depreciação da moeda local poderá compensar, parcial ou totalmente, a redução do preço externo e do volume exportado. Poderá, inclusive, elevar a renda em moeda nacional, implicando um impacto positivo sobre a atividade doméstica. Ademais, haverá consequências diferentes conforme a contração do comércio internacional seja devido à redução no preço das exportações ou à queda do volume exportado (CHERNAVSKY, 2011). Assim,

Enquanto, no primeiro caso, a queda do componente externo da demanda agregada afeta diretamente a quantidade produzida, no segundo, os efeitos sobre o nível de atividade são apenas indiretos, e dependem do tamanho do efeito multiplicador da redução da remuneração dos fatores empregados na produção das exportações sobre o nível de atividade em outros setores da economia. (CHERNAVSKY, 2011, p. 82).

O efeito multiplicador das exportações sobre a renda nacional depende, ainda, da composição dos fatores de produção dos bens exportáveis, bem como da distribuição de renda entre eles. Ou seja, o impacto de uma variação nas exportações será tão mais significativo quanto mais intensiva em trabalho for a estrutura produtiva das exportações e mais elevada a remuneração deste recurso. Por fim, um quarto fator é a importância relativa das exportações na composição da demanda agregada nacional – quanto menor a importância, menos significativo deverá ser o impacto de alterações nas exportações (CHERNAVSKY, 2011).

A partir das análises acima, verificou-se que o contágio da crise teve repercussões negativas sobre os países menos desenvolvidos por diversos canais, e pode-se concluir que determinadas medidas adotadas pelo governo, além de algumas características no cenário econômico de um país, podem ser tão relevantes quanto os fatores externos na determinação da magnitude e dos impactos de uma crise internacional sobre a atividade econômica doméstica. Desta forma, tão fundamental quanto o estudo dos determinantes de uma crise e de seus mecanismos de propagação é o exame das medidas a serem tomadas pelo governo no enfrentamento da crise, além das consequências por estas causadas. Tendo isto em mente, analisam-se na seção seguinte as recomendações elaboradas pelo FMI, órgão central do SFI, diante da CFG, com foco nas economias emergentes e em desenvolvimento.

## 2.2 MEDIDAS DE ENFRENTAMENTO RECOMENDADAS PELO FMI: INDÍCIOS DE MUDANÇAS

Na origem do FMI, os primeiros programas de auxílio elaborados pelo Fundo, que contemplavam também arranjos com as grandes economias industrializadas, foram de recomendação de medidas de ajuste na conta corrente, com o objetivo de restaurar a viabilidade do balanço de pagamentos. Consistiam em programas de curto prazo, gerenciadores de demanda, utilizando para este objetivo políticas fiscais restritivas e eliminando ou reduzindo o déficit em conta corrente a um nível financiável via fluxo normal de capitais. Neste tipo de programa, a previsão era de não utilização dos recursos financeiros do Fundo, que deveriam ficar em um modo de espera, como reservas do banco central, restabelecendo a confiança do mercado na manutenção da taxa de câmbio (GHOSH et al., 2011).<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> A presente seção baseia-se sobretudo no texto de Ghosh et al. (2011), por se tratar de acontecimentos recentes que ainda carecem de volume expressivo de estudos que sistematizem e analisem as medidas recomendadas pelo FMI especificamente para as economias em desenvolvimento no âmbito da CFG.

Nos anos 1970 e 1980, o FMI passou a se envolver em propostas de reformas estruturais, em reação à crítica de que seus programas eram demasiadamente orientados para o gerenciamento da demanda, não tendo resultados suficientes sobre o balanço externo via aumento da oferta agregada; e à necessidade de proteção de gastos sociais prioritários ao longo do processo de consolidação fiscal. Os programas eram desenhados conforme as circunstâncias do país em questão. De forma simplificada, pode-se afirmar como objetivos gerais destas propostas a redução dos déficits em conta corrente a níveis financiáveis via consolidação fiscal, restrição monetária para conter tanto a inflação quanto a perda intensa de reservas, e reformas estruturais para melhorar a eficiência econômica e promover o crescimento (GHOSH et al., 2011).

Segundo Ghosh et al. (2011), a partir das crises asiáticas do final dos anos 1990, o Fundo extraiu importantes lições sobre o enfrentamento de crises financeiras. Em primeiro lugar, a resposta política deve ser elaborada o mais próximo possível do problema existente. Por exemplo, se as finanças públicas não constituem a causa da crise, não haveria necessidade de consolidação financeira. Em segundo, as taxas de juros devem ser elevadas, de modo a restabelecer a confiança na moeda, especialmente nos casos em que uma expansão monetária contribuiu para a crise. A terceira lição é que, para haver retorno da confiança, ampliação da disponibilidade de crédito ao setor financeiro e resolução efetiva da crise, é preciso que os problemas de balanço de pagamentos sejam enfrentados de forma proativa. Em quarto lugar, as reformas estruturais devem ficar restritas àquelas estritamente necessárias ao cumprimento dos objetivos do programa. A quinta e última lição identificada pelos autores é que, diante da eclosão de uma crise e da perda de confiança, o restabelecimento desta e o estancamento do afluxo de capitais deverão exigir quantias significativamente superiores de financiamento oficial em relação às quantias utilizadas nos episódios passados de reversão nos fluxos de capitais, sendo que tais recursos deveriam ser colocados imediatamente à disposição do país, ou mesmo desembolsados antes mesmo de a crise começar, evitando-a.

Isto posto, ao elaborar o aconselhamento político em reação à CFG, o FMI atentou às condições iniciais e às circunstâncias dos países considerados. Quanto às economias emergentes, diante do choque duplo na demanda – financeira e real –, que resultou em uma pressão depreciativa sobre as moedas, fez-se uma divisão em dois grupos. O primeiro é o grupo constituído por países propensos a uma *home grown crisis*, ou seja, países que passaram por crescimento insustentável da oferta de crédito ou que possuíam finanças públicas insustentáveis. O segundo grupo é formado por países tidos como *innocent*

*bystanders*, que sofreram consequências da CFG apesar de seus fortes fundamentos domésticos (GHOSH et al., 2011).

No tocante ao primeiro grupo, Ghosh et al. (2011) afirmam que o aconselhamento fornecido pelo FMI não foi muito diferente dos conselhos dados nas crises anteriores, concentrando-se nas seguintes medidas: política monetária contracionista, com objetivos de restringir o crescimento da oferta de crédito e prevenir ou limitar a depreciação da moeda; restrição fiscal, em apoio à política monetária e a fim de liberar recursos para recapitalizar bancos; e medidas estruturais, tanto no setor fiscal quanto no financeiro. Para o segundo grupo, os conselhos do FMI foram menos tradicionais, recomendando-se a utilização do espaço político existente para amenizar o choque externo. Para os países em que os recursos do Fundo seriam úteis, este os colocou à disposição, frequentemente com poucas ou sem condicionalidades. Neste ponto, os autores destacam que esta mudança no discurso do FMI deveu-se à natureza diversa do choque e aos fundamentos políticos fortes de algumas economias emergentes, e não a uma alteração nas crenças da instituição.

No âmbito das políticas monetária e cambial, o Fundo geralmente aconselha que um colapso no fluxo de capitais seja enfrentado com depreciação da moeda, em caso de economias emergentes com regime de câmbio flutuante, ou desvalorização cambial, se o regime for de câmbio fixo. Os efeitos contracionistas da depreciação tendem a variar conforme o setor da economia que esteja exposto a flutuações no valor das divisas e a habilidade de tal setor para absorver perdas. Ghosh et al. (2011) reconhecem que as economias emergentes asiáticas e latino-americanas reduziram sua exposição à situação externa, especialmente em termos de setor público, enquanto que emergentes europeus possuíam ativos estrangeiros significativos nas mãos de famílias e de outros atores desprovidos de hedges naturais.

Assim, com o desenvolvimento da crise internacional, para o primeiro grupo de países (qualificados anteriormente como *home grown crisis*), que apresentaram expansão no crédito e fuga de capitais, o FMI reforçou o papel da política monetária restritiva, como nas crises anteriores. Já para o segundo grupo de países (*innocent bystanders*), que possuíam políticas e instituições confiáveis, o aconselhamento do Fundo foi no sentido de aproveitar a margem mais ampla para relaxamento da política monetária, com o intuito de reforçar a atividade econômica. Dois fatores contribuíram simultaneamente para essa margem ampliada: primeiro, as baixas taxas de juros nas economias avançadas, criando diferenciais de juros favoráveis às economias emergentes e possibilitando redução das taxas estabelecidas por estes; segundo, o fato de a saída de capitais das economias emergentes terem por fundamento principalmente a

necessidade dos credores de reduzir sua alavancagem, não sendo reflexo da perda de confiança na moeda destes países e não sendo, portanto, aplicável a prescrição tradicional de aumento da taxa de juros para elevar o custo de ataques especulativos (GHOSH et al., 2011). Estes dois grupos de países, suas características e respectivas medidas sugeridas pelo FMI estão resumidas no Quadro 1, abaixo.

Quadro 1 - Divisão dos países pelo FMI de acordo com as condições macroeconômicas e com as políticas monetárias propostas

Grupo de Países	Condições internas pré-CFG	Conselhos do FMI
<i>Home grown crisis</i>	Crescimento insustentável da oferta de crédito ou finanças públicas insustentáveis; fuga de capitais.	Política monetária restritiva, a exemplo das crises anteriores.
<i>Innocent bystanders</i>	Fortes fundamentos domésticos; políticas e instituições confiáveis; reservas internacionais significativas.	Relaxamento da política monetária para reforçar atividade econômica, aproveitando juros baixos nas economias avançadas e o fato de a saída de capitais ser motivada pela necessidade de redução de alavancagem, e não pela perda de confiança no país.

Fonte: elaborado pela autora a partir de Ghosh et al. (2011).

Ghosh et al. (2011) destacam, ainda, que o aconselhamento do FMI foi orientado aos países não apenas quanto à política indicada, mas também no que se refere aos instrumentos que melhor se adequariam a cada contexto, como afrouxamento de crédito e facilitação quantitativa (*credit easing* e *quantitative easing*). O primeiro é um instrumento em que o banco central compra e vende ativos específicos com o objetivo de reduzir seus rendimentos, e é indicado para circunstâncias em que o mercado de crédito é segmentado e os rendimentos excessivamente elevados. Por sua vez, o segundo instrumento é utilizado pelo banco central para expandir seu balanço comprando ativos, como títulos do governo de longo prazo, sendo geralmente menos adequado para economias emergentes, em que expectativas de deflação são improváveis. Isso porque há o risco de uma interpretação equivocada por parte dos agentes econômicos, que entenderiam a facilitação quantitativa como suporte a uma política inflacionária. Deste modo, a facilitação quantitativa é recomendada tão somente para países cujo histórico seja de baixa inflação e de estabilidade macroeconômica, com banco central independente e confiável.

Os autores acrescentam que a crise representava o momento de utilizar as reservas que vinham sendo acumuladas pelas economias emergentes nos últimos anos; porém, sendo incerta a duração do deslocamento do financiamento estrangeiro, restava a questão de quanto

utilizar e em que velocidade. Aqueles países com regime de câmbio fixo que decidiram manter a paridade cambial utilizaram reservas para intervenções, na medida em que estas se faziam necessárias. Para os demais países, uma gestão estratégica dos riscos demandou intervenção para compensação das condições desordenadas, combate a uma sobrevalorização da taxa de câmbio e fornecimento de liquidez em moeda estrangeira para bancos, através de swap cambial, por exemplo. Ao mesmo tempo, permitia-se uma desvalorização da taxa de câmbio a fim de alinhar oferta e demanda de divisas (GHOSH et al., 2011).

Ainda segundo Ghosh et al. (2011), ao formular conselhos, o Fundo levou em consideração também a possível necessidade de as reservas do banco central serem utilizadas diante de uma crise bancária sistemática. As reservas internacionais também seriam importantes para reduzir a liquidez e restabelecer a confiança no caso de a expansão monetária, decorrente da atuação do banco central como prestador de última instância, resultar em inflação e colapso da moeda.

No que se refere à política fiscal, outra divisão dos países conforme suas circunstâncias se fez necessária. Dois aspectos foram considerados para isso. Primeiro, se o país possuía “espaço fiscal”, com baixo déficit fiscal e baixa dívida pública, permitindo expansão fiscal sem um aumento indevido da taxa de juros ou, tampouco, deslocamento (*crowding out*) do setor privado. Segundo, se havia um elevado endividamento privado que demandasse apoio governamental para sua reestruturação.

O ponto de partida dos conselhos do FMI foi que, na medida do possível, seriam aplicáveis às economias emergentes as mesmas medidas de política fiscal indicadas para as economias avançadas, consistentes em “estímulo fiscal oportuno, robusto, duradouro, diversificado e sustentável” (GHOSH et al., 2011, p. 11, tradução nossa)<sup>8</sup> coordenado entre os países, além de um comprometimento a fazer mais no caso de um aprofundamento da crise. Muitas economias emergentes entraram na crise com credibilidade política reforçada, com acesso a fontes de financiamento não oficiais e com maior espaço fiscal quando comparadas às crises anteriores. Para tais países, eram aplicáveis os conselhos do Fundo indicados para economias avançadas, mas em menor escala. A maioria das economias emergentes, porém, tinha escopo reduzido para a política fiscal proposta, dada a estreita margem de financiamento de déficit sem aumento significativo nos custos dos empréstimos. Diante deste cenário, os conselhos do FMI foram de continuidade em relação às crises anteriores, nas quais medidas

---

<sup>8</sup> No original: “timely, large, lasting, diversified and sustainable fiscal stimulus”.

de restrição fiscal eram sugeridas com base na preocupação quanto à disponibilidade de crédito e ao impacto de empréstimos sobre taxa de juros e de câmbio (GHOSH et al., 2011).

Em linhas gerais, para ambos os grupos de países, considerou-se eficaz a realização de investimentos e de transferências a famílias desempregadas ou mais pobres, por sua maior propensão a consumir. Por outro lado, não eram recomendadas ações como subsídios para indústrias específicas, despesas difíceis de reverter (tal como aumento da massa salarial no setor público) e criação de novos programas de benefícios. As medidas de política fiscal recomendadas pelo FMI para cada grupo de países, bem como conselhos comuns a ambos e características que qualificam cada grupo ao eclodir da CFG, estão consolidadas no Quadro 2, abaixo.

Quadro 2 - Divisão dos países pelo FMI de acordo com as condições macroeconômicas e com as políticas fiscais propostas

Grupo de Países	Condições pré-CFG	Conselhos do FMI	Pontos comuns
Países com espaço fiscal restrito	Elevado endividamento interno que demandava apoio do governo para sua reestruturação; estreita margem de financiamento do déficit sem aumento relevante no custo dos empréstimos	Restrição fiscal, em razão da preocupação quanto à disponibilidade de crédito e ao impacto de empréstimos sobre juros e câmbio	Recomendado: investimentos; transferências a famílias pobres  Evitar: subsídios a indústrias específicas; despesas de difícil reversão; novos programas de benefícios
Países com espaço fiscal amplo	Baixo déficit fiscal; baixa dívida pública; possibilidade de expansão fiscal sem aumento indevido da taxa de juros ou deslocamento do setor privado	"Estímulo fiscal oportuno, robusto, duradouro, diversificado e sustentável"	

Fonte: elabora pela autora a partir de Ghosh et al. (2011).

Ghosh et al. (2011) analisam em detalhes algumas das medidas recomendadas ou desaconselhadas, e os motivos para serem mais ou menos eficazes em economias emergentes. Muitas economias emergentes apresentavam limitações ao uso da política fiscal para estimular a demanda, uma vez que os recursos fiscais eram necessários à reestruturação do setor financeiro, nos casos de boom insustentável de ativos e conseqüente excesso de dívida, ou à manutenção de espaço fiscal suficiente para conferir credibilidade às garantias de depósito. Outro limitador era a perda de receitas, especialmente de impostos indiretos relacionados à exportação de commodities e às importações. Os autores observam, ainda, que a política fiscal nas economias emergentes tem se mostrado pró-cíclica, pois os ciclos de negócios nestes países tendem a ser impulsionados pelo fluxo de capitais, sendo que, diante de uma redução drástica na entrada destes, se torna impossível financiar uma política fiscal

expansionista. O FMI reconheceu, também, que o cenário era mais complexo quando existia significativa dívida privada, com seu relacionado custo fiscal de uma crise bancária.

Países que tinham espaço fiscal enfrentavam duas questões: se a política expansionista seria eficaz para incentivar a oferta além do impacto direto do aumento dos gastos do governo, e qual seria a melhor maneira de se utilizar o espaço fiscal existente. Quanto à primeira, a teoria macroeconômica convencional sugere que a eficácia de uma política fiscal expansionista depende de uma série de fatores, como fechamento relativo da economia, uso da política monetária para controlar o câmbio, capacidade de poupança, maior proporção do crédito concedido para famílias ou empresas, e dívida pública sustentável. Levando tais variáveis em consideração, as circunstâncias das economias emergentes tendem a ser menos propícias à eficácia de uma política fiscal. Segundo os autores, o ponto possivelmente mais crítico é a sustentabilidade das finanças públicas. Observam, ainda, que a demanda por infraestrutura pública é maior nas economias emergentes do que nas avançadas, tornando seu impacto sobre o crescimento potencial mais favorável, havendo financiamento disponível (GHOSH et al., 2011).

No que tange à segunda questão, referente à utilização do espaço fiscal existente, o FMI reforça a hierarquia entre os instrumentos disponíveis. Assim, a prioridade é conferida aos estabilizadores automáticos, consistindo em mudanças no gasto ou na receita fiscal em virtude do ciclo econômico. Após permitir a operação destes, fazer uso cuidadoso e dirigido de medidas discricionárias, bem como de garantias governamentais para promoção do crédito, quando apropriado (GHOSH et al., 2011). Os autores acrescentam que

Estabilizadores automáticos são mais oportunos, melhor orientados (por exemplo, beneficiários de seguro-desemprego são mais propensos a gastar do que a economizar), e reversíveis com maior credibilidade (reduzindo preocupações sobre a sustentabilidade da dívida) do que mudanças discricionárias na política. O conselho do Fundo, portanto, destacou a necessidade de permitir que os estabilizadores automáticos operem plenamente. Isso pode envolver substituir algumas regras fiscais existentes, por exemplo fornecendo financiamento do governo central para governos locais cujos programas sejam dificultados por regras de orçamento equilibrado (ou limitados por dificuldades financeiras). No entanto, estabilizadores automáticos tendem a ser relativamente fracos nas EMEs (refletindo um menor setor público e transferências sociais menos extensas, bem como imposto de renda menos progressivo), de modo que uma resposta de política discricionária – onde possível – foi necessária em muitos casos. Resultados de política fiscal para 2009 sugerem que alguma combinação entre estabilizadores automáticos e afrouxamento discricionário estavam operando em diversas EMEs, com o balanço fiscal deteriorando-se acentuadamente em uma ampla gama de países [...] (GHOSH et al., 2011, p. 12-13, tradução nossa).<sup>9</sup>

<sup>9</sup> No original: “Automatic stabilisers are more timely, better targeted (for example, recipients of unemployment benefits are more likely to spend than save), and more credibly reversed (reducing concerns about debt sustainability) than discretionary changes in policy. Fund advice therefore stressed the need to allow automatic

A fim de maximizar o impacto das medidas governamentais, o FMI destacou, em seus conselhos, o aumento discricionário no gasto ou no corte de impostos, como a proteção de pobres e de grupos vulneráveis – grupos com alta propensão marginal ao consumo. Nesse sentido, cortes no imposto de renda seriam menos eficazes, pois recaem sobre grupos mais abastados, com menor propensão a consumir, ao passo que redução de impostos sobre a folha de pagamento e sobre o consumo teria maior impacto. Ademais, cortes temporários explícitos de impostos sobre consumo tenderiam a ser mais eficazes no curto prazo, assim como as reduções significativas no imposto de determinados produtos, ao invés de pequenos cortes em uma gama maior destes, dada sua maior visibilidade (GHOSH et al., 2011).

Outro fator determinante para os conselhos do Fundo foi o fato de um aumento no gasto governamental ser mais fácil de se realizar no curto prazo, somado à ampla necessidade de infraestrutura presente nas economias emergentes. Ademais, todo gasto governamental é efetivamente despendido, ao passo que parte da redução tributária é poupada, resultando em um impacto maior do gasto sobre a demanda agregada em comparação a um corte nos impostos. Os autores destacam, porém, que aumentos de gasto recorrentes podem ser arriscados, por serem de difícil reversão. Outra medida indicada pelo FMI foi o oferecimento de garantias governamentais para empréstimos bancários domésticos, a fim de manter o nível de demanda privada. Este procedimento seria inclusive preferível ao aumento no gasto ou corte nos impostos em países cujo crédito doméstico seja motor essencial da economia. Com vistas à redução de riscos e proteção das contas do governo, as garantias poderiam ser providas apenas para ativos de alta qualidade dos bancos e somadas a um apoio governamental para recapitalização. Seria necessária, também, transparência quanto às responsabilidades contingenciais do governo, além de um desenho cauteloso das garantias, a fim de minimizar problemas de risco moral e seleção adversa (GHOSH et al., 2011).

Os indícios de mudanças no FMI, representados pela elaboração de conselhos distintos daqueles historicamente recomendados para economias em desenvolvimento (ainda que destinados somente a um grupo destas economias que atendessem a determinados requisitos), são reforçados em estudo publicado recentemente pelo próprio Fundo, de autoria de membros de seu Departamento de Pesquisa. No estudo, os autores reconhecem que determinadas

---

stabilisers to operate fully. This might involve overriding some existing fiscal rules, for instance by providing central government funding to local governments whose programs are hindered by balanced budget rules (or constrained by financing difficulties). However, automatic stabilisers tend to be relatively small in EMEs (reflecting a smaller public sector and less extensive social transfers, as well as less progressive income taxes), so that a discretionary policy response – where feasible – was necessary in many cases. Fiscal policy outturns for 2009 suggest that some combination of automatic stabilisers and discretionary loosening was at work in many EMEs, with the fiscal balance deteriorating markedly across a broad swath of countries [...].”

políticas neoliberais aumentaram a desigualdade, desta forma ameaçando um crescimento econômico duradouro. A agenda neoliberal, segundo o estudo, promoveu importantes avanços, como a retirada de milhões de pessoas da pobreza extrema através da expansão do comércio global e a transferência de tecnologia e know-how para economias em desenvolvimento via investimento direto estrangeiro. Além disso, a privatização de empresas estatais implicou, em muitos casos, melhor eficiência na prestação de serviços e redução do “fardo fiscal” dos governos, na expressão dos autores (OSTRY; LOUNGANI; FURCERI, 2016).

Por outro lado, os efeitos de duas políticas neoliberais, a liberalização da conta capital (remoção de restrições ao movimento de capitais internacionalmente) e a consolidação fiscal (redução do déficit fiscal e do endividamento estatal), não atenderam às expectativas. Isto é, em relação a estas políticas, enfrentam-se dificuldades para se estabelecer benefícios relacionados a aumento do crescimento econômico quando se avalia um grupo significativo de países e observam-se custos proeminentes em termos de aumento da desigualdade, sendo que esta desigualdade ampliada, por sua vez, afeta negativamente o nível e a sustentabilidade do crescimento (OSTRY; LOUNGANI; FURCERI, 2016).

A relação entre abertura financeira e crescimento econômico é complexa, e depende de aspectos como o tipo de fluxo de capitais e natureza das instituições e das políticas domésticas. Enquanto o investimento direto estrangeiro parece fomentar o crescimento de longo prazo, investimentos em portfólio e fluxos bancários ou especulativos parecem não contribuir para o crescimento ou, tampouco, para uma melhor alocação de riscos do país receptor. Já os custos da abertura financeira relacionados à volatilidade econômica e à maior frequência de crises parecem mais evidentes, bem como os efeitos distributivos de tal abertura, implicando aumento da desigualdade. Assim, atualmente há entre os políticos crescente aceitação de mecanismos de controle que imponham limitações a fluxos de dívida de curto prazo, vistos como suscetíveis a desencadear ou aprofundar uma crise financeira (OSTRY; LOUNGANI; FURCERI, 2016).

Ostry, Loungani e Furceri (2016) identificam, ainda, uma preocupação do FMI, em alguns de seus aconselhamentos de política fiscal, com relação ao ritmo com que os governos reduziram os déficits e os níveis de dívida após o acúmulo de dívida nas economias avançadas desencadeado pela CFG: um ritmo muito lento poderia “enervar” os mercados (na expressão dos autores), ao passo que um ritmo demasiado acelerado poderia inviabilizar a recuperação. Para além desta preocupação, tem-se a questão da adequação de uma consolidação fiscal, uma vez que a necessidade de alguns países reduzirem suas dívidas não significa que a

recomendação seja indicada para todas as economias. No entendimento dos autores, países com amplo espaço fiscal, por exemplo, fariam melhor escolha ao continuar com elevados níveis de endividamento (permitindo que a proporção da dívida decaia organicamente através do crescimento econômico) do que ao perseguir superávit orçamentário com o único objetivo de reduzir a proporção da dívida. Justificam este posicionamento pelo fato de que a redução do nível de endividamento exige um aumento temporário de impostos que distorcem o comportamento econômico ou a redução de gasto produtivo, ou ainda uma combinação de ambos. Os custos envolvidos nestas medidas poderiam superar, e muito, a redução dos riscos de crise engendrada por uma dívida menor.

Além dos custos de bem-estar relacionado ao lado da oferta, os autores apontam para impactos negativos de políticas de austeridade também sobre a demanda, agravando o desemprego. A noção de que tais políticas possam ser expansionistas, implicando aumento de oferta e de emprego, ao elevar a confiança e o investimento privados é contraposta por observações que sugerem que, em geral, episódios de consolidação fiscal foram seguidos, em média, por redução da oferta, ao invés de sua expansão. Assim, políticas de austeridade levariam a um aumento do desemprego de longo prazo e da desigualdade de renda.

Em suma, os benefícios de algumas políticas que constituem uma parte importante da agenda neoliberal parecem ter sido um pouco exagerados. No caso da abertura financeira, alguns fluxos de capital, como o investimento direto estrangeiro, de fato parecem conferir os benefícios reivindicados por eles. Mas para outros, em particular os fluxos de capital de curto prazo, os benefícios para o crescimento são difíceis de colher, ao passo que os riscos, em termos de maior volatilidade e aumento do risco de crise, avultam.

No caso da consolidação fiscal, os custos de curto prazo em termos de menores oferta e bem-estar e maior desemprego têm sido subestimados, e a conveniência para os países com amplo espaço orçamentário de simplesmente viver com dívida elevada e permitir que as razões de dívida declinem organicamente através do crescimento é subvalorizada. (OSTRY; LOUNGANI; FURCERI, 2016, p. 40)<sup>10</sup>.

Ademais, o efeito distributivo de políticas de abertura financeira e austeridade fiscal gera um ciclo negativo: a desigualdade decorrente de tais políticas pode, por si própria, reduzir o crescimento econômico, tanto em termos de nível de crescimento quanto de sua durabilidade. Assim, os autores sugerem que os políticos deveriam se concentrar mais na

---

<sup>10</sup> No original: “In sum, the benefits of some policies that are an important part of the neoliberal agenda appear to have been somewhat overplayed. In the case of financial openness, some capital flows, such as foreign direct investment, do appear to confer the benefits claimed for them. But for others, particularly short-term capital flows, the benefits to growth are difficult to reap, whereas the risks, in terms of greater volatility and increased risk of crisis, loom large.

In the case of fiscal consolidation, the short-run costs in terms of lower output and welfare and higher unemployment have been underplayed, and the desirability for countries with ample fiscal space of simply living with high debt and allowing debt ratios to decline organically through growth is underappreciated.”.

questão redistributiva, o que poderia envolver medidas preventivas como aumento no gasto com educação e treinamento, a fim de expandir a equidade de oportunidade, e estratégias de consolidação fiscal (quando esta for necessária) que minimizem o impacto adverso sobre grupos de baixa renda. Para casos que demandem medidas que remedeiem desigualdades, os autores sugerem o uso de impostos e gastos governamentais orientados à redistribuição de renda, acrescentando que tais políticas não necessariamente prejudicam o crescimento da economia (OSTRY; LOUNGANI; FURCERI, 2016).

Por fim, Ostry, Loungani e Furceri (2016) apresentam indicativos de que o próprio FMI tem apresentado uma visão mais matizada da agenda liberal. Neste sentido, citam a recomendação do Fundo aos países da zona do euro, em 2015, segundo a qual países com espaço orçamentário deveriam utilizar estes recursos para apoiar o investimento, e a crescente aceitação, por parte do FMI, quanto à imposição de controles que lidem com a volatilidade do fluxo de capitais.

Os elementos apresentados pelos dois estudos discutidos na presente seção, ao sugerirem um processo de mudança no âmbito do FMI, remetem à questão de como o Fundo vinha operando historicamente em episódios de crise e que motivou possíveis mudanças. Afinal, a atuação do FMI, uma das principais instituições multilaterais do sistema financeiro internacional, tem sua importância destacada em momentos de crises financeiras internacionais, tanto pelos recursos que administra quanto pela autoridade que possuem seus aconselhamentos. Assim, o exame desenvolvido no presente capítulo a respeito da CFG se deu em três estágios – primeiro, fatores e aspectos relativos ao surgimento e ao desenvolvimento da CFG; segundo, a sua propagação para economias em desenvolvimento e emergentes, abrangendo diversos países não diretamente envolvidos no cerne da CFG; e terceiro, as considerações do FMI diante da crise, em razão das consequências desta sobre os fluxos de capitais e a economia global – e abre caminho para um exame do histórico do FMI. Diante disto, o capítulo seguinte procura identificar as características e o padrão de atuação do Fundo em episódios de crises precedentes, e as suas consequências sobre variáveis socioeconômicas, como conta corrente, balanço de pagamentos, investimento direto estrangeiro, crescimento econômico, distribuição de renda, inflação e democracia.

### **3 A ATUAÇÃO DO FMI E SEUS IMPACTOS: UMA AVALIAÇÃO INSTITUCIONAL E HISTÓRICA**

O presente capítulo é dedicado à identificação dos possíveis impactos das medidas propugnadas pelo FMI e está dividido em duas sessões. A primeira delas aborda o FMI em sua perspectiva histórica, com destaque para as finalidades da instituição desde sua origem, principalmente o gerenciamento de crises no balanço de pagamentos, e para as mudanças ocorridas em sua atuação ao longo do tempo. Diante deste cenário, à luz dos objetivos perseguidos formalmente pelo Fundo, busca-se identificar, na segunda seção, os efeitos dos programas e das recomendações do FMI nos países que recorreram ao Fundo, desde a década de 1960 até os anos 2000. Os resultados apresentados mostram que os programas do FMI atingiram seu objetivo de promover ajuste nas contas externas dos países receptores, porém ao custo de concentração de renda e não necessariamente acompanhado de maior crescimento econômico.

#### **3.1 O FMI E A INSTABILIDADE FINANCEIRA INTERNACIONAL: DA ORIGEM À ATUALIDADE**

O Fundo Monetário Internacional é uma das principais instituições da Ordem Monetária Internacional constituída nos encontros em Bretton Woods, possuindo atualmente cento e oitenta e nove países-membros (IMF, 2016). Criado em 1945, seus principais objetivos originalmente eram promover estabilidade das taxas de câmbio e auxiliar os países-membros a promoverem ajustes diante de desequilíbrios no balanço de pagamentos. Sua atuação foi sendo modificada em reação a mudanças do contexto internacional, como o fim do padrão ouro e a globalização financeira, de modo que, atualmente, o FMI concentra-se, em grande parte, no gerenciamento de crises financeiras, o que justifica uma apreciação desta instituição.

##### **3.1.1 Estrutura, funcionamento e finalidades do FMI**

A estrutura do Fundo privilegia, desde sua origem, as economias mais avançadas: os votos são proporcionais às quotas de contribuição, de modo que os Estados Unidos (EUA) e as maiores economias europeias (Alemanha, França e Reino Unido) possuem, em conjunto, poder de veto. A influência destas economias sobre as decisões do Fundo, corroborada pelo

estudo de Barro e Lee (2005), indica a possibilidade de instrumentalização desta instituição segundo os interesses estratégicos daqueles países. Ademais, Keynes – um dos participantes da Conferência de Bretton Woods, onde o Fundo foi concebido – já destacava a assimetria entre países superavitários e deficitários na distribuição dos custos do ajuste, imprimindo uma natureza recessiva ao padrão-ouro. Desta forma,

Envolver os países superavitários no processo de ajuste era um dos principais objetivos do Plano Bancor de Keynes. O plano consistia na criação de uma *União Internacional de Compensação* (originalmente, em inglês, *International Clearing Union* – ICU) a ser composta exclusivamente por bancos centrais para registrar e compensar todos os pagamentos internacionais, utilizando uma unidade monetária que seria criada com esse único propósito, o *bancor*. [...] Os países com déficit teriam de tomar medidas para reduzir a absorção de bens importados, enquanto os países com superávit teriam de aumentá-la. Se um país superavitário não contribuísse para o ajuste, seria aplicada uma multa sobre seus depósitos na União; as receitas arrecadadas com tais multas ajudariam a aliviar o peso suportado pelos países deficitários. (CARVALHO, 2004, p. 182, grifos do autor).

A proposta de Keynes foi vencida, e o sistema criado foi baseado em taxas fixas de câmbio, sendo atribuído ao FMI o papel de administrar o sistema internacional de pagamentos, de modo a impedir desequilíbrios em conta corrente capazes de ameaçar o regime de câmbio fixo. As operações das contas capital e financeira seguiam como responsabilidade dos próprios países integrantes do sistema. Na maioria dos eventos de desequilíbrio em conta corrente, o diagnóstico e as medidas eram semelhantes: excesso de demanda agregada, medidas fiscais para os países deficitários equilibrarem suas contas e empréstimos do FMI durante o tempo necessário para que os resultados se concretizassem, evitando-se, assim, problemas para o sistema (CARVALHO, 2004). O diagnóstico-padrão, no entanto, mostrou-se pouco favorável aos países em desenvolvimento:

Para os países desenvolvidos, as políticas do FMI traziam algum desconforto no curto prazo com a perda de produção e o aumento do desemprego, mas em geral esses efeitos eram passageiros. Quanto aos países subdesenvolvidos, a receita era mais perigosa porque, em muitos casos, o excesso de gasto fiscal consistia em investimentos. O corte no gasto público atingia as despesas em andamento mas também tinha efeitos de longo prazo. (CARVALHO, 2004, p. 184-185).

Com o fim de Bretton Woods, no princípio dos anos 1970, o câmbio flutuante passou a ser mais empregado, o que elevou consideravelmente a volatilidade das taxas de câmbio – algo indesejável, mas que o FMI não conseguiu controlar. Os últimos programas a países industrializados datam de 1977, na Itália e no Reino Unido, justamente quando se adotou o câmbio flutuante. A partir de então, o Fundo concentrou-se nos países em desenvolvimento,

mantendo, entretanto, seu posicionamento quanto às causas e às soluções das crises de balanço de pagamentos (CARVALHO, 2004).

Nos anos 1990, Carvalho (2004) identifica mudanças nas negociações do FMI, de forma que as medidas de restrição fiscal cedem espaço para condicionantes relacionadas a reformas estruturais. Outra inflexão observada foi a atenção direcionada à eficiência dos setores financeiros nacionais diante de recursos externos crescentes. Nesse sentido, o Fundo passou a defender a liberalização financeira, incentivando a redução dos controles e restrições a operações cambiais e financeiras, de modo a possibilitar uma livre circulação internacional de capitais. O FMI superou, ainda, as restrições que tinha à interferência na política interna dos países sob sua influência e começou a incentivar diretamente mudanças na política econômica destes Estados. Entre as crises de balanço de pagamentos e as reformas exigidas pelo FMI, as economias assistidas por este acabaram cedendo à liberalização, a qual deveria ser acompanhada por regras de transparência e boa governança.

Para os propósitos deste trabalho, Carvalho (2004) destaca a diferença entre as crises enfrentadas pelo FMI nos primórdios de sua existência e as atuais: aquelas atingiam países desenvolvidos, possuindo origem superficial, no desequilíbrio das políticas fiscais; enquanto que estas atingem economias emergentes, cuja origem se encontra em desequilíbrios mais profundos. Estas são, portanto, mais difíceis de serem resolvidas, envolvendo mudanças estruturais, e não apenas uma adequação entre despesa e receita fiscal. Soma-se a isso a dificuldade de se manter o câmbio estável decorrente da própria movimentação de capitais, constituída primordialmente por recursos privados e investimentos em carteira – mais voláteis e de curto prazo. “Ajustes relativamente pequenos nas carteiras de investidores internacionais podem ocasionar grandes perturbações nas contas de capital de países em desenvolvimento, agravando os problemas que estes podem atravessar.” (CARVALHO, 2004, p. 201).

O autor resume a diferença entre os tipos de crise da seguinte maneira:

Enfim, à diferença dos condicionantes do passado, que não passavam de medidas para *redimensionar* déficits e receitas fiscais, os condicionantes atuais buscam *mudar estruturas* e bloquear opções que os governos talvez queiram adotar no futuro e que possam ofender os ‘sentimentos do mercado’. (CARVALHO, 2004, p. 200, grifos do autor).

A preocupação do Fundo com os “sentimentos do mercado” é abordada também por Aglietta (2004), na própria organização desta instituição. Segundo o autor, apesar da abrangência quase total em termos de membros, os funcionários do FMI, independentemente da nacionalidade, são economistas com formação anglo-saxônica. Sua burocracia é, ainda,

organizada de forma a permitir um controle da correção ideológica dos documentos que serão publicados ou encaminhados aos administradores.

Esta combinação de características organizacionais, culturais e ideológicas faz do FMI uma instituição peculiar. Como entidade política, ele é um empreendimento conjunto de seus países-membros, e não uma instituição supranacional independente. Todavia, o FMI tem cultura de empresa, o que lhe confere forte coesão e devotada dedicação ao liberalismo econômico. [...] Devido a essa rigidez doutrinária, a instituição carece da sensibilidade apropriada a modificações na política mundial que refletem opiniões diferentes sobre as relações monetárias internacionais. (AGLIETTA, 2004, p. 208).

Segundo o autor, as deficiências do sistema dirigido pelo mercado quanto ao ajuste do câmbio e ao controle de solvência levou a uma reforma do Fundo, cujas palavras-chaves seriam supervisão e condicionalidade. Anualmente, o FMI fiscaliza a política cambial de seus membros, elaborando a partir disso recomendações de política macroeconômica, que não possuem caráter impositivo para os Estados que não estejam sendo assistidos. Além da supervisão, outro instrumento central do Fundo é a condicionalidade vinculada aos empréstimos. Desta forma, a natureza da instituição foi alterada, dado que deixou de promover a assistência multilateral e passou a intermediar interesses assimétricos entre nações devedoras e credoras e promover estabilidade financeira.

É preciso resumir pelo menos quatro modelos de ação coletiva a fim de se compreender a instituição tanto do ponto de vista teórico quanto do pragmático. O primeiro modelo é o original: o FMI é um organismo que implementa assistência mútua entre seus membros. O segundo modelo surgiu com a criação do DES instituído pela Primeira Emenda, mas acabou com o fracasso do C20. Ele define o FMI como emissor de uma moeda internacional. O terceiro modelo foi o resultado da Segunda Emenda e das posteriores desordens financeiras. O FMI passou a ser intermediário financeiro e tutor de países em desenvolvimento. Finalmente, mas não menos importante, o quarto modelo ainda está no limbo. Ele é o propósito da nova arquitetura financeira: criar o modelo de um guardião de normas prudenciais e prestador internacional de última instância. (AGLIETTA, 2004, p. 218).

O modelo inicial, do FMI como organismo de assistência mútua, tem como contexto os acordos de Bretton Woods, e a paridade cambial em relação ao dólar, sendo os EUA responsáveis por determinar o valor fixo em dólares do ouro. Tinha-se, pois, um sistema hierárquico, em que o FMI ocupava um papel central na ação coletiva, gerenciando o fundo de moedas recebidas de seus membros e direcionando-as ao financiamento de desequilíbrios temporários em conta corrente. Esta assistência mútua tinha por objetivo facilitar ajustes internos, devidos a choques reversíveis. Cabia ao FMI determinar se os equilíbrios eram temporários ou estruturais, podendo recomendar uma mudança na paridade no segundo caso.

Ademais, era necessário que os governos consultassem o FMI antes de promover alterações na taxa de câmbio (AGLIETTA, 2004).

Entre os anos de 1960 e 1970, reduziram-se as quotas do FMI relativamente ao comércio internacional, implicando restrição potencial de liquidez. Para contorná-la, dez países ricos realizaram o Acordo Geral de Empréstimos (GAB), em 1962, permitindo ao FMI tomar empréstimos de qualquer membro do clube com a finalidade exclusiva de repassá-los para outros membros em necessidades. Estava, assim, violada a assistência mútua consagrada em Bretton Woods. Ao longo dos anos 1960, houve uma cisão entre os países desenvolvidos e os em desenvolvimento, agravada com a iminente falta de liquidez no fim da década. O Fundo se tornara incapaz de conduzir o ajuste, e a ausência de uma definição clara do que seria um desequilíbrio estrutural o fragilizava diante de governos que resistiam à desvalorização de suas moedas (AGLIETTA, 2004).

Depois que todos os compromissos com um sistema de valores de paridade haviam sido revogados e os países desenvolvidos tinham podido tomar empréstimos de reservas à vontade nos mercados de capitais, a contribuição do FMI para a ação coletiva passou a consistir na supervisão de políticas econômicas. (AGLIETTA, 2004, p. 220).

O segundo modelo, por sua vez, tem o FMI como emissor de moeda internacional. A criação de um ativo supranacional para estabelecer obrigações internacionais é o traço comum à proposta de Keynes de uma União Internacional de Compensação (1941), ao debate sobre os Direitos Especiais de Saque (DES) (1965-1968) e ao trabalho do C20 (1972-1974). A proposta keynesiana estava baseada em três ideias centrais: “[...] multilateralismo nos pagamentos internacionais, simetria no ajuste de desequilíbrios entre países superavitários e deficitários e criação de uma moeda internacional para acabar de vez com os mercados de câmbio.” (AGLIETTA, 2004, p. 222).

Keynes propunha um ativo de reserva internacional fiduciário e uma instituição que fizesse as vezes de um banco central mundial, cujo passivo seria o mencionado ativo de reserva, exclusivo de bancos centrais nacionais. A criação deste ativo, porém, enfrentou dificuldades, resultando nos DES. Estes não possuem lastro ou ativo que lhe faça contrapartida, sendo uma reserva puramente fiduciária, o que atendia aos interesses estadunidenses, mas contrariava a vontade da França de fazer do DES um instrumento de crédito. Como resultado, inúmeras restrições legais cercaram o DES, impedindo-o de ser aceito como moeda internacional. Em 1974, o DES passou a ser definido como uma cesta de moeda, o que agradou ao FMI ao ser entendido como uma oportunidade para impulsionar este

ativo. Entretanto, com a rápida mudança de escassez para abundância na liquidez internacional agregada, além da rejeição – por parte dos países ricos – da vinculação do DES à ajuda ao desenvolvimento, pouco espaço restou para o DES (AGLIETTA, 2004).

O terceiro modelo apresentado por Aglietta (2004) é do FMI como intermediário financeiro para o desenvolvimento. Com um sistema monetário dirigido pelo mercado, os países desenvolvidos se libertaram do controle financeiro do FMI, ao passo que os países em desenvolvimento passaram a se submeter ao FMI em acordos de longo prazo. Diante desse cenário, o FMI se tornou um intermediário entre os países que contribuem com recursos e aqueles que os recebem.

Como houve maciça utilização de recursos em certos momentos críticos, o FMI teve de tomar grandes empréstimos de seus credores, elevar substancialmente o teto de obrigações dos países em relação às suas quotas, e diversificar e especializar seus meios de crédito para atender às necessidades de seus devedores. Isto é característico de um intermediário financeiro. (AGLIETTA, 2004, p. 224).

Ademais, os problemas enfrentados pelo Fundo diante da inadimplência tornaram irrelevante diferenciar desequilíbrios temporários de estruturais. O FMI ampliou, então, sensivelmente as recomendações, especialmente a orientação para supressão de medidas que restringissem a movimentação das contas correntes dos países em desenvolvimento, o que obteve relativo sucesso nos anos 1990. O Fundo passou a estimular, também, a abertura da conta capital e financeira nos países que recorressem a seus programas. Aqueles países que adotaram essas duas medidas receberam grandes volumes de capital estrangeiro no princípio dos anos 1990, sendo denominados "mercados emergentes". Nesse contexto, as condicionalidades impostas pelo FMI passaram a incluir a extinção de taxas de juros subsidiadas e de controles diretos, além da privatização de instituições financeiras. Adentrando na esfera não financeira, o Fundo começou a pregar o ultraliberalismo e a recomendar a desregulamentação via desmontagem da regulamentação do mercado de trabalho, desindexação dos salários e supressão de preços subsidiados para serviços públicos, chegando ao ponto de se envolver na qualidade do gasto público (AGLIETTA, 2004).

Aglietta (2004) aponta, ainda, que o FMI criou diversos recursos para fins específicos com uso associado a critérios de desempenho de ajuste estrutural, como o recurso de transformação sistêmica. Com essas mudanças, os programas se tornaram mais longos, abarcando sucessivos acordos entre o FMI e os mesmos países, ao longo de dez ou quinze anos. Muito embora seja mantida uma aparente vinculação entre o valor total emprestado a determinado país e sua respectiva quota junto ao Fundo, o limite de acesso foi aumentado

frequentemente. Ademais, o volume de crédito nas últimas crises financeiras foi tão expressivo, e as mudanças de prioridades foram tão substanciais, que Aglietta (2004) reconhece a necessidade imperativa de revisão do mandato e de reestruturação da capacidade financeira do FMI.

Por fim, o autor discute o modelo de prestador internacional de última instância. A liberalização financeira não resultou no que era esperado pelo Consenso de Washington<sup>11</sup>. Apesar de os países em desenvolvimento contarem agora com um setor financeiro privado tanto devedor quanto credor, dispensando a intervenção do FMI como supressor da insuficiência de mercados de capitais para o fornecimento de recursos, crises financeiras recentes indicam que as falhas dos mercados de capitais podem ir além dos desequilíbrios de conta corrente resultantes da falta de financiamento privado. Em seu lugar, têm-se fugas de capitais em massa dos mercados emergentes e efeitos de contágio. Para Aglietta (2004), o enfrentamento do FMI a esses novos problemas deu-se de forma improvisada, via mecanismos inadequados. No caso dos países asiáticos, por exemplo, errou-se na avaliação ao não prestar a devida atenção na dívida de curto prazo, que representava em média 45% da dívida externa da Indonésia, da Coreia e da Tailândia.

Perigosas combinações entre valorização de ativos, alavancagem imprudente, graves falhas de gestão de risco no crédito e extrema sensibilidade à liquidez dos investidores estrangeiros foram a origem do risco sistêmico que surgiu no lugar dos conhecidos problemas de ajuste macroeconômico dos países em desenvolvimento. Em suma, o FMI confiou no modelo errado quando a crise se apresentou. (AGLIETTA, 2004, p. 229).

A crise asiática representou o princípio de uma nova geração de crises, relacionadas às perturbações decorrentes da abertura dos mercados de capitais. Neste contexto, a função principal do FMI passou a ser administrar crises, com a tarefa central de recuperar a confiança dos investidores internacionais, o que não necessariamente demanda recursos expressivos. O que a administração de crises certamente envolve é uma interação estratégica com os integrantes do mercado – o que se distancia da ação tradicional do Fundo e se aproxima de um prestador internacional de última instância (AGLIETTA, 2004).

---

<sup>11</sup> O consenso de Washington derivou da crise do consenso keynesiano e da correspondente crise da teoria do desenvolvimento econômico dos anos 1940 e 1950, tendo sido influenciado pelo neoliberalismo e pelas contribuições da escola austríaca, dos monetaristas e da escola da escolha pública, entre outros. A abordagem de Washington identificava como principais causas da crise latino-americana o crescimento excessivo do Estado e o populismo econômico. Diante disto, reformas foram propostas no sentido de reduzir o tamanho do Estado, contemplando medidas como, por exemplo, disciplina fiscal, taxas de juros e de câmbio determinadas pelo mercado, liberalização comercial e privatizações. Em suma, o consenso de Washington recomendava a estabilização econômica via ajuste fiscal e políticas ortodoxas (PEREIRA, 1990), semelhantes às recomendações tradicionais do FMI.

Aglietta (2004) destaca, ainda, que, desde 1983, os Acordos Gerais de Empréstimo passaram a uso geral e foram sendo incrementados, sendo usados no socorro à Rússia em meados de 1998. Em 1996, criaram-se ainda os Novos Acordos para Empréstimo (NAB), utilizados pela primeira vez em dezembro de 1998 para socorrer o Brasil. Outros dois recursos foram criados nos anos de 1997 e 1999: o Fundo de Reserva Suplementar (SFR) e a Linha de Crédito Contingencial (CCL), sendo o primeiro destinado a cobrir necessidades de financiamento de curto prazo, enquanto o segundo tem caráter preventivo. Ambos os recursos são acessíveis apenas para aqueles países que seguem as políticas do FMI, e seus mecanismos de liberação sugerem um distanciamento do modelo tradicional de intervenção do Fundo, uma vez que são de uso discricionário e desvinculado das quotas – em uma reunião de emergência, o Conselho decide sobre a intervenção, as quantias envolvidas e as condições a serem impostas. A fim de melhor ilustrar os quatro modelos de atuação do FMI, Aglietta apresenta o quadro-resumo abaixo (Quadro 3).

Quadro 3 - Sinopse do mandato do FMI

MODELO DE AÇÃO COLETIVA	AJUSTE	LIQUIDEZ
Organismo de assistência mútua	<p><i>Com taxa de câmbio acordada:</i></p> <p>Controles ao capital e equilíbrio da conta corrente</p> <p>Desvalorização ou valorização se houver desequilíbrio</p> <p><i>Sem taxa de câmbio acordada:</i></p> <p>Supervisão de políticas macroeconômicas</p> <p>Taxa de câmbio real entre o desalinhamento e o equilíbrio</p>	<p>Quotas e parcelas</p> <p>Condicionalidade macroeconômica em parcelas de crédito</p> <p>GAB entre países do G10</p> <p>GAB de alcance estendido a todos os membros</p>
Emissor de moeda mundial	<p>Ajuste simétrico entre países superavitários e deficitários</p> <p>Acumulação ou esvaziamento de reservas como índice de desequilíbrio</p>	<p>Extensão da proposta de Keynes para emitir reservas internacionais segundo o princípio bancário</p> <p>DES como <i>moeda fiduciária</i> distribuída de acordo com as quotas</p> <p>Uso sujeito a restrições legais</p>
Intermediário financeiro para o desenvolvimento	<p><i>Ajuste estrutural:</i></p> <p>Liberalização financeira e abertura da conta de capital</p> <p>Desregulamentação dos mercados do trabalho e produtivo</p> <p>Privatização e reestruturação orçamentária</p>	<p>Recursos específicos (SAF, Esaf e STF)</p> <p>Termos concessivos</p> <p>Condicionalidade microeconômica</p>
Emprestador internacional de última instância	<p><i>Administrador de crises:</i></p> <p>Restabelecimento da confiança nos mercados de capitais internacionais</p> <p>Questões prudenciais</p> <p>Indicadores precoces de crises financeiras</p>	<p>Liquidez nas emergências, na condição de <i>emprestador internacional de última instância:</i></p> <p>NAB no lado das obrigações</p> <p>Linhas de crédito para emergências: SRF e CCL</p>

Fonte: Aglietta (2004, p. 231-232).

O autor classifica esses quatro modelos em dois grupos, a partir do princípio predominante a orientar as relações internacionais. O primeiro deles tem como princípio a assistência mútua internacional, que abarca o modelo de assistência mútua e o de intermediação financeira. O segundo grupo segue o princípio da soberania monetária internacional, ao qual se vinculam os dois modelos restantes. A oposição entre esses dois princípios teve como consequência a extinção do padrão-ouro, esteve na base do confronto

entre Keynes e White sobre a ordem monetária em 1942, e foi resgatado na tentativa de reforma do G20<sup>12</sup>, bem como no debate acerca de uma nova arquitetura do Fundo. Afinal, tais princípios partem de pressupostos distintos e, conseqüentemente, atribuem ao FMI diferentes papéis, como se observa nas passagens a seguir.

O princípio da assistência mútua menospreza a importância de se organizar a moeda internacional. Ele afirma que uma variedade de moedas concorrentes pode oferecer liquidez internacional se for canalizada por um eficiente mercado monetário em grande escala. O ajuste pode ser suave se os governos se comportarem como devem. Cabe ao FMI supervisionar seu comportamento (supervisão para todos os países, condicionalidade para aqueles que têm contratos de dívida com o FMI), fornecer financiamento temporário em caso de choques prejudiciais, diagnosticar a índole desses choques e indicar o ajuste adequado. (AGLIETTA, 2004, p. 233-234).

O princípio de soberania monetária estabelece que a confiança nas finanças globais sujeitas a risco sistêmico reside, em definitivo, na moeda fiduciária posta à disposição em todo o mundo em momentos de crise. Em princípio, nenhum modelo de organização é o melhor para fornecer moeda fiduciária internacional. Pode-se pensar em uma instituição internacional, uma hegemonia com responsabilidades internacionais implícitas, um grupo cooperativo de autoridades monetárias com ou sem uma liderança. Entretanto [...], o princípio da soberania monetária enfatiza que a influência política para tomar decisões discricionárias terá precedência sobre o sistema de disciplina do mercado com seguro em qualquer plano para um órgão prestamista internacional de última instância. (AGLIETTA, 2004, p. 234).

Conforme referido, o FMI, na sua origem, estava vinculado ao princípio de assistência mútua internacional, promovendo tal assistência. Em reação a transformações nas finanças internacionais, passou a desempenhar primordialmente as atividades de intermediação financeira, supervisão e, mais recentemente, administração de crises. Assim se manteve mesmo diante da manifestação do então Diretor Administrativo do Fundo, Michel Camdessus, quanto à essencialidade da promoção de um crescimento de alta qualidade, definido por ele como um crescimento “[...] sustentável, que reduz pobreza e desigualdades distributivas, que respeita liberdade humana e culturas nacionais, e protege o ambiente.” (CAMDESSUS, 1994, tradução nossa)<sup>13</sup>. Mudanças no contexto internacional, porém, têm demandado ulteriores adaptações por parte do FMI, objeto da subseção seguinte.

<sup>12</sup> Grupo dos Vinte (G20) é formado por líderes das vinte maiores economias do mundo, tendo sua composição variável.

<sup>13</sup> No original: “[...] sustainable, that reduces poverty and distributional inequalities, that respects human freedom and national cultures, and protects the environment.”.

### 3.1.2 O FMI na atualidade

A tendência financeira das últimas décadas foi de liberalização das movimentações de capitais, o que destaca a interação entre o comportamento microeconômico e processos macroeconômicos, algo que vinha sendo subestimado na economia internacional, na visão de Aglietta (2004). As interações micro-macro implicam um dilema prudencial segundo o qual é necessário abrir mão de ao menos um dos seguintes atributos: independência prudencial internacional, segurança financeira global e eficiência do mercado na alocação de poupança. O autor identifica três tipos de organização prudencial internacional, em que tais atributos são escolhidos de formas distintas.

O primeiro é o que vigorou no período do Bretton Woods, havendo escolha pela independência e pela segurança, com controles de capitais, crises cambiais relacionadas à conta corrente e segurança via assistência mútua (saques e quotas do FMI). O segundo tipo privilegiava independência e eficiência, característico da liberalização financeira das décadas de 1980 e 1990. Neste, observa-se uma integração financeira nas regiões desenvolvidas, além de instabilidade financeira endêmica, crises com efeito de contágio e incremento na regulamentação internacional. Ao FMI cumpria monitorar ajustes estruturais e gerir crises, enfrentando dificuldades para isso (AGLIETTA, 2004).

O terceiro tipo descrito por Aglietta é o objetivado pela nova arquitetura do Fundo, em que são escolhidas a segurança e a eficiência. Em um contexto de integração financeira global e integração monetária regional, as crises seriam supervisionadas e geridas internacionalmente – em nível regional amplo ou mesmo mundial –, sendo o FMI um administrador de crises, impondo condicionalidades e normas prudenciais. Há um problema, no entanto: a estrutura do prestamista de última instância, cuja atribuição característica é a criação de dinheiro fiduciário *ex nihilo*, algo intrínseco aos bancos centrais. “Uma vez que o mandato do FMI tem descartado o modelo de um emissor de moeda mundial, restringindo severamente o uso dos DSEs, ele não pode criar liquidez internacional à vontade.” (AGLIETTA, 2004, p. 238). Ademais, a função de prestamista internacional de última instância envolve o risco de perdas finais, decorrentes de empréstimos a instituições insolventes que precisam ser salvas, serem superiores ao que o balanço tem condições de absorver. Seria, portanto, necessária uma instituição pública que respaldasse o prestamista, decidisse sobre a absorção das perdas finais e fizesse cumprir tal decisão. O autor deduz, pois, que uma arquitetura financeira, para ser boa, deveria observar o seguinte:

Um sistema abrangente de gerenciamento de crises combina um prestamista de última instância para promover a liquidez em falta no mercado e restabelecer a confiança, uma entidade pública com poder para socializar perdas finais e controlar a reestruturação de instituições financeiras que falharam, e um conjunto de órgãos de regulação e supervisão para diminuir o ‘risco moral’. (AGLIETTA, 2004, p. 239).

O autor, então, conclui pela necessidade de legitimidade política ao prestamista de última instância, de modo que, “Enquanto o modelo de uma moeda mundial emitida por um banco central internacional for rejeitado, o prestamista internacional de última instância continuará sendo um enigma.” (AGLIETTA, 2004, p. 249).

No que se refere à administração de crises por parte do Fundo, os principais instrumentos utilizados são a realização de empréstimos e a elaboração de condicionalidades e normas prudenciais. Ao conceder um empréstimo, o FMI não exige dos países uma contrapartida, mas requer que algumas ações sejam tomadas orientadas à correção desajustes macroeconômicos. Nesse sentido, determinadas reformas macroeconômicas serviriam como “contrapartida” para empréstimos do Fundo<sup>14</sup>. A partir do crescente consenso de que o balanço de pagamentos de um país está fortemente relacionado ao seu ambiente macroeconômico geral, o FMI ampliou a concepção de condicionalidade (um conceito complexo e mutante) de modo a abranger também reformas macroeconômicas não diretamente relacionadas ao balanço de pagamentos (JENSEN, 2004).

Khan (1990) corrobora este entendimento ao identificar como objetivos gerais de um programa de ajuste promovido pelo FMI o alcance de um balanço de pagamentos viável, uma performance de crescimento de longo prazo satisfatória e baixa inflação. Acrescenta que, geralmente, tais programas se fazem necessários quando há desajuste entre oferta e demanda agregadas, implicando uma deterioração das contas externas e aumento dos preços domésticos; e que, frequentemente este desajuste advém de políticas governamentais inapropriadas, que expandem a demanda agregada rápido demais em comparação à capacidade produtiva da economia. Para fins do presente estudo, este diagnóstico apresentado por Khan é entendido como elemento da atuação tradicional do Fundo, da mesma forma que as prescrições elaboradas a partir deste entendimento.

Neste contexto, o principal papel do FMI seria o de

[...] auxiliar o país-membro na elaboração de um pacote de políticas que inclua medidas para restabelecimento da sustentabilidade do equilíbrio entre demanda e oferta agregadas, e a simultaneamente expandir a produção de bens comercializáveis. Tal programa de ajuste assume a forma de um conjunto de

---

<sup>14</sup> Condicionalidades têm sido aplicadas pelo FMI especialmente através de *Standby Arrangements* e *Extended Fund Facilities* (JENSEN, 2004).

intenções políticas do governo que é avaliada pelo Fundo para garantir apoio financeiro. (KHAN, 1990, p. 196, tradução nossa)<sup>15</sup>.

Quanto às medidas recomendadas pelo FMI, Khan (1990) reconhece que o discurso monetarista foi operacionalizado pela instituição nos anos 1950 e 1960, mantendo papel central na elaboração de programas, mas não compreendendo sua totalidade, que seria mais complexa. Assim, um programa típico contemplaria tanto medidas de política monetária de restrição do crédito doméstico – possivelmente acompanhadas por uma desvalorização cambial, a fim de melhorar o balanço de pagamentos – quanto medidas fiscais. Estas medidas, por sua vez, seriam bastante variadas, tais como

[...] restrição nos gastos do governo e aumentos nos impostos, aumentos nas taxas de juros domésticas e nos preços de produção a níveis realísticos, políticas de aumento do investimento e melhoria de sua eficiência, liberalização comercial, políticas salariais, e políticas de dívida externa. (KHAN, 1990, p. 197, tradução nossa).<sup>16</sup>

Esta linha de atuação do Fundo, entretanto, vinha sendo objeto de debate ainda antes da CFG. Neste sentido, Woods (2010) afirma que, antes de a crise de 2007 começar, as instituições econômicas internacionais estavam perdendo importância, inclusive o FMI. A resposta do Fundo à crise asiática de 1997-1998 o deixou marcado como “ilegítimo”, até mesmo por parte dos economistas do *mainstream*. Clientes importantes do FMI, como Coreia, Rússia, Brasil e Argentina, passaram a buscar recursos de outras fontes, reduzindo a receita do Fundo sensivelmente. Somado a isso, membros inadimplentes do G7 (Grupo dos Sete<sup>17</sup>) não desenvolveram novas formas de financiar a instituição, levando-a a enfrentar uma crise financeira. Nesse sentido, a autora ressalta o posicionamento de Dominique Strauss-Kahn ao assumir a diretoria administrativa em Novembro de 2007, quando destacou a necessidade de reforma do FMI, a fim de melhorar sua relevância, legitimidade e eficácia.

Woods (2010) identifica, ainda, três forças apontando na direção da reforma do Fundo. A primeira, sua crise financeira e necessidade de novos tomadores de empréstimos ou formas inovadoras de gerar renda para si mesmo. A segunda, a necessidade de superar a má reputação em relação à crise asiática, readquirindo legitimidade e a confiança dos seus

<sup>15</sup> No original: “[...] to assist the member country in designing a policy package that includes measures to restore a sustainable balance between aggregate demand and supply, and to simultaneously expand the production of tradables. Such an adjustment program takes the form of a set of policy intentions by the government that is judged by the Fund to warrant financial support.”

<sup>16</sup> No original: “[...] restraint of government expenditures and increases in taxation, increases in domestic interest rates and producer prices to realistic levels, policies to raise investment and improve its efficiency, trade liberalization, wage policies, and external debt policies.”

<sup>17</sup> Grupo formado pelas sete economias mais industrializadas do mundo: Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão e Reino Unido.

membros. A terceira, e última, é a importância de adaptar-se a mudanças no quadro econômico mundial, dentre as quais a autora destaca a mudança na posição dos EUA de maior credor para maior devedor, em 2009, e o crescimento da China e de outras economias emergentes.

Diante deste cenário, ainda antes da crise mundial, o FMI possuía duas linhas de reforma em andamento. Uma reforma na sua governança, consistente na concessão de maior participação às economias emergentes e em desenvolvimento, aproximando-as do Fundo e objetivando fomentar a credibilidade e a legitimidade deste. A segunda linha de reforma centrava-se no aspecto financeiro, a fim de conceder à instituição uma fonte autônoma de renda. Esperava-se, com ambas as reformas, fomentar a representatividade no Fundo e reduzir sua dependência financeira de qualquer grupo de países (WOODS, 2010).

No que se refere a mudanças na governança, Woods (2010) relata duas rodadas de negociações. A primeira em Março de 2006, durante o Encontro Anual do FMI e do Banco Mundial em Singapura, quando foi concedido aumento de quotas para China, Coreia, México e Turquia. Na segunda, em Março de 2008, alterou-se a fórmula das quotas (sendo que a fórmula é determinada pelo tamanho da economia de um país e de sua abertura, derivando disto o poder de voto e o acesso aos recursos do Fundo), concedeu-se novo aumento de quotas, modificou-se o voto básico e ampliou-se a representação do Conselho dos Países Africanos.

As reformas no seu conjunto efetuaram uma mudança geral de 5,4 por cento do poder de voto no FMI, incluindo aumentos de quotas-partes (votos não básicos) para Coreia (+106 por cento), Singapura (+63 por cento), Turquia (+51 por cento), China (+50 por cento), Índia (+40 por cento), Brasil (+40 por cento) e México (+40 por cento). Vale notar que alguns países industrializados estavam dispostos a renunciar uma parte do aumento das quotas para as quais eram elegíveis, incluindo Alemanha, Islândia, Itália, Japão, Luxemburgo e os Estados Unidos. (WOODS, 2010, p. 53, tradução nossa).<sup>18</sup>

Quanto ao aspecto financeiro, Woods (2010) cita a análise de um grupo de experts (IMF, 2007)<sup>19</sup>, que apontou para algumas deficiências do modelo de renda do FMI: ausência de lógica econômica, falta de previsibilidade, flexibilidade e escalabilidade, além de sua dependência dos Estados na hipótese de falha na sua missão de evitar crises financeiras. Com

<sup>18</sup> No original: “The reforms taken together have effected an overall shift of 5.4 per cent of voting power in the IMF including increases in quota shares (not basic votes) for Korea (+106 per cent), Singapore (+63 per cent), Turkey (+51 per cent), China (+50 per cent), India (+40 per cent), Brazil (+40 per cent) and Mexico (+40 per cent). It is worth noting that some industrialised countries were prepared to forgo a part of the quota increase for which they were eligible, including Germany, Iceland, Italy, Japan, Luxembourg and the United States.”.

<sup>19</sup> INSTITUTE MONETARY FUND. Committee to Study Sustainable Long-Term Financing. Washington, 31 January 2007.

base nas recomendações dos experts, foi acordado que o FMI venderia uma parcela de suas reservas de ouro a fim de gerar lucros, teria autoridade para melhor gerenciar o retorno esperado médio de seus investimentos, e poderia cobrar taxas por serviços na execução de programas PRGF-ESF (*Poverty Reduction and Growth Facility – Exogenous Shocks Facility*). Esperava-se, com estas medidas, que a receita do Fundo aumentasse em US\$ 300 milhões em poucos anos e que fosse aumentado o elemento independente do financiamento da instituição, reduzindo-se sua dependência da receita oriunda de empréstimos.

O avanço da crise sobre outros países, a partir dos EUA, e seus efeitos sobre o lado real da economia tornaram evidente a necessidade de coordenação entre governos e de ajuda das instituições internacionais existentes (WOODS, 2010). Estaria criado assim um novo cenário para a atuação do FMI, como possibilidade de aprofundamento das reformas institucionais.

Coordenação e cooperação pareciam rapidamente se materializar. Em um movimento de alcance sem precedentes, os principais bancos centrais do mundo baixaram as taxas de juros de referência na quarta-feira 08 de outubro de 2008. Funcionários do Federal Reserve dos EUA disseram no momento que esta foi a primeira vez em que o Fed coordenou uma redução das taxas de juros com outros bancos centrais. (WOODS, 2010, p. 52, tradução nossa).<sup>20</sup>

Nesta linha de cooperação e coordenação, em novembro de 2008, houve uma cúpula em Washington com líderes das vinte maiores economias globais (G20), de onde resultaram medidas e um Plano de Ação Coletivo. Este plano continha medidas de revigoramento das economias, regulação das finanças globais, assistências aos países mais pobres afetados pela crise, bem como reforma de instituições internacionais e atribuições específicas a estas instituições, inclusive ao próprio FMI. Durante uma segunda reunião, em abril de 2009, US\$ 750 bilhões foram anunciados para o Fundo, com o objetivo de fomentar sua capacidade de cumprir o Plano. Em setembro de 2009 houve nova reunião para revisão das medidas tomadas. Essas três cúpulas do G20 pareceram revigorar o multilateralismo, trazendo para a mesa de debates países como China, Brasil e Índia (WOODS, 2010).

A autora, porém, se mostra pouco otimista. Considera que as reformas financeira e de governança não foram suficientemente significativas a ponto de recuperar a confiança das economias emergentes. Woods (2010) afirma que a reforma financeira, que deveria tornar o

---

<sup>20</sup> No original: “Coordination and cooperation seemed quickly to materialise. In a move of unprecedented scope, the world’s major central banks lowered their benchmark interest rates on Wednesday 8 October 2008. US Federal Reserve officials said at the time that this was the first time the Fed had ever coordinated a reduction in interest rates with other central banks.”.

FMI mais independente, acabou sendo sobreposta por duas realidades pós-crise mundial. Em primeiro lugar, o fato de o Fundo estar novamente emprestando recursos para economias emergentes, deixando de ser necessária a busca por formas alternativas de financiamento da instituição. Em segundo, os recursos necessários para lidar com a crise estão sendo providos pelos principais e mais afortunados membros. Diante disso, a autora conclui que, em vez de o G7 estar aberto e disposto a reforçar instituições multilaterais, o que se observa é um concerto entre as grandes potências. Apesar de o G7 estar buscando novos compromissos com as economias emergentes, até o momento não abandonaram o comando do FMI e do Banco Mundial, muito embora esteja bem fundamentado que a eficácia futura destas instituições requeira isto.

Os elementos apresentados na presente seção fornecem subsídios para a compreensão dos caminhos escolhidos pelo FMI no gerenciamento de episódios de crise. A perspectiva histórica, descrita na primeira subseção, sugere a existência de assimetrias desde a criação do Fundo, nos encontros de Bretton Woods. À época, foram debatidos outros possíveis padrões de funcionamento do SFI e de suas instituições, como a referida proposta de Keynes. A proposta vencedora, no entanto, foi a estadunidense, que lhe era mais benéfica, ao cristalizar sua moeda nacional como moeda de uso internacional nas três modalidades (meio de troca, unidade de conta e reserva de valor), algo aprofundado com a consolidação do “padrão dólar”. Como consequência, tem-se a necessidade de os demais países obterem dólares estadunidenses para realização de transações internacionais e proteção de suas moedas nacionais diante de eventuais ataques especulativos.

Simultaneamente, a difusão do liberalismo, tanto comercial quanto financeiro, em diversas economias e no próprio FMI, intensificou os fluxos internacionais de bens, serviços e capitais, aprofundando também a interdependência econômica. O FMI passou, então, de organismo de assistência mútua para intermediário financeiro e administrador de crises. Desta forma, seu aspecto empresarial foi enfatizado. Muito embora dirigentes do Fundo tenham se manifestado de modo diverso, conforme referido anteriormente, seu modo de atuação sugere uma preocupação central quanto à segurança e à eficiência do SFI. Relembrando a composição assimétrica deste sistema, que privilegia os EUA e as economias avançadas, deduz-se que a persecução de valores como segurança e eficiência pode influenciar a elaboração de programas e condicionalidades voltadas a estes valores, em detrimento de medidas mais adequadas às carências das economias em desenvolvimento. A existência de um “receituário padrão”, pautado principalmente em políticas fiscais restritivas e ajustes no balanço de pagamentos, sugere isto.

As observações de Ghosh apresentadas no capítulo anterior apontam para possíveis mudanças na elaboração de aconselhamentos pelo FMI a partir da CFG, algo a que se deverá atentar em futuros episódios de crise. Os sinais de mudança, no entanto, são recentes, tendo as recomendações tradicionais sido aplicadas em diversos países e em diferentes momentos, no passado. Tendo isso em mente, a seção seguinte tem por objeto a análise de estudos acerca da influência de programas do FMI sobre aspectos socioeconômicos dos países que recebem seu auxílio durante a vigência do “receituário padrão”.

### 3.2 EFEITOS DO AUXÍLIO DO FMI NAS ECONOMIAS SUBMETIDAS A SEUS PROGRAMAS

O FMI teve sua atuação analisada em diversos estudos, sob diferentes prismas. Esta seção busca sistematizar, de forma não exaustiva, parte desta produção científica, agrupando os estudos a partir das variáveis analisadas. A cada variável ou grupo de variáveis corresponde uma subseção, em um total de cinco: probabilidade de ocorrência de uma crise e de desvalorização da moeda diante desta; efeitos sobre a conta corrente, o balanço de pagamentos e o investimento direto estrangeiro (IDE); crescimento econômico; distribuição de renda e inflação; implicações sobre democracia e Estado de Direito. As subseções possuem estrutura semelhante entre si, composta por uma descrição das variáveis, abrangência da pesquisa em termos de países analisados e período de tempo, metodologia utilizada e apresentação dos resultados de cada um dos autores. Antes de proceder com as análises propostas pela presente seção, porém, cumpre serem feitas algumas observações de cunho metodológico acerca das limitações que envolvem o objeto de pesquisa sob análise, contempladas na subseção abaixo.

#### 3.2.1 Limitações metodológicas

Para análise das limitações metodológicas implicadas no estudo de crises financeiras e de políticas atreladas a seu enfrentamento recorre-se a Killick (2003), que identifica uma série de obstáculos na busca por uma evidência consistente dos efeitos dos programas do FMI – obstáculos estes que se apresentam também no estudo proposto no capítulo seguinte.

Segundo o autor, uma das armadilhas consiste na dificuldade de se desagregar, na prática, os efeitos dos programas do Fundo das diversas outras influências que recaem sobre o desempenho de uma economia, muito embora existam técnicas econométricas com este

objetivo. Outra questão é distinguir os efeitos provocados pelas políticas vinculadas aos programas daqueles oriundos das finanças que os acompanham. Também existem dificuldades na seleção adequada de indicadores de performance. Nesse caso, Killick aponta como um dos indicadores mais acurados o balanço de pagamentos, cuja melhoria é um dos principais objetivos dos programas do FMI. Outro indicador comumente utilizado é a conta corrente, porém uma redução no seu déficit não necessariamente oferece informações sobre a situação do balanço de pagamentos, uma vez que governos, diante de uma crise cambial e de baixas reservas internacionais, frequentemente realizam cortes severos nas importações. Tais cortes, por sua vez, possuem efeitos adversos sobre o desempenho econômico, inclusive sobre a habilidade de exportar (KILLICK, 2003).

Um quarto obstáculo identificado pelo autor é o período de análise, ou seja, por quanto tempo se deve estender o exame, levando-se em conta o lapso temporal necessário para que mudanças nas políticas tenham efeito e, também, o fato de que longos períodos acabam sofrendo maior influência de fatores externos. Dois outros obstáculos citados pelo autor, específicos dos estudos sobre o FMI, consistem no fato de o rigor das condicionalidades variar conforme o tipo de programa e a questão do grau de implementação de cada programa (KILLICK, 2003). “Acima de tudo, porém, discussões metodológicas são dominadas pelo *problema do contra factual*, tendo como questão central se os programas do Fundo resultam em uma melhor situação do que se obteria em sua ausência.” (KILLICK, 2003, p. 38, grifo do autor, tradução nossa)<sup>21</sup>. Khan (1990) afirma que o contra factual seja talvez o critério de avaliação mais atraente, e o padrão mais utilizado para medir o impacto de políticas governamentais. Acrescenta, porém, que

O que teria acontecido na ausência de um programa apoiado pelo Fundo é de nenhuma maneira o único padrão contra o qual julgar os resultados de programas, mas em muitos casos é o mais apropriado. Entretanto, o contra factual não pode, por definição, ser observado e precisa ser estimado ou aproximado. (KHAN, 1990, p. 198, tradução nossa)<sup>22</sup>.

A fim de contornar a impossibilidade de observação do contra factual e permitir uma forma de avaliação de políticas macroeconômicas, diversos foram os métodos desenvolvidos, cada qual com seus atributos e suas limitações. Killick (2003) avalia sete deles:

<sup>21</sup> No original: “Above all, however, methodological discussions are dominated by the problem of the counterfactual, taking as the central question whether Fund programmes result in a better situation than would obtain in their absence.”.

<sup>22</sup> No original: “What would have happened in the absence of a Fund-supported program is by no means the only standard against which to judge the outcomes of programs, but in many cases it is the most appropriate one. However, the counterfactual cannot, by definition, be observed and must be estimated or approximated.”.

- a) testes antes-depois, que comparam desempenho econômico em período anterior e durante a aplicação de um programa do FMI;
- b) testes objetivo-realidade, que avaliam os resultados de fato obtidos em relação aos objetivos traçados pelo programa;
- c) testes com-sem, que cotejam o desempenho de países sob influência do Fundo e o de países de um grupo de controle;
- d) comparação de simulações, que utiliza modelos para prever os resultados da aplicação de políticas tipicamente recomendadas pelo FMI e de políticas alternativas;
- e) avaliação generalizada, consistente na construção de um modelo em que diversas políticas são variáveis explicativas incorporadas em regressões em que balanço de pagamentos, inflação e crescimento econômico são variáveis dependentes e a influência do FMI é considerada uma *dummy*;
- f) extensão da completude do programa, que avalia até que ponto determinado programa foi implementado e os motivos para eventuais fracassos;
- g) estudos de casos de países ou programas, objetivando explicações mais aprofundadas sobre casos específicos, com prejuízo em relação à generalização para outros países.

Cada método descrito acima apresenta vantagens e desvantagens. Isto é, por um lado, cada teste é capaz de gerar informações acerca de determinados aspectos dos programas do FMI nos países em que são aplicados, deixando de cobrir, total ou parcialmente, outros aspectos relevantes para a análise dos resultados obtidos por tais programas. A fim de ilustrar a cobertura analítica proporcionada pelos diferentes testes analisados, Killick (2003) elaborou uma tabela, transcrita abaixo, com os usos e as limitações destes testes.

O Quadro 4 apresenta em seu cabeçalho os sete testes examinados por Killick. Na coluna da esquerda, enumeram-se quesitos acerca dos resultados dos programas do FMI (quesitos 1 a 7) e dos determinantes de tais resultados (quesitos 8 a 11). Quando aplicável, a utilidade ou a limitação de cada teste em relação a cada quesito é expressa em três gradações. Primeiro, se o teste proporciona informações úteis relativas ao quesito correspondente na coluna da esquerda (S). Segundo, se o teste é particularmente fraco em relação a este quesito (F). Terceiro, se há debate na literatura sobre a aptidão deste teste para gerar informação relevante sobre o quesito demandado (D).

Quadro 4 - Usos e limitações de testes alternativos aos programas do FMI

	Antes- depois	Objetivo- realidade	Com- sem	Comparação de simulações	Avaliação generalizada	Completo- incompleto	Estudo de caso
<i>Resultado dos programas</i>							
1. O programa melhorou a condição inicial?	S	S	S		S		S
2. Os países participantes estão melhor que os não-participantes?			S	S	S		
3. Os programas tiveram melhores resultados em comparação aos prováveis resultados das alternativas?	F	F	D	S	S	F	S
4. Os efeitos do programa são sustentáveis?	S		S		S	S	S
5. A que custos seus resultados são garantidos?		F			S		S
6. Podem os resultados serem generalizados?			D	D	S		F
7. Os resultados são diferentes conforme							
a) tipo de país?	S		S			S	
b) tipo de programa?	S		S			S	
<i>Determinantes dos resultados</i>							
8. Influência de fatores externos	F			S	S		S
9. Implementação do programa					F	S	S
10. Impacto nas variáveis instrumento		S					S
11. Impacto nos fluxos financeiros							S

Fonte: Killick (2003, p. 44), tradução nossa.

Legenda: S = O teste proporciona informações úteis em relação ao tema da coluna da esquerda.

F = O teste é particularmente fraco neste quesito.

D = Discutível. Há debate na literatura sobre o fato de este teste ser ou não apto a gerar informação relevante sobre o quesito demandado.

Conforme pode-se observar no Quadro 4, o teste antes-depois pode gerar informações relevantes acerca da melhoria proporcionada pelo programa em relação à condição inicial do país em questão, sobre a sustentabilidade dos efeitos do programa, e sobre a obtenção de resultados diferentes conforme o tipo de país e o tipo de programa. Este tipo de teste, no entanto, é particularmente fraco quanto à comparação entre os resultados obtidos pelo programa e os possíveis resultados de medidas alternativas, e quanto à influência de fatores externos na determinação dos resultados do programa.

O teste objetivo-realidade, por sua vez, está apto a gerar informações relevantes sobre o programa ter ou não proporcionado melhorias em relação à condição inicial e sobre os impactos do programa nas variáveis instrumentais. Por outro lado, o teste é particularmente fraco quanto à comparação entre os resultados do programa e os prováveis resultados de políticas alternativas e quanto aos custos implicados na garantia dos resultados. O teste comum também se mostra útil para a avaliação dos resultados do programa em relação à condição inicial, apresentando informações úteis, ainda, quanto à comparação entre as condições de países participantes e de não participantes, à sustentabilidade dos resultados e à diferenciação de resultados por tipo de país e por tipo de programa. Por outro lado, a utilidade das informações geradas neste tipo de teste é discutível no que se refere à obtenção, com programas do FMI, de resultados melhores do que os prováveis resultados de medidas alternativas, bem como no que diz respeito à possibilidade de generalização das conclusões obtidas com a aplicação do teste.

A partir do Quadro 4, ainda, observa-se que uma comparação de simulações possibilita a obtenção de informações úteis sobre os resultados do programa em comparação a resultados tanto de medidas alternativas quanto de países não participantes de programas, além de captar influências de fatores externos. O único ponto discutível é quanto à generalização dos resultados obtidos por este tipo de estudo. O método de avaliação generalizada é um dos que apresenta utilidade bastante completa, contemplando os quesitos relativos à avaliação de resultados dos programas (comparação entre o antes e o depois, em relação ao grupo de controle e aos possíveis resultados de alternativas, além da questão da sustentabilidade), os custos implicados na garantia de tais resultados, a generalização das conclusões e a influência de fatores externos. O método, porém, é particularmente fraco no quesito implementação do programa.

O método de avaliação quanto à completude da aplicação do programa tem escopo relativamente mais limitado, viabilizando informações úteis sobre a sustentabilidade dos resultados do programa, a diferenciação destes conforme tipo de país e tipo de programa, e, como o nome sugere, o grau de implementação do programa. O ponto fraco deste método repousa na comparação entre os resultados do programa e os prováveis resultados de escolhas alternativas. O estudo de caso, por fim, atende ao maior número de quesitos (não atende, apenas, aos quesitos relativos à comparação de resultados com o grupo de controle e à diferenciação de resultados segundo tipo de país e tipo de programa), sendo particularmente fraco quanto à possibilidade de generalização de suas conclusões.

Diante do exposto, foram selecionados estudos cujos autores utilizaram diferentes metodologias com o objetivo de superar a questão relativa ao contra factual e, com isso, viabilizar a análise da atuação do FMI em relação a diversos aspectos socioeconômicos dos países que recorrem ao auxílio do Fundo. Tais estudos estão sistematizados nas subseções a seguir.

### **3.2.2 Probabilidade de ocorrência de uma crise e de desvalorização cambial**

Ao investigarem a relação entre uma intervenção do FMI e a probabilidade de ocorrência de uma crise cambial, bem como o impacto do FMI na decisão de um país sobre desvalorização de sua taxa de câmbio, uma vez desencadeada a crise, Dreher e Walter (2010) identificaram cinco principais canais pelos quais o FMI interfere no risco de ocorrência de crises cambiais e nos resultados destas. No que se refere a tal risco, uma aprovação de um programa do FMI interfere via quantidade de dinheiro, uma vez que provê o país com reservas internacionais, desincentivando um ataque especulativo e uma fuga de capitais.

Um segundo canal são as condicionalidades atreladas aos programas, que consistem nas condições políticas que o Fundo anexa a seus empréstimos. Estas condições, por sua vez, contêm medidas consideradas pelo FMI como adequadas à superação de uma crise econômica manifesta ou latente. Ou seja, a adequada elaboração e a efetiva implementação de condicionalidades deveriam promover uma melhoria nas condições macroeconômicas, reduzindo progressivamente o risco de ocorrência de uma crise cambial. Ademais, as condicionalidades reduziriam a probabilidade deste risco ao elevarem a confiança dos investidores no sentido de que o governo fará os ajustes tidos como necessários na política macroeconômica, ainda que isto implique sacrifício de objetivos políticos domésticos.

O terceiro canal descrito por Dreher e Walter (2010) é o aconselhamento político, através do qual o Fundo encoraja políticas econômicas consideradas prudentes, fornecendo informações que ajudam a reduzir a incerteza e persuadir oponentes, facilitando a realização de reformas. Ademais, a instituição poderia servir como “bode expiatório” para políticas impopulares, aliviando a pressão sobre os políticos domésticos e elevando sua habilidade de implementar as reformas tidas como necessárias. A adoção e a implementação das diretrizes do FMI e das reformas tidas por necessárias reduziriam o risco de crise cambial, enquanto sua oposição aumentaria tal risco. Por fim, o Fundo poderia também induzir um maior risco moral nos tomadores de empréstimo, o que aumentaria o risco de crise. Os canais acima descritos estão resumidos no Quadro 5, abaixo.

Quadro 5 - Canais de interferência do FMI sobre o risco de ocorrência de crises cambiais

Canais	Operacionalização e resultados intermediários	Efeitos sobre o risco de crise cambial
Quantidade de dinheiro	Mais reservas, menor incentivo à ataque especulativo e à fuga de capitais	Redução
Condicionalidades	Eleva a confiança dos investidores na realização de ajustes	Redução
Aconselhamento	Promove informação, ajuda a reduzir incerteza e a persuadir oponentes	Redução, se seguido o conselho. Aumento, se não seguido.
"Bode expiatório"	Atrai a pressão contra medidas impopulares, aliviando o governo local	Redução, se implementadas. Aumento, se não implementadas.
Risco moral	Indução de risco moral nos tomadores de empréstimos	Aumento

Fonte: elaborado pela autora a partir de Dreher e Walter (2010).

Através destes mesmos canais, o Fundo pode interferir na decisão de um país quanto à forma de reagir a uma crise cambial, se defendendo sua taxa de câmbio ou desvalorizando-a. Segundos os autores, os canais das condicionalidades, do aconselhamento e do papel de “bode expiatório” sugerem que a existência de um programa do FMI deveria reduzir a probabilidade de defesa da moeda e aumentar a de ajuste através da desvalorização cambial. Já o dinheiro e o risco moral teriam efeitos inversos, dado que os recursos advindos do FMI poderiam ser usados na defesa da taxa de câmbio. Assim, Dreher e Walter (2010) concluem que o efeito líquido do envolvimento do FMI sobre o risco de ocorrência de um rápido ajuste cambial é teoricamente ambíguo.

Os autores recorreram, então, à análise empírica. Analisaram sessenta e oito países entre os anos de 1975 e 2002 – em virtude da indisponibilidade de dados para alguns países ou períodos, o número de observações muda conforme a variável explicativa considerada. Os autores consideraram quatro tipos de programas: *Stand-by Arrangements* (SBA), *Extended Fund Facilities* (EFF), *Structural Adjustment Facilities* (SAF) e *Poverty Reduction and Growth Facilities* (PRGF). Para avaliar o risco de ocorrência de crise, optou-se no referido estudo por uma *dummy* indicativa da crise como variável dependente. A partir do índice de pressão no mercado cambial (*foreign exchange market pressure, EMP*), são consideradas crises as ocorrências em que o índice excede a média em, pelo menos, dois desvios-padrão. Também para identificar as consequências de uma crise se utilizou uma *dummy*, que expressa a existência ou não de uma desvalorização cambial conduzida pelo governo nos seis meses subsequentes à crise. Para tanto, dois critérios foram considerados pelos autores: a depreciação mensal em comparação ao mês anterior e a depreciação total desde o ataque especulativo, tendo como referência a taxa de câmbio anterior ao ataque.

No que se refere à metodologia econométrica, na análise quanto à ocorrência de crises, os autores utilizam o modelo logit de efeitos fixos e se valem de duas estratégias para contornar a potencial endogeneidade dos programas do FMI. A primeira destas estratégias é a consideração dos instrumentos disponíveis para participação em programas do FMI, aproximados pela fração de vezes em que determinado país apresenta voto na Assembleia Geral da ONU semelhante ao voto de França, Japão, Alemanha, Grã-Bretanha e Estados Unidos. A segunda estratégia é a utilização do sistema de estimação GMM (*generalized method of moments*, ou método de momentos generalizado)<sup>23</sup>. Por fim, considerando o problema de seleção dos dados referentes às consequências das crises, por serem considerados apenas países enfrentando uma, os autores empregam o modelo de risco de ocorrência de crises para calcular a razão inversa de Mills<sup>24</sup>, utilizada então para controlar o viés de seleção da amostra.

Os resultados obtidos por Dreher e Walter (2010) indicam uma significativa redução na probabilidade de crise cambial se o país esteve sob algum programa do FMI nos cinco anos anteriores. As evidências sugerem, também, que os canais mais indiretos (conselhos, “selo de aprovação”, “bode expiatório”) são mais eficazes que o dinheiro e as condicionalidades. Ademais, em geral, há sugestão de que os efeitos positivos indiretos superam os efeitos negativos potenciais em termos de risco moral. Por fim, os resultados obtidos pelos autores indicam que os países submetidos a um programa do FMI em um momento de crise possuem maior probabilidade de ajustar sua taxa de câmbio. Diante do exposto, os autores concluem que o Fundo cumpre sua função de promoção da estabilidade cambial e de auxílio aos membros na correção de desequilíbrios macroeconômicos, ao reduzir o risco de ocorrência de uma crise cambial e ao elevar a probabilidade de ajuste na taxa de câmbio.

### 3.2.3 Conta corrente, balanço de pagamentos e investimento direto estrangeiro

Dando continuidade à análise de variáveis que refletem diretamente a interação de determinado país com o mercado internacional, passa-se ao estudo da relação entre programas do FMI e os resultados em conta corrente e no balanço de pagamentos dos países a estes submetidos. A fim de identificar tal relação, Pastor (1987) analisou dezoito países da América

<sup>23</sup> Para descrição do método GMM: ARELLANO, Manuel; BOND, Stephen. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, Oxford, v. 58, n. 2, p. 277-297, Apr. 1991. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2297968>>.

<sup>24</sup> Para descrição da razão inversa de Mills: HECKMAN, James. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica*, [S.l.], v. 47, n. 1, p. 153-161, Jan. 1979. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1912352>>.

Latina entre os anos 1965 e 1981, levando em consideração dois tipos de programas – países submetidos a programas de estabilização SBA ou EFF (Tipo I) e países que receberam mais créditos do tipo SBA ou EFF (Tipo II). Os resultados obtidos foram semelhantes, de forma que o autor focou sua análise no Tipo II.

A metodologia empregada por Pastor (1987) é comparativa, sendo feitas tanto uma comparação absoluta quanto uma relativa. A comparação absoluta, especificamente, deu-se entre o valor das variáveis dos países submetidos aos programas, ou sua taxa de variação, no ano que precedeu à adoção do programa em relação ao ano de implementação deste. Para a análise relativa, o autor separou os países, em cada ano, entre aqueles submetidos a programas do FMI e os não submetidos. Além disso, métodos paramétrico e não-paramétrico foram utilizados para conferir níveis de significância estatística aos resultados da pesquisa. No entanto, somente os resultados dos testes não paramétricos são apresentados no trabalho (segundo o autor, para conferir maior clareza à apresentação dos resultados).

Na comparação absoluta, Pastor (1987) analisa o saldo da conta corrente em relação ao PIB antes (pré) e depois (pós) de o país implementar um programa do FMI. O resultado obtido (pós > pré) significa que um programa de estabilização do Fundo contribui para a redução do déficit ou criação de superávit em conta corrente em comparação com o PIB. Este resultado, porém, não é estatisticamente significativo, dado o seu nível de significância ou p-value (0,598). Análise equivalente é feita para mudanças na razão de conta corrente e para o balanço de pagamentos como percentagem do PIB, conforme se observa na Tabela 2 abaixo, com a diferença evidente para o nível de significância correspondente ao balanço de pagamento como percentagem do PIB.

Tabela 2 - Comparações absoluta e relativa (programas de valores elevados)

Variável	Comparação absoluta		Comparação relativa	
	Hipótese alternativa*	Nível de significância	Hipótese alternativa**	Nível de significância
Conta corrente como % do PIB (razão de conta corrente)	pós > pré	(0,598)		
Mudança na razão de conta corrente	pós > pré	(0,344)	com > sem (+)	(0,402)
Balanço de pagamentos como % do PIB (razão de BP)	pós > pré	(0,055)		
Mudança na razão de BP			com > sem (+)	(0,038)

\* Hipótese nula é a de que não houve variação durante o programa do FMI.

\*\* Hipótese nula é a de que a variação nos países submetidos a programas do FMI teve a mesma média que a variação nos países sem qualquer programa.

Fonte: elaborada pela autora a partir das Tabelas 2 e 3 de Pastor (1987, p. 254, 256).

Já na comparação relativa, o autor avalia a mudança na razão da conta corrente e na do balanço de pagamentos dos países com programas do FMI (com) frente a países que não receberam o auxílio do Fundo (sem). O resultado obtido (com > sem) indica que os países submetidos a planos apresentaram melhor desempenho, melhorando as razões ou piorando-as menos acentuadamente. O sinal positivo na tabela indica que os países com programas obtiveram variável com valor superior ao demais países. Entretanto, o nível de significância da mudança na razão de conta corrente é bastante baixo, sugerindo que a melhora na razão do balanço de pagamentos (cujo nível de significância é sensivelmente mais elevado) tem como origem a conta capital (ou conta financeira na terminologia atual). Este indicativo corrobora o argumento de que o FMI catalisa a atração de fundos privados estrangeiros.

Em suma, o estudo de Pastor (1987) apresenta resultados que associam os programas do FMI a mudanças insignificantes na conta corrente e, simultaneamente, melhoras significativas no balanço de pagamentos. Outras duas variáveis são avaliadas na mesma pesquisa – inflação e parcela dos salários na renda – e são objetos de consideração após a análise sobre o crescimento econômico.

No tocante ao investimento direto estrangeiro, Jensen (2004) analisou o efeito da participação em programas do FMI sobre a atração de IDE em sessenta e oito países, entre os anos de 1970 e 1998, sem diferenciação quanto ao tipo de programa (o que leva a crer que todos os tipos foram considerados). Para isto, aplicou o método dos Mínimos Quadrados Ordinários e um modelo de tratamento de efeitos com observabilidade plena que permitiu a inclusão de uma variável de tratamento endógeno (a participação em programas do FMI) com uma variável dependente contínua (fluxo de IDE). Os resultados encontrados no estudo indicam que a participação em arranjos do Fundo é negativa e estatisticamente significativa, mesmo quando aplicado controle de seleção.

A questão da seleção é destacada pelo autor. Afinal, um país procura o FMI quando está enfrentando uma crise, de modo que a redução nos fluxos de IDE poderia ser consequência tanto da própria crise quanto da influência do Fundo. Os resultados empíricos obtidos pelo autor, no entanto, indicam que os programas do FMI reduzem a entrada de IDE mesmo após aplicação de controle para crises financeiras, inclusive com efeitos ainda mais expressivamente negativos após o controle. Em termos quantitativos, a diferença estimada para o influxo de IDE entre países com arranjos do FMI e países não participantes de tais arranjos foi de 0,35% do PIB. Considerando que o nível médio do fluxo de IDE na amostra analisada pelo autor era de 1,3% do PIB, países participantes de programas do FMI, *ceteris paribus*, atraíram 25% menos IDE que os demais países (JENSEN, 2004).

O resultado encontrado pelo autor é ainda mais relevante quando são levados em consideração os benefícios do IDE para o desenvolvimento econômico e o papel assumido pelo FMI. Quanto ao primeiro, a entrada de IDE geralmente estimula o desenvolvimento ao elevar o estoque de capital do país, estimular a transferência de tecnologia, gerar emprego e aumentar a receita tributária – além dos potenciais benefícios em prol da corporação multinacional investidora. O IDE, entretanto, envolve a assunção de riscos por parte do investidor, inclusive riscos políticos. Desta forma, as corporações procuram investir em países mais estáveis e que apresentem políticas comprometidas com o mercado, servindo o fluxo de IDE como barômetro da confiança das firmas em relação aos mercados e como indicador de quais países e políticas produzem ambiente mais atrativo para seus investimentos (JENSEN, 2004).

Diante disto, conforme a sabedoria convencional, a atuação do FMI, ao prover tanto o capital quanto o comprometimento com reformas econômicas promotoras do mercado, através de empréstimos e suas condicionalidades, levaria as corporações a preferirem países participantes de arranjos do FMI em detrimentos de países não participantes (JENSEN, 2004). No entanto, conforme apresentado, o autor encontrou resultados que indicam exatamente o contrário, levantando a questão relativa a outro aspecto do desenvolvimento de um país, o próprio crescimento da sua economia, analisado na subseção seguinte.

### 3.2.4 Crescimento econômico

No que se refere ao crescimento econômico<sup>25</sup>, Pastor (1987) obteve nível de significância (p-value) para a taxa de crescimento e para mudança na taxa de crescimento de 0,500 e 0,394, respectivamente, indicando que os programas do FMI não possuem impacto estatístico significativo sobre essa variável. Ademais, na análise relativa, o autor não identificou mudanças na taxa de crescimento mais baixas nos países submetidos a programas do Fundo. Tais países não cresceram menos nem decresceram mais do que os países que não receberam auxílio. Apesar de haver anos em que os países ajudados cresceram significativamente menos que os demais, houve também ao menos um ano em que ocorreu o

---

<sup>25</sup> Para além abordagem contemplada no presente trabalho, sugere-se a seguinte leitura, que aborda a relação entre a abertura econômica e o crescimento de uma economia: RODRIGUEZ, Francisco; RODRIK, Dani. Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence. In: BERNANKE, Ben; ROGOFF, Kenneth (Eds.). *NBER Macroeconomics Annual 2000*. Cambridge: MIT Press, 2001, p. 261-338. Disponível em: < <http://www.nber.org/chapters/c11058>>.

oposto. Ou seja, conforme este autor, os efeitos de planos do FMI sobre o crescimento econômico são ambíguos.

Atoyan e Conway (2006), por sua vez, analisaram noventa e cinco países em desenvolvimento no período de 1993 a 2002, usando três técnicas distintas – *censored-sample*, amostra completa de variáveis instrumentais e *matching*. Consideraram em seu estudo todos os tipos de programas do Fundo: SBA, EFF, SAF, *Enhanced Structural Adjustment Facilities* (ESAF) e PRGF. Utilizando dados do próprio FMI, os autores focaram nos efeitos no ano seguinte à aprovação de programa pelo Fundo, limitando a amostra a economias em desenvolvimento e em transição. As três técnicas aplicadas indicaram coeficientes insignificantes para o impacto contemporâneo da participação em programas do FMI. Ao analisarem os três anos subsequentes, porém, os autores obtiveram resultado diverso. As evidências encontradas indicam que os programas do FMI possuem impacto crescentemente positivo sobre o crescimento real da economia conforme o horizonte temporal seja estendido.

Przeworski e Vreeland (2000) também analisaram os impactos do FMI sobre o crescimento econômico. A base de dados dos autores compreende cento e trinta e cinco países, entre os anos 1951 e 1990. Entretanto, devido à inexistência de dados para alguns países e períodos, a maioria das análises foi realizada considerando dados de setenta e nove países, e no período posterior a 1970. Em razão de os objetivos fundamentais dos principais programas do FMI (SBA, EFF, SAF e ESAF) serem semelhantes, os autores consideraram apenas se o país estava ou não participando de algum programa, sem diferenciação quanto ao tipo – muito embora 88% dos programas que compõem a amostra seja de SBAs. O modelo econométrico utilizado é o probit dinâmico bivariado com observabilidade parcial. Os autores fizeram, ainda, correções para viés de seleção e testes de robustez, chegando à conclusão de que seus resultados são, se alguma coisa, conservadores. Os principais resultados estão compilados na Tabela 3, a seguir.

Tabela 3 - Crescimento conforme condições observáveis (reservas e déficit)

Reservas, déficit	Crescimento	Déficit	Reservas	N
Bom, bom	5,22	-0,84	5,47	248
Bom, ruim	4,65	-11,99	4,36	121
Ruim, bom	4,00	-1,96	1,19	102
Ruim, ruim	2,19	-12,51	1,09	88
Total	4,39	-5,30	3,76	559
	Com FMI			
Bom, bom	4,20	-2,25	4,26	97
Bom, ruim	3,14	-9,35	3,34	89
Ruim, bom	1,95	-2,07	1,06	97
Ruim, ruim	0,40	-11,87	0,89	182
Total	2,04	-7,34	2,10	465

“Bom” reservas: reservas internacionais > 2 vezes impostos mensais.

“Ruim” reservas: reservas internacionais  $\leq$  2 vezes impostos mensais.

“Bom” déficit: excedente orçamentário governamental > -5% do PIB.

“Ruim” déficit: excedente orçamentário governamental  $\leq$  -5% do PIB.

Fonte: Przeworski e Vreeland (2000, p. 396), com adaptações.

A coluna da esquerda (Reservas, déficit) da Tabela 3 indica a classificação feita pelos autores relativas às condições observadas nos países quanto a reservas internacionais e à condição orçamentária do governo. Os países foram divididos entre “bons” e “ruins” em cada um dos quesitos. A classificação de “bom” foi conferida, quanto ao primeiro quesito, para o país que detivesse reservas internacionais cujo montante era superior ao dobro do valor dos impostos mensais, sendo classificado como “ruim” o país que apresentasse reservas em montante igual ou inferior a este valor. No tocante ao orçamento governamental, classificou-se como “bom” o país cujo governo apresentou excedente orçamentário superior a -5% do PIB, e “ruim” o país cujo excedente orçamentário governamental foi igual ou inferior a este índice. A coluna ao lado desta contém informações sobre as taxas de crescimento da economia dos países considerados conforme a classificação descrita anteriormente, e ainda separados em dois grupos: um primeiro grupo que não estava participando de programas do FMI (Sem FMI) e um segundo grupo de países participantes de programas (Com FMI).

As demais colunas trazem informações quanto ao déficit governamental registrado para cada grupo de países, a quantidade de reservas internacionais detidas por cada grupo e o número de observações consideradas em cada grupo – sendo que, em todas as colunas, os países estão agrupados tanto pela classificação referente a reservas e déficit quanto pela participação ou não em programas do FMI.

A partir da tabela, então, pode-se observar que o total dos países submetidos a programas do FMI cresceu apenas 2,04%, enquanto o conjunto das economias que não estavam sob auxílio do Fundo apresentou crescimento de 4,39%. Os autores destacam a diferença de -2,35 p. p. (pontos percentuais) entre as referidas taxas de crescimento, observando também que a taxa de crescimento dos países com arranjos com o FMI foi inferior à taxa alcançada por países sem envolvimento com o Fundo independentemente das condições relativas a reservas e déficit, se boas ou ruins, conforme a classificação feita pelos autores e descrita anteriormente. Przeworski e Vreeland (2000) acrescentam, ainda, que mesmo quando a questão da seleção é levada em consideração, os programas do FMI parecem reduzir o crescimento, conforme se observa na Tabela 4.

Tabela 4 - Diferenciais estimados sobre o crescimento

Observado como	Considerado hipoteticamente como		Efeito do programa
	Com FMI	Sem FMI	
Com FMI	0,70	2,33	-1,63
Sem FMI	3,08	4,52	-1,44
Todos	2,00	3,53	-1,53

Fonte: Przeworski e Vreeland (2000, p. 397), com adaptações.

A Tabela 4 traz os resultados de um exercício realizado pelos autores em que submetem a totalidade da amostra coletada (Todos) a duas situações hipotéticas, uma em que todos estes países participam de programas do FMI (Considerado hipoteticamente como com FMI) e outra em que nenhum dos países da amostra possui arranjos com o FMI (Considerado hipoteticamente como sem FMI). Os resultados obtidos por Przeworski e Vreeland (2000) sugerem que, no cenário em que todos os países possuem programas com o FMI, o crescimento teria uma taxa média de 2,00, enquanto que, no cenário oposto, a taxa média de crescimento seria de 3,53. A diferença de -1,53 seria atribuída, pois, ao programa do FMI (Efeito do programa). Os autores concluem, então, que a diferença empiricamente observada entre as taxas de crescimento dos países sem e com FMI (-2,35 p. p., conforme expresso na Tabela 3) possui a seguinte decomposição: -1,53 p. p. devido ao efeito do programa e -0,82 p. p. em virtude das condições econômicas.

Przeworski e Vreeland (2000) abordam, inclusive, o argumento comumente empregado de que, apesar de os programas do FMI exigirem medidas que reduzem o crescimento no curto prazo, uma vez atingida novamente a estabilidade, a economia voltaria a crescer. A partir do estudo dos autores, os países que nunca estiveram sob programas do FMI

foram os que cresceram mais rapidamente, sendo a taxa de crescimento daqueles que recorreram ao auxílio do Fundo inferior, após o programa, ao que eram anteriormente a este. Ademais, a taxa de crescimento seria ainda inferior se essas economias tivessem se mantido sob algum programa. Przeworski e Vreeland (2000) concluem, então, que os programas do FMI reduzem o crescimento enquanto estiverem em andamento, não havendo um crescimento mais acelerado, que compensasse as perdas, a partir do momento em que o país deixa de receber auxílio do Fundo.

O estudo de Barro e Lee (2005) vem a corroborar o efeito negativo dos empréstimos do FMI sobre o crescimento econômico. Os autores compilaram dados de cento e trinta países, de 1975 a 2000, agrupando-os por períodos de cinco anos. Foram considerados no estudo apenas programas de estabilização de curto prazo – SBA e EFF. Para análise destes dados, lançaram mão de um método de variáveis instrumentais. A partir de suas estimativas, encontraram um coeficiente significativamente negativo, indicando que um aumento no valor de um empréstimo do Fundo correspondente a 1% do PIB (cerca de um desvio-padrão nos cálculos dos autores) reduz a taxa de crescimento contemporânea em 0,32 p. p. por ano. Considerando-se o efeito defasado, os autores também encontraram coeficientes negativos, porém não estatisticamente significativos. A principal conclusão dos autores é, pois, que a participação em programas do FMI possui significativo efeito negativo sobre o crescimento nos cinco anos contemporâneos à sua implementação – e tal efeito parece envolver o empréstimo em si, e não o seu tamanho.

Dreher (2006) acrescenta evidências do resultado negativo dos programas do FMI sobre as taxas de crescimento. Na sua pesquisa, o autor usou dados em painel para noventa e oito países em desenvolvimento, dos anos 1970 a 2000, levando em consideração somente programas SBA e EFF. A variável dependente analisada é a taxa quinzenal de crescimento do PIB per capita. Quanto à metodologia, o autor utilizou dois tipos: regressões aparentemente não-relacionadas (SUR – *Seemingly Unrelated Regressions*) e estimativas de variáveis não instrumentais.

Como resultado, Dreher encontrou uma taxa de crescimento econômico 8,34 pontos percentuais inferior para períodos cumulativos de cinco anos com programas do FMI, o que equivale a 1,7 p.p. por ano. Havendo total atendimento às condicionalidades do Fundo, o efeito negativo quinzenal é reduzido em 0,43 p. p. (cai para 7,91 p. p.), algo próximo a 0,09 p. p. por ano (caindo para 1,61 p. p.). Disto decorre a conclusão do autor de que há indícios consideráveis de que a participação em programas do FMI reduz o crescimento econômico, ao

passo que o cumprimento das condicionalidades do Fundo mitiga este efeito negativo, tendo, no entanto, impacto qualitativamente muito pequeno.

Por fim, refere-se aqui o trabalho de Butkiewicz e Yanikkaya (2005) sobre os efeitos de empréstimos do FMI e do Banco Mundial sobre o crescimento, inclusive de longo prazo, abrangendo todos os tipos de empréstimos, entre 1970 e 1997, de ambas as instituições, o que inclui SBA, EFF, SAF e ESAF, no caso do FMI. Os autores analisaram dados de cem países em desenvolvimento, compilando tais dados em intervalos de cinco anos. O método utilizado majoritariamente é o SUR. Dentre os resultados obtidos, observa-se que a abertura comercial tem efeito significativo e positivo sobre o crescimento, ao passo que fertilidade, inflação, elevado nível de consumo governamental, guerra, e localização na América Latina ou na África Subsaariana reduzem o crescimento. No que se refere especificamente ao FMI, o estudo aponta que um empréstimo desta instituição possui um efeito negativo pequeno, porém significativo, sobre o crescimento. A cada aumento de 1% de no empréstimo do Fundo, Butkiewicz e Yanikkaya estimaram uma redução aproximada de 0,1% ao ano no crescimento, a um nível de significância de 1%. O coeficiente para o efeito defasado dos empréstimos do FMI sobre o crescimento também foi significativamente negativo. Ademais, as estimativas sugerem que investimento estrangeiro e empréstimo do FMI são substitutos.

Lançando mão de técnicas alternativas, como da primeira diferença e de estimativas com efeitos fixos, incluindo variáveis que medem a qualidade da democracia, Butkiewicz e Yanikkaya (2005) chegaram a resultados distintos. O efeito de empréstimos do FMI, por exemplo, resultou ser estatisticamente insignificante. Já o efeito defasado foi estimado como tendo impacto significativamente positivo em países com renda média, porém significativamente negativo em países em desenvolvimento com boa democracia. Durante a vigência de programas de empréstimos do Fundo, os autores observaram uma redução significativa no investimento tanto público quanto privado em países com baixa renda e democracia precária. Além disso, é comum o FMI exigir a redução do gasto público para a concessão de empréstimo. Como o investimento público e o privado são bastante complementares nos países em desenvolvimento, um corte nos investimentos do governo acaba reduzindo o investimento agregado também via setor privado. Para obter efeitos positivos sobre o crescimento, os autores defendem que o FMI deveria direcionar seus empréstimos para financiamentos de longo prazo, mais semelhante aos recursos ofertados pelo Banco Mundial – que estimulam o crescimento em alguns casos, especialmente via aumento do investimento público.

### 3.2.5 Distribuição de renda e inflação

O estudo de Pastor (1987), descrito na subseção 3.2.2, abordou também as variáveis inflação e participação da renda do trabalho na renda nacional. Quanto à primeira, os resultados obtidos pelo autor indicam que, a partir da implementação de um programa de estabilização sustentado pelo FMI, as taxas de inflação aumentaram, e a uma taxa superior à que vinha acontecendo antes de tal implementação. A comparação relativa indica, ainda, que o aumento da inflação nos países receptores de auxílio do Fundo foi superior ao nos países não ajudados ou aconselhados. Isto leva o autor a afirmar que os programas do Fundo provavelmente tendem a coincidir com a aceleração da inflação, ao menos na América Latina.

No tocante à parcela da renda do trabalho na renda nacional, em qualquer das comparações absolutas, a hipótese de que a participação dos salários é reduzida apresenta alto nível de significância (hipótese nula, de que não houve mudança, apresentou nível de significância de 0,043). O resultado obtido para a análise relativa, cujo nível de significância é de 0,127, indica um efeito acelerador dos programas do FMI sobre a redução da parcela dos salários na renda. Isso significa que, mesmo diante de uma tendência nesse sentido previamente à ajuda do Fundo, a implementação desta tende a intensificar a redução da participação dos salários. O efeito redistributivo de renda pode ser verificado também através da taxa de alteração do consumo real total – que abrange o consumo governamental e inclui, pois, eventuais cortes na assistência social. Com nível de significância de 0,011, o resultado encontrado aponta para menores taxas de crescimento do consumo real nos países submetidos a programas do FMI. Diante dos resultados apresentados, o autor caracteriza como “forte e consistente” o padrão de redução da participação do trabalho na renda. E acrescenta que,

Assumindo que trabalhadores possuem maior propensão a consumir que a elite e que cortes no consumo governamental recaem mais pesadamente sobre programas utilizados por grupos fora da elite, esse resultado reforça os achados anteriores sobre a participação do trabalho. Em resumo, o efeito mais consistente que o FMI parece ter é a redistribuição de renda para longe dos trabalhadores. (PASTOR, 1987, p. 258, tradução nossa).<sup>26</sup>

Vreeland (2002) também estudou o efeito dos programas do FMI sobre a parcela da renda correspondente aos salários, concentrando-se no setor manufatureiro. Sua base de dados

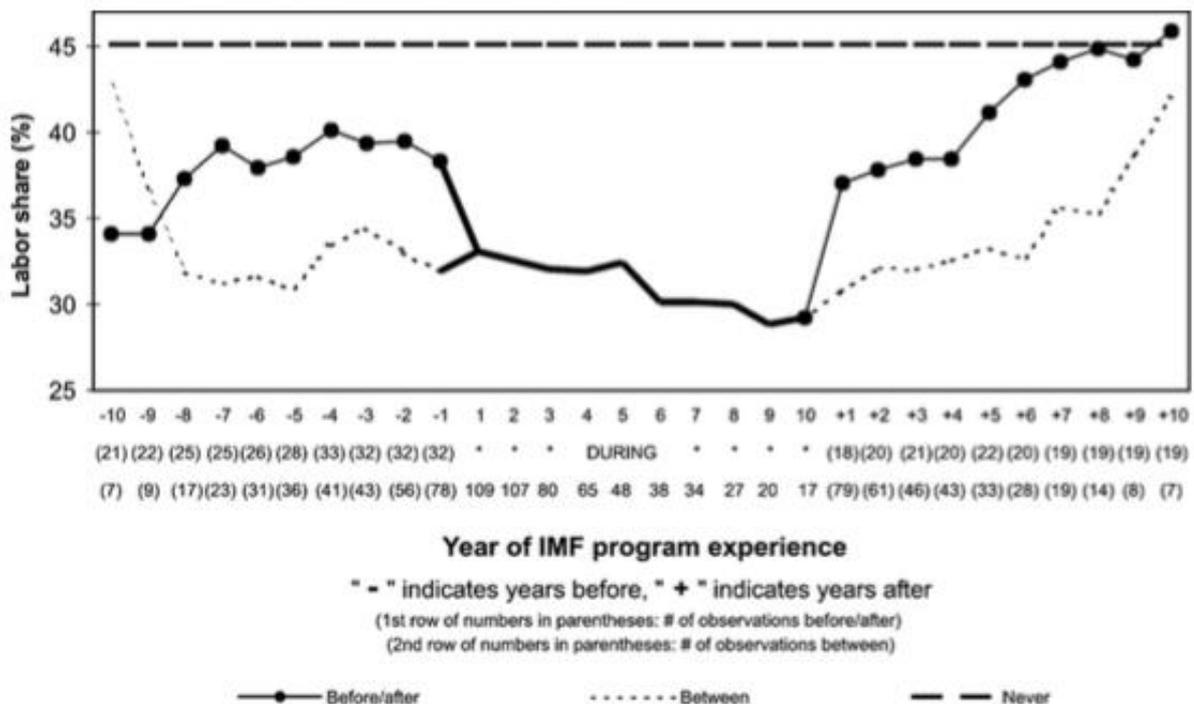
---

<sup>26</sup> No original: “Assuming that workers have a higher propensity to consume than elites and that cuts in government consumption fall most heavily on programs used by non-elite groups, this result squares with the earlier findings for labor share. In short, the single most consistent effect the IMF seems to have is the redistribution of income away from workers.”

é composta por pouco mais de duas mil observações, correspondentes à parcela da renda dos trabalhadores no setor manufatureiro de cento e dez países no período de 1961 a 1993. Deste total, noventa e um países participaram de arranjos do FMI (SBA, EFF, SAF ou ESAF), enquanto dezenove não tiveram nenhuma participação durante o período analisado.

O autor identificou que parcela dos salários na renda do setor é baixa nas economias pré-adoção de programas do Fundo. Esse fato, porém, não parece representar um fator que leva à procura por auxílio. A partir do momento em que os países ingressam em arranjos com o FMI, a parcela do correspondente ao trabalho na renda despenca, aparentemente seguindo uma tendência de queda ao longo da participação no programa. Finalizado o arranjo, a participação da renda do trabalho retoma uma trajetória ascendente, levando em torno de dez anos para atingir o nível dos países que nunca participaram de arranjos do Fundo. Entretanto, muitas economias acabam voltando a firmar acordos com o FMI antes de transcorrido este tempo – tanto que, após sete anos de finalização de algum programa, o número de observações cai de setenta e nove para dezenove. Segundo Vreeland (2002), a média de anos entre o fim de um programa e o retorno ao FMI é de cinco anos. A Figura 1, abaixo, representa graficamente as observações do autor.

Figura 1 - Parcela da renda do trabalho no setor manufatureiro na renda do setor conforme experiência com o FMI



Fonte: Vreeland (2002, p. 128).

Na figura acima, o eixo das coordenadas representa a parcela da renda do trabalho, e o eixo das abscissas os anos de experiência em programas do FMI, sendo os números negativos indicativos dos anos anteriores à participação em arranjos, e os positivos, os anos posteriores. A linha tracejada corresponde aos países que nunca participaram de arranjos do Fundo; o traço contínuo, as economias durante a participação; o traço com bolas, estes países no período anterior ou posterior à participação; e o pontilhado, as economias no intervalo entre programas. O formato da curva, com um vale destacado ao centro, permite ao observador identificar facilmente a queda brusca na participação da renda do trabalho no primeiro ano de participação em arranjos, bem como a manutenção de uma tendência declinante durante os anos sob o programa, já mencionadas anteriormente.

O estudo de Vreeland (2002) leva à conclusão de que os programas do FMI possuem consequências distributivas negativas. Além de a parcela dos salários na renda diminuir, o autor identificou que, mesmo diante de uma redução no crescimento, o capital aumenta sua participação na renda. Desta forma, mudanças distributivas mitigam os efeitos negativos daquela redução sobre este grupo social. O autor retoma, então, a afirmação do FMI de que um de seus principais objetivos é o crescimento de alta qualidade, sendo este definido pelo Diretor Administrativo do Fundo Michel Comdessus como um crescimento cujos benefícios são distribuídos entre todos os grupos de renda. Tendo isso em mente, Vreeland (2002) caracteriza a forma de crescimento promovida pelo FMI como de “menor qualidade”.

Por fim, refere-se o estudo de Garuda (2000), que também reconhece a existência de efeitos distributivos nos programas do Fundo (SBA, EFF, SAF e ESAF). A pesquisa aponta, porém, que a magnitude e a direção destes efeitos dependem das condições econômicas do país antes de recorrer ao FMI. A amostra de Garuda abrange cinquenta e oito programas com o Fundo, realizados em trinta e nove países, principalmente da Ásia e América Latina, entre 1975 e 1991. Como indicativos da distribuição de renda, o autor utiliza coeficientes de Gini e participação na renda do quintil mais pobre.

Na primeira parte da pesquisa, foram calculadas medidas de propensão a iniciar um programa do FMI (menor, média, maior). A partir dos resultados obtidos, Garuda (2000) separou os países conforme sua propensão, de modo a identificar países que receberam ajuda do FMI e países de controle dentro de cada faixa de propensão, para então comparar os resultados observados. No Grupo I, de menor propensão a recorrer ao Fundo, os países apresentaram queda de 7,36% no coeficiente de Gini ao longo de dois anos da adoção do programa. Países no mesmo grupo, mas que não receberam ajuda do FMI, tiveram aumento de 1,10% no coeficiente de Gini. Estes dados indicam, pois, que, para o Grupo I, a

participação em programas do FMI parece melhorar o coeficiente de Gini nos dois primeiros anos para os participantes de arranjos frente aos não participantes. Este movimento, no entanto, tende a enfraquecer no longo prazo.

Quanto ao Grupo II, de média propensão a buscar auxílio do FMI, os efeitos observados nos três primeiros anos de adoção do programa são próximos a zero. Já entre o quarto e o quinto ano, Garuda identificou uma diferença significativa de dez pontos percentuais na melhora do coeficiente de Gini dos países integrantes de arranjos do Fundo frente aos não integrantes. No que se refere ao Grupo III, de mais alta propensão a recorrer ao FMI, os resultados são bastante diferentes. O coeficiente de Gini dos participantes de programas apresentaram crescimento relativo de sete a dez pontos percentuais frente aos não participantes. Isto significa que os programas do Fundo tendem a aumentar relativamente a desigualdade de renda nos países sob sua influência, quando comparados a economias que não recorrem ao Fundo, nos casos em que havia desequilíbrios econômicos severos previamente à implementação do programa.

A segunda variável analisada por Garuda (2000), a parcela da renda do quintil mais baixo do espectro, apresentou resultados semelhantes àqueles do coeficiente de Gini. Nos Grupos I e II, a adoção de programas do FMI parecem causar melhoras relativas na parcela da renda dos mais pobres, em comparação com países que não receberam auxílio, muito embora a tendência não pareça se manter sistematicamente ao longo do tempo. No Grupo III, por outro lado, as economias sob influência do Fundo apresentaram desempenho sistematicamente pior que os países de controle, sugerindo que o FMI tende a apresentar efeito distributivo mais negativo sobre a população de mais baixa renda diante de uma piora no cenário econômico anterior ao programa.

Em resumo, o estudo realizado por Garuda aponta a seguinte tendência: à medida que se eleva a probabilidade de um país procurar o Fundo (ou seja, que se agravam as condições econômicas), menos significativa parece ser a melhora na distribuição de renda – a ponto de haver piora neste índice nos países que apresentavam problemas econômicos severos antes de aderirem a algum programa do FMI.

### **3.2.6 Democracia e Estado de Direito**

Barro e Lee (2005) avaliaram os efeitos dos programas do Fundo tanto sobre variáveis econômicas (abordado na subseção sobre crescimento econômico) quanto variáveis políticas, objeto da presente subseção. Com relação aos resultados econômicos de suas estimativas, os

autores observam que, como já discutido, uma maior taxa de participação em programas do FMI reduz o crescimento econômico, porém não apresenta efeitos significativos sobre investimento, inflação, consumo governamental e abertura internacional. No tocante às variáveis políticas, a democracia e o Estado de Direito, a participação em programas do Fundo apresentou pequenos efeitos negativos. Especificamente quanto à democracia, Barro e Lee (2005) encontraram efeitos significativos e marginalmente negativos de uma maior razão entre empréstimo do FMI e PIB. A democracia, porém, afeta o crescimento econômico apenas de maneira não-linear, o que significa que a influência do Fundo sobre esta variável não resulta em efeitos indiretos significativos dos empréstimos sobre o crescimento em um país típico.

Em se tratando da variável Estado de Direito, os resultados obtidos pelos autores são distintos. Foi identificado um efeito negativo significativo do recebimento de empréstimos do FMI sobre o Estado de Direito, com efeito indireto estatisticamente significativo sobre o crescimento. Isto indica que o Estado de Direito consiste em um canal adicional, através do qual a participação em programas do Fundo afeta negativamente, e com significância estatística marginal, o crescimento econômico. Este efeito é sensivelmente menor do que o provocado diretamente, de forma que reforça, porém em menor extensão, o efeito negativo direto identificado pelos autores e descrito acima, na subseção correspondente.

### 3.3 RESUMO DA LITERATURA

Os trabalhos descritos na seção acima, apesar de não exaurirem a literatura sobre o tema, abrangem estudos de diversos autores, desenvolvidos a partir de diferentes metodologias e amostras, além de múltiplas variáveis, o que permite a criação de um quadro geral acerca dos impactos da atuação do FMI sobre as economias que participam de seus programas. A fim de facilitar a análise, os distintos estudos anteriormente descritos e seus principais resultados são apresentados de forma esquemática no Quadro 6, abaixo. Para constituição deste quadro, são identificados os estudos, o período analisado, os tipos de programa do FMI considerados, a metodologia, o número de países que constituem a amostra, países do BRICS compreendidos na amostra (quando possível esta verificação<sup>27</sup>) e os efeitos encontrados pelos respectivos autores.

---

<sup>27</sup> Alguns dos estudos não possuem informações especificando o nome dos países contemplados na amostra. Para estes estudos, a coluna BRICS consta como “Não especificado”.

Quadro 6 - Esquematização de literatura sobre efeitos dos programas do FMI

Obras	Período analisado	Tipos de programas	Metodologia	Número de países	BRICS	Efeitos		
						Crescimento econômico	Participação dos salários na renda	Outros
Atoyán e Conway (2006)	1993-2002	SBA, EFF, SAF, ESAF, PRGF	Censored-sample; amostra completa de variáveis instrumentais; matching	95	Não específico	Contemporâneo insignificante; crescentemente positivo com o passar do tempo		
Przeworski e Vreeland (2000)	1971-1990	SBA, EFF, SAF, ESAF	Probit dinâmico bivariado com observabilidade parcial	79	Brasil, Índia	Negativo		
Dreher (2006)	1970-2000	SBA, EFF	SUR; variáveis não instrumentais	98	Brasil, China, Índia	Negativo		
Pastor Jr. (1987)	1965-1981	SBA, EFF	Comparativo; testes não paramétricos	18 (América Latina)	Não especificado	Ambíguo	Redução	Melhora no balanço de pagamentos; aumento da inflação
Barro e Lee (2005)	1975-2000	SBA, EFF	Variáveis instrumentais	130	Não especificado	Negativo		Negativo sobre democracia e Estado de Direito
Butkiewicz e Yanikkaya (2005)	1975-2000	SBA, EFF, SAF, ESAF	SUR	100	África do Sul, Brasil, China, Índia	FMI: neutro ou negativo		
Vreeland (2002)	1961-1993	SBA, EFF, SAF, ESAF	Versão dinâmica do modelo de seleção de Heckman	110	África do Sul, Brasil, China, Índia		Redução	
Garuda (2000)	1975-1991	SBA, EFF, SAF, ESAF	Comparação entre grupos com diferentes medidas de propensão a recorrer ao FMI	39	África do Sul, Brasil, Índia			Gini e parcela da renda do quintil mais baixo: depende das condições internas anteriores
Dreher e Walter (2010)	1975-2002	SBA, EFF, SAF, PRGF	Logit de efeitos fixos; GMM; razão inversa de Mills	68	Brasil, China			Redução risco de crise cambial; aumento probabilidade de ajuste cambial
Jensen (2004)	1970-1998	Não especificado	Mínimos quadrados ordinários; modelo de tratamento de efeitos com observabilidade plena	68	Não especificado			Redução da entrada de IDE em 2,5%

Fonte: elaborado pela autora (2016).

A partir deste quadro, verifica-se como principais efeitos positivos da ajuda oferecida pelo Fundo a melhora no balanço de pagamentos e a redução do risco de ocorrência de uma crise cambial. A questão que se coloca é como o esforço para se atingir tais resultados se reflete no desempenho de outras variáveis. A redução do risco de crise cambial, por exemplo, está atrelada ao fato de a influência do FMI aumentar a probabilidade de ajuste cambial, ajuste este que não necessariamente implica melhoria nas condições socioeconômicas de um país. Ademais, os estudos analisados sugerem que os aspectos questionáveis relacionados à participação de programas do Fundo recaem sobre a população em geral, como os efeitos negativos sobre a democracia e o Estado de Direito. Soma-se a isso efeitos concentradores de renda identificados em três dos estudos apresentados, muito embora em um deles tal efeito dependa das condições domésticas anteriores à adoção do programa. Além disso, os resultados encontrados para o impacto dos empréstimos do FMI sobre o crescimento são bastante variados conforme o autor e a metodologia aplicada, podendo ser positivo nos anos subsequentes à aprovação do programa, ambíguos ou neutros, sendo, porém, mais frequentemente identificados como negativos. Dada a relevância do IDE para a promoção do desenvolvimento econômico, estes efeitos negativos sobre o crescimento econômico são compatíveis com os resultados obtidos por Jensen (2004) em relação ao IDE, que sugerem a redução do fluxo deste tipo de investimento em economias participantes de programas do FMI.

Tendo em vista a centralidade do FMI no Sistema Financeiro Internacional, os impactos domésticos diretos de sua atuação em países que buscam seu auxílio, e a conjuntura internacional, que ainda sofre consequências da CFG, e diante dos indicativos de que o próprio FMI vem reconhecendo limitações na agenda liberal, questiona-se a fórmula tradicionalmente utilizada pelo Fundo no enfrentamento de crises. Diante disso, no Capítulo 4, a seguir, busca-se identificar a reação dos países do BRICS à recente crise e suas consequências sobre as variáveis socioeconômicas, algumas delas analisadas no presente capítulo, a fim de avaliar se seguem a linha tradicional de atuação do FMI ou se consistem efetivamente em uma via alternativa.

## 4 A REAÇÃO DOS PAÍSES DO BRICS À CFG E SUAS CONSEQUÊNCIAS SOCIOECONÔMICAS

Diante das considerações apresentadas acerca da CFG e da atuação do FMI do ponto de vista histórico-institucional, o presente capítulo tem dois objetivos centrais: primeiro, analisar as medidas adotadas pelos países do BRICS diante da CFG e, segundo, avaliar os impactos destas medidas sobre variáveis socioeconômicas como crescimento do PIB, distribuição de renda, inflação e contas externas. Nas décadas que antecederam a CFG, os países-membros do BRICS vinham alcançando crescente projeção internacional, conforme destacam Cunha, Prates e Bichara (2010, p. 194, tradução nossa)

Pela primeira vez, desde o nascimento e consolidação da indústria moderna e, por consequência, do predomínio do mundo urbano sobre o rural, os países da periferia tomaram a frente do centro capitalista em termos de renda e de determinação do ritmo de crescimento mundial. A ascensão de China e Índia, representando um terço da humanidade, à condição de potências globais, mudou [...] a ordem internacional.<sup>28</sup>

Entretanto, esta projeção internacional e consequente capacidade de influência na ordem internacional, ainda que limitada, são bastante recentes. Até o início dos anos 2000, todos os integrantes do BRICS haviam participado de pelo menos um arranjo do FMI<sup>29</sup> na condição de economias em desenvolvimento. Conforme informações apresentadas na Tabela 5, abaixo, verifica-se que tais arranjos foram todos do tipo acordo geral, sendo a grande maioria SBA, mas também três EFF. O Brasil se destaca como país que mais recorreu ao auxílio do FMI até o presente momento, seguido pela Índia. No extremo oposto, a China foi o país que menos arranjos firmou com o Fundo – apenas dois, ambos na década de 1980. O último arranjo firmado entre o FMI e algum membro do BRICS foi em 2003 (Brasil). O fato de estes países não terem ingressado em programas do FMI desde então, nem mesmo durante o período em que a CFG apresentou seus efeitos mais profundos, confere ao BRICS uma margem de liberdade mais ampla na adoção de políticas econômicas.

<sup>28</sup> No original: “Por primera vez, desde el nacimiento y consolidación de la industria moderna y, por consecuencia, del predominio del mundo urbano sobre el rural, los países de la periferia tomaron el frente del centro capitalista en términos de renta y de determinación del ritmo de expansión mundial. El ascenso de China e India, representando un tercio de la humanidad, a la condición de potencias globales, cambió [...] el orden internacional”.

<sup>29</sup> A pesquisa realizada abrangeu todo o período disponível quando da sua realização (de 01 de janeiro de 1952 a 30 de junho de 2016) e os dois tipos de arranjos do FMI (GRA e PRGT).

Tabela 5 - Arranjos entre o FMI e os países do BRICS

País	Tipo	Facilidade	Data do acordo	Data final	Montante acordado (DES)	Montante sacado (DES)	
África do Sul	GRA	SBA	Abril 1958	Abril 1959	25.000.000	11.200.000	
	GRA	SBA	Julho 1961	Julho 1962	75.000.000	0	
	GRA	SBA	Janeiro 1976	Janeiro 1977	80.000.000	80.000.000	
	GRA	SBA	Agosto 1976	Agosto 1977	152.000.000	152.000.000	
Brasil	GRA	SBA	Novembro 1982	Dezembro 1983	364.000.000	159.000.000	
	GRA	SBA	Junho 1958	Junho 1959	37.500.000	37.500.000	
	GRA	SBA	Maiço 1961	Maiço 1962	160.000.000	60.000.000	
	GRA	SBA	Janeiro 1965	Janeiro 1966	125.000.000	75.000.000	
	GRA	SBA	Fevereiro 1966	Janeiro 1967	125.000.000	0	
	GRA	SBA	Fevereiro 1967	Fevereiro 1968	30.000.000	0	
	GRA	SBA	Abril 1968	Abril 1969	87.500.000	75.000.000	
	GRA	SBA	Abril 1969	Abril 1970	50.000.000	0	
	GRA	SBA	Fevereiro 1970	Fevereiro, 1971	50.000.000	0	
	GRA	SBA	Fevereiro 1971	Fevereiro 1972	50.000.000	0	
	GRA	SBA	Março 1972	Março 1973	50.000.000	0	
	GRA	EFF	Fevereiro 1983	Fevereiro 1986	4.239.375.000	2.743.125.000	
	GRA	SBA	Agosto 1988	Fevereiro 1990	1.096.000.000	365.300.000	
	GRA	SBA	Janeiro 1992	Agosto 1993	1.500.000.000	127.500.000	
	GRA	SBA	Dezembro 1998	Dezembro 2001	13.024.800.000	9.470.750.000	
	GRA	SBA	Setembro 2001	Dezembro 2002	12.144.400.000	11.385.374.000	
	GRA	SBA	Setembro 2002	Dezembro 2003	22.821.120.000	17.199.638.000	
	China	GRA	SBA	Março 1981	Dezembro 1981	450.000.000	450.000.000
		GRA	SBA	Novembro 1986	Novembro 1987	597.725.000	597.725.000
	Índia	GRA	SBA	Março 1957	Março 1958	72.500.000	72.500.000
GRA		SBA	Julho 1962	Julho 1963	100.000.000	25.000.000	
GRA		SBA	Julho 1963	Julho 1964	100.000.000	0	
GRA		SBA	Março 1965	Março 1966	200.000.000	200.000.000	
GRA		EFF	Novembro 1981	Novembro 1984	5.000.000.000	3.900.000.000	
GRA		SBA	Janeiro 1991	Abril 1991	551.925.000	551.925.000	
GRA		SBA	Outubro 1991	Junho 1993	1.656.000.000	1.656.000.000	
Rússia	GRA	SBA	Agosto 1992	Janeiro 1993	719.000.000	719.000.000	
	GRA	SBA	Abril 1995	Abril 1996	4.313.100.000	4.313.100.000	
	GRA	EFF	Março 1996	Março 1999	6.901.000.000	5.779.714.000	
	GRA	SBA	Julho 1999	Dezembro 2000	3.300.000.000	471.429.000	

Fonte: IMF, Financial data (2016).

Diante do exposto, e somado ao fato de os estudos apresentados no capítulo anterior terem sido desenvolvidos a partir de diferentes técnicas econométricas, envolvendo grande quantidade de países (inclusive do BRICS), em diferentes períodos de tempo, sugere-se a possibilidade de uma análise comparativa entre os resultados obtidos nos estudos previamente analisados e o exame desenvolvido no presente capítulo. Reconhece-se que esta análise é

limitada quanto aos seus resultados, em razão de diferenças metodológicas, amostrais e temporais. Ademais, também ao presente capítulo são aplicáveis as observações metodológicas baseadas em Killick (2003) e Khan (1990) apresentadas na segunda seção do capítulo anterior, em que se evidencia a impossibilidade de uma análise ideal em razão da inobservabilidade do contra factual.

Isto posto, fez-se, no presente capítulo, a opção de avaliar as opções de política econômica e o desempenho dos países do BRICS diante da CFG para, em seguida, compará-los com os resultados que vêm sendo obtidos pelos estudos que se propõem a avaliar as recomendações do FMI e suas implicações nas economias nacionais sujeitas aos programas do Fundo, apresentados no capítulo anterior. Reconhece-se que as análises feitas estão sujeitas a uma série de limitações, como a questão temporal, dado que os estudos apresentados tiveram como objeto crises anteriores, enquanto o presente estudo aborda a recente CFG. Entretanto, acredita-se ser possível extrair importantes considerações acerca das formas de enfrentamento a crises e de suas consequências sobre a economia e o bem-estar da população de cada país. Feitas estas observações iniciais, mapeia-se, na seção a seguir, a reação do BRICS diante da CFG.

#### 4.1 MEDIDAS ADOTADAS PELOS PAÍSES DO BRICS EM REAÇÃO À CFG

A presente seção é dedicada à análise das políticas adotadas pelos países do BRICS em reação à CFG. Em estudo desenvolvido por Souza Netto e Reis (2012), mapeou-se a reação de Brasil, China, Índia e África do Sul já nos primeiros meses subsequentes à CFG. As principais medidas foram resumidas pelos autores em um quadro (Quadro 7, abaixo), ao qual foram acrescentadas informações sobre a Rússia. Verifica-se que Brasil, China e Índia tomaram medidas semelhantes ainda no ano de 2008, como redução do compulsório e da taxa básica de juros, o que aponta para uma possível coordenação entre essas nações no combate à crise (SOUZA NETTO; REIS, 2012). Observa-se que tal coordenação é reforçada no âmbito do BRICS, conforme indica a própria agenda deste. Entretanto, o grupo apresenta divergências, como se observa no Quadro 7.

Quadro 7 - Primeiras medidas de política econômica anticíclica pelo BRICS

País	Medidas	Data
Brasil	Reversão da tendência de alta nas taxas de juros	29.10.2008
	Redução da taxa básica de juros de 13,75% para 12,75% ao ano	21.01.2009
	Redução dos depósitos compulsórios	13.10.2008
	Resgate de títulos públicos	Set-out/2008
	Redução da alíquota do IPI	11.12.2008
	Venda de swaps cambiais	Set-out/2008
	Venda de dólares no mercado de câmbio	Out-nov/2008
Rússia*	Desvalorização gradual do rublo frente ao dólar	Out-dez/2008
	Elevação do limite máximo da banda da taxa de juros de crédito overnight para 12% ao ano e o limite mínimo para 5,75% ao ano	12.11.2008
	Elevação do limite máximo da banda da taxa de juros de crédito overnight para 13% ao ano e o limite mínimo para 6,75% ao ano	01.12.2008
Índia	Redução do compulsório de 9% para 8,5%	06.10.2008
	Redução da taxa de recolhimento compulsório de 8,5% para 7,5%	10.10.2008
	Corte dos juros básicos em 100 p.b. para 8% ao ano	20.10.2008
	Redução dos juros básicos para 7,5% ao ano	01.11.2008
China	Anúncio da redução do compulsório de 9% para 8,5%	06.10.2008
	Redução da taxa de recolhimento compulsório para 16% e redução da taxa básica de juros em 27 p.b. para 6,93%	08.10.2008
	Criação de um fundo de combate à crise até meados de 2009, de US\$ 80 bilhões, junto com Coreia e Japão	24.10.2008
	Pacote fiscal de estímulo à atividade (construção de ferrovias) US\$ 292 bilhões	27.10.2008
	Aprovação do pacote de estímulo econômico (US\$ 586 bilhões) para impulsionar a demanda doméstica	10.11.2008
África do Sul	Redução da taxa básica de juros de 12% ao ano para 11,5% ao ano	12.12.2008

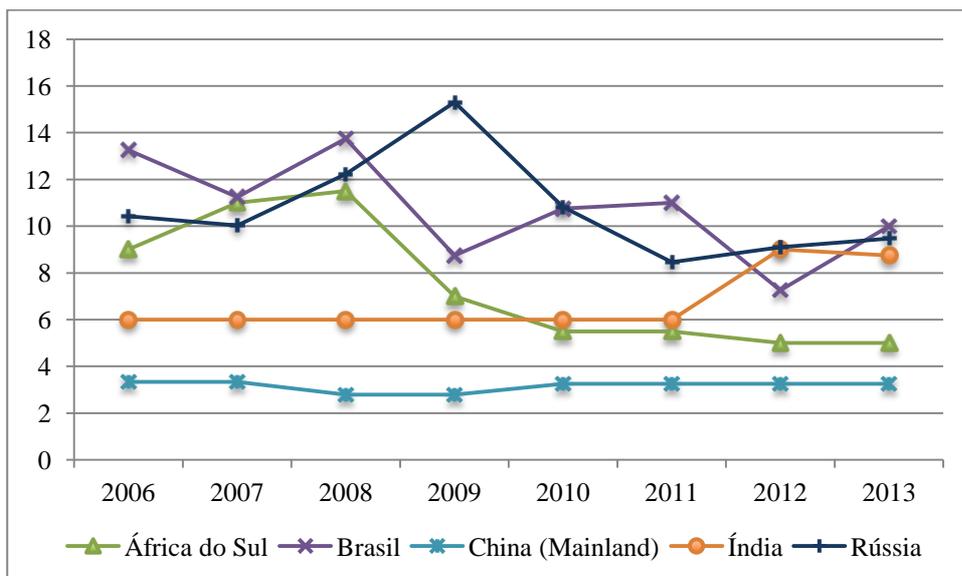
Fonte: Souza Netto e Reis (2012) com adaptações.

\* Dados referentes à Rússia obtidos diretamente do sítio do Banco Central da Rússia, Quarterly Inflation Review, Q4 (2008).

A partir do quadro acima, pode-se observar que Brasil, Índia, China e África do Sul adotaram políticas macroeconômicas, principalmente monetárias, de cunho expansionista, com redução na taxa de juros em todos estes países e diminuição na taxa de recolhimento compulsório no Brasil, na China e na Índia. Por outro lado, a política russa seguiu rumos divergentes, de aumento das taxas de juros. Levando-se em consideração as políticas características de um programa tradicional do FMI – consistentes em medidas de restrição ao crédito doméstico, como o aumento na taxa de juros –, verifica-se que o Brasil, a Índia, a China e a África do Sul reagiram aos primeiros indícios da CFG adotando medidas distintas daquelas tradicionalmente recomendadas pelo FMI, enquanto que a Rússia atuou em consonância com tais recomendações. A continuidade, ou não, destas escolhas de política econômica no quinquênio 2009-2013 é verificada a seguir, por meio de análise gráfica de indicadores econômicos selecionados.

A escolha das variáveis para integrarem a presente seção levou em consideração aquelas comumente consideradas nos programas do FMI, conforme os estudos apresentados no capítulo anterior. Elegeram-se, então, os seguintes indicadores, com frequência anual: taxa de juros, gastos do governo, taxa de câmbio e reservas internacionais – reconhecendo-se o caráter duplo da taxa de câmbio e das reservas internacionais, que tanto podem ser instrumentos quanto reflexo do movimento de capitais. A escolha pela abordagem destas variáveis na presente seção tem por fundamento o fato de medidas de política cambial estarem contempladas no pacote de medidas tradicionalmente elaborado pelo FMI em seus programas. Optou-se, ainda, pela inclusão do ano de eclosão da crise (2008) e dos dois anos anteriores (2006 e 2007), para que se possa verificar o parâmetro de comportamento que vinha tendo cada uma das variáveis consideradas no período imediatamente anterior à CFG<sup>30</sup>. Os dados referentes à taxa de juros estão representados no Gráfico 1, abaixo.

Gráfico 1 - Taxa de juros (% a. a.) do BRICS, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados do IMF, International Financial Statistics (IFS), (2016).

Nota: Para África do Sul e Brasil, taxa de juros da política do Banco Central. Para China e Índia, taxa de redesconto. Para Rússia, taxa de empréstimo.

Em relação à África do Sul, verifica-se que a taxa de juros da política do Banco Central vinha com uma tendência de elevação, de 9% ao ano, em 2006, para 11,50% ao ano em 2008, mas sofreu uma inflexão neste ano. Em 2009, observa-se uma redução expressiva, para 7% ao ano. Em 2010, a taxa passou por uma redução menos acentuada, passando para

<sup>30</sup> Cumpre observar que o tratamento assimétrico conferido aos períodos pré e pós CFG baseia-se no fato de o objetivo do presente capítulo consistir na análise das consequências das políticas de enfretamento da CFG, implicando a necessidade de observação de um lapso temporal mais longo depois do surgimento desta.

5,5% ao ano e mantendo este valor em 2011, sofrendo nova queda em 2012 para 5% ao ano, valor mantido em 2013. Pode-se observar, portanto, que ao longo dos anos 2009-2013, a África do Sul manteve uma política monetária expansionista de corte na taxa de juros.

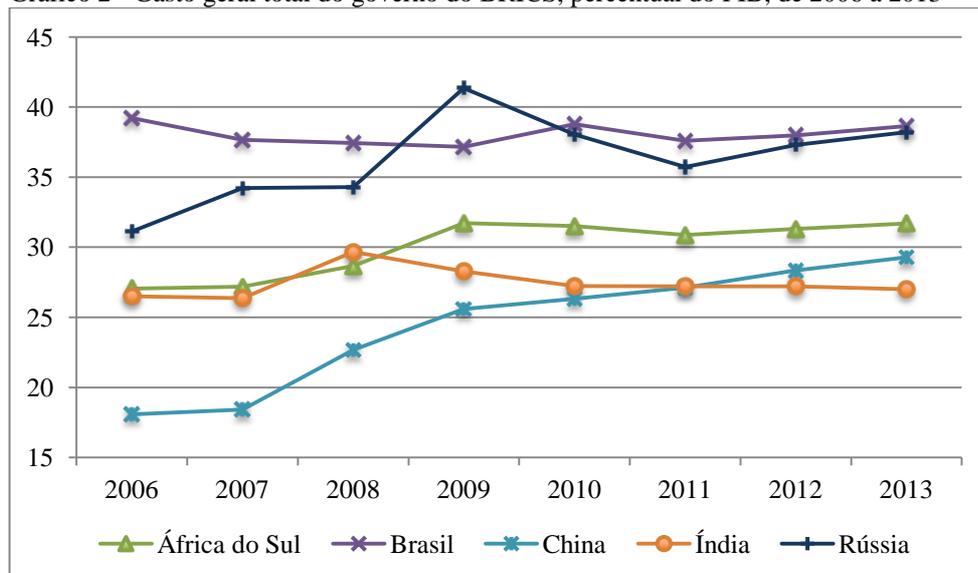
A política brasileira seguiu, de modo geral, essa mesma tendência expansionista, porém de forma menos constante. Até 2007, o Brasil vinha baixando sua taxa de juros de política econômica do Banco Central, uma taxa que historicamente se manteve alta. Em 2008, houve uma inflexão, com elevação da taxa de 11,25% ao ano para 13,75% ao ano. No ano seguinte, reduziu-se consideravelmente essa taxa de juros, para 8,75% ao ano. Em 2010 e 2011, observam-se duas elevações consecutivas, registrando-se taxas de 10,75% ao ano e 11% ao ano, respectivamente. Em 2012, uma nova queda acentuada coloca a taxa no patamar de 7,25% ao ano, seguida de uma elevação para 10% ao ano em 2013. Apesar destas variações, ao longo dos cinco anos subsequentes à CFG, a taxa se manteve abaixo dos níveis praticados em 2008 e anos anteriores.

Para a China e a Índia, diante da indisponibilidade de dados relativos à taxa de juros de política do Banco Central, optou-se pela taxa de juros de redesconto. Quanto à China, observa-se uma pequena variação desta taxa ao longo do período. Em 2006 e 2007, a taxa era de 3,33% ao ano, sendo reduzida a 2,79% ao ano em 2008 e 2009. Já em 2010, elevou-se novamente a taxa a 3,25% ao ano, valor mantido até 2013, indicando que a redução nos juros foi restrita ao período mais intenso da CFG, tendo a taxa sido mantida a partir de 2010 a um nível semelhante ao vigente no período anterior à crise. Em relação à Índia, percebe-se que a taxa de juros de redesconto não sofreu alterações de 2006 a 2011, mantendo-se no patamar de 6% ao ano, apesar do movimento observado por Souza Netto e Reis no ano de 2008. Em 2012, houve um aumento para 9% ao ano, seguido de uma pequena redução em 2013, para 8,75% ao ano.

Por fim, no tocante à Rússia, observa-se que o início da CFG foi acompanhado por uma elevação na taxa de juros de empréstimo. Esta havia sido reduzida de 10,43% ao ano (2006) para 10,03% ao ano em 2007, subindo para 12,23% ao ano em 2008 e expressivos 15,31% ao ano em 2009. Em 2010 e 2011, houve duas quedas significativas, para 10,82% ao ano e 8,46% ao ano, respectivamente. Já em 2012 e 2013, retomou-se a tendência ascendente, com taxas respectivas de 9,10% ao ano e 9,47% ao ano. Diante disto, pode-se afirmar que a opção russa por uma política contracionista, de aumento da taxa de juros, manteve-se até o primeiro ano subsequente à CFG, sendo então revertida para uma política expansionista até 2012, quando retomou o aumento na taxa de juros, ainda que este tenha ficado abaixo dos níveis praticados antes da CFG.

O Gráfico 2, abaixo, contém informações sobre o gasto geral total do governo (não desmembrado em gastos com custeio, capital e juros) de cada país do BRICS como proporção do PIB. Dois movimentos se destacam logo à primeira vista, tanto por sua magnitude quanto pelo contraste em relação às medidas de política fiscal tradicionalmente recomendadas pelo FMI, de restrição nos gastos públicos. Primeiro, o aumento expressivo do gasto do governo russo no ano de 2009, auge da CFG, após ter mantido o nível de gasto praticamente constante entre 2007 e 2008. Neste ano, o gasto total foi de 34,30% do PIB, enquanto que, em 2009, chegou ao patamar de 41,35% do PIB, um aumento superior a 20%. Nos anos de 2010 e 2011, os gastos voltaram a recuar, atingindo 35,73% do PIB em 2011, porém retomando uma trajetória ascendente em 2012 e 2013, com proporções respectivas de 37,29% e 38,21% do PIB. Apesar das oscilações, ao longo de todo o período que se seguiu à CFG o nível de gasto se manteve acima do que vinha sendo observado antes da crise.

Gráfico 2 - Gasto geral total do governo do BRICS, percentual do PIB, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de IMF, World Economic Outlook Database (2016).

O segundo movimento que se destaca é o expressivo aumento do gasto governamental chinês em 2008, quando este indicador foi de 22,67% do PIB, representando um aumento superior a 23% quando comparado a 2007 (ano em que os gastos foram equivalentes a 18,42% do PIB). Em 2009, um novo aumento significativo no gasto governamental chinês, de quase 13%, elevou este indicador para 25,60% do PIB. Nos anos seguintes, manteve-se a tendência expansionista do gasto governamental, ainda que com intensidade reduzida quando comparada aos anos de 2008 e 2009 – entre 2010 e 2013 as taxas de aumento dos gastos

oscilaram entre 2,8% (2010) e 4,52% (2012), mantendo-se pouco acima dos 3% nos demais anos.

O governo da África do Sul, a exemplo do chinês, também expandiu seus gastos em 2008 e 2009, que passaram de 26,37% do PIB em 2007 para 31,71% do PIB em 2009, registrando taxas de aumento de 5,51% em 2008 e 10,59% em 2009. Nos dois anos seguintes, observam-se pequenas reduções nos gastos do governo sul-africano, de 0,62% em 2010 e 2% em 2011, quando o indicador foi de 30,88% do PIB. Estas contrações foram seguidas por um dois pequenos aumentos consecutivos, superiores a 1%, que elevaram o nível de gasto governamental para 31,31% do PIB em 2012 e 31,69% do PIB em 2013.

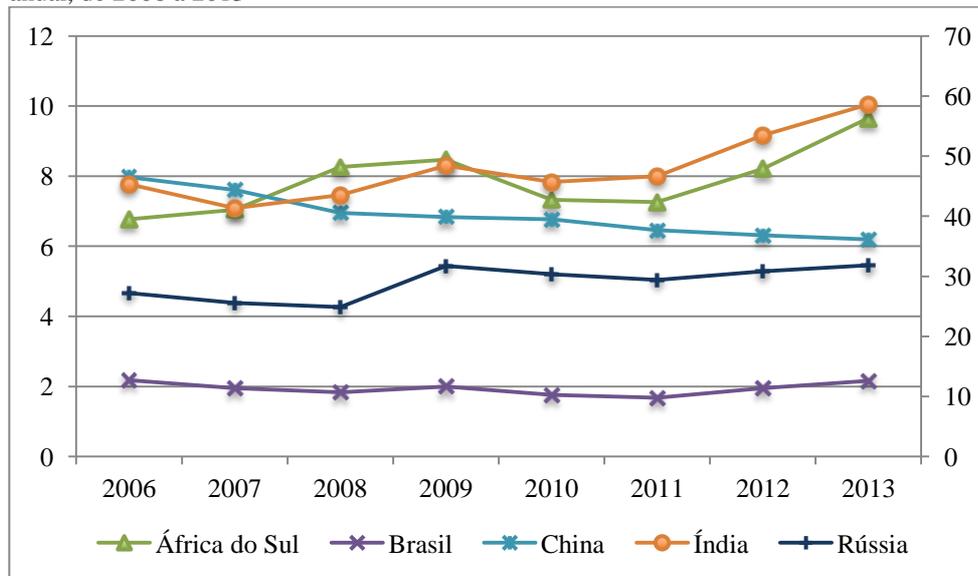
O Brasil é o país do BRICS cujo gasto governamental partiu do patamar mais elevado em 2006, de 39,20% do PIB, apresentando uma tendência de queda ainda em 2007, quando o indicador contraiu quase 4%. A proporção dos gastos sofreu pequenas reduções, inferiores a 1%, em 2008 e 2009, quando representou 37,16% do PIB. Em 2010 houve um aumento de 4,38% nos gastos (38,04% do PIB), seguido de um redução de 3% em 2011 (37,59% do PIB). Nos dois anos finais, houve aumentos leves, inferiores a 2%, com gastos governamentais proporcionais a 37,99% do PIB em 2012 e 38,64% do PIB em 2013, abaixo do valor observado em 2006, porém acima do registrado em 2007 e 2008.

A Índia, por seu turno, vinha apresentando gastos governamentais em torno de 26% do PIB, elevando esta proporção em 2008 para 29,67% do PIB, um aumento de 12,51% em relação a 2007. A partir de então, iniciou uma trajetória descendente, mais intensa em 2009 e 2010 (reduções de 4,7% e 3,7%, respectivamente) e amena nos três anos subsequentes (inferiores a 1%), chegando a uma proporção de 27,01% do PIB em 2013. Observa-se, portanto, uma trajetória não linear nos gastos do governo indiano, que finalizou o período com um nível de gasto próximo ao registrado nas vésperas da CFG.

No que se refere à taxa oficial de câmbio, cumpre referir que as recomendações tradicionais do FMI pela elevação das taxas de juros poderiam ter por consequência uma apreciação da moeda doméstica. As opções políticas dos países do BRICS quanto aos juros foram analisadas no Gráfico 1, sendo as taxas de câmbio apresentadas no Gráfico 3, abaixo, e as variações percentuais correspondentes indicadas textualmente na análise que segue. Destaca-se neste gráfico a relativa estabilidade da moeda brasileira entre o ano inicial e o final, apesar das mudanças na taxa de juros promovidas pelo Banco Central, conforme indicado no Gráfico 1. O real iniciou o período com taxas médias de conversão ao dólar de R\$ 2,18 e finalizou com taxa média de R\$ 2,16. No decorrer deste período, entretanto, houve flutuação mais expressiva. Em 2007, a taxa média de apreciação do real foi de 10,49% e, em

2008, de 5,82%. Por outro lado, em 2009 o real voltou a perder valor frente ao dólar, depreciando a uma taxa média de 9%. Nos dois anos seguintes, houve novamente apreciação da moeda brasileira, a taxas médias de 12% (2010) e quase 5% (2011). Em 2012 e 2013, o real sofreu duas significativas depreciações, a taxas médias de 16,75% e 10,39%, respectivamente.

Gráfico 3 - Taxa oficial de câmbio do BRICS, moeda nacional comparada ao dólar, média anual, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Nota: Índia e Rússia no eixo secundário (à direita).

A trajetória da moeda russa também se destaca no gráfico. Após um período inicial de apreciação frente ao dólar, a taxas médias de 5,92% (2007) e 2,85% (2008), o rublo russo sofreu uma significativa depreciação em 2009: a taxa de conversão ao dólar passou de uma média de RUB 24,85 (2008) para RUB 31,74 (2009)<sup>31</sup>, uma depreciação média de 27,71%. A partir de então, a taxa de conversão do dólar manteve-se próxima dos trinta rublos russos, tendo o rublo apreciado por dois anos consecutivos (a uma taxa média de 4,32% em 2010 e de 3,25% em 2011) e depreciado nos dois anos subsequentes (a uma taxa média de 4,96% em 2012 e de 3,23% em 2013), finalizando o período com uma taxa média de conversão ao dólar de RUB 31,84.

A moeda sul-africana, por seu turno, apresentou comportamento cíclico, perdendo valor no início do período. De 2006 a 2009, a média de Randes por dólar passou de R 6,77 para R 8,47, com taxas médias anuais de depreciação de 4% (2007), expressivos 17,26%

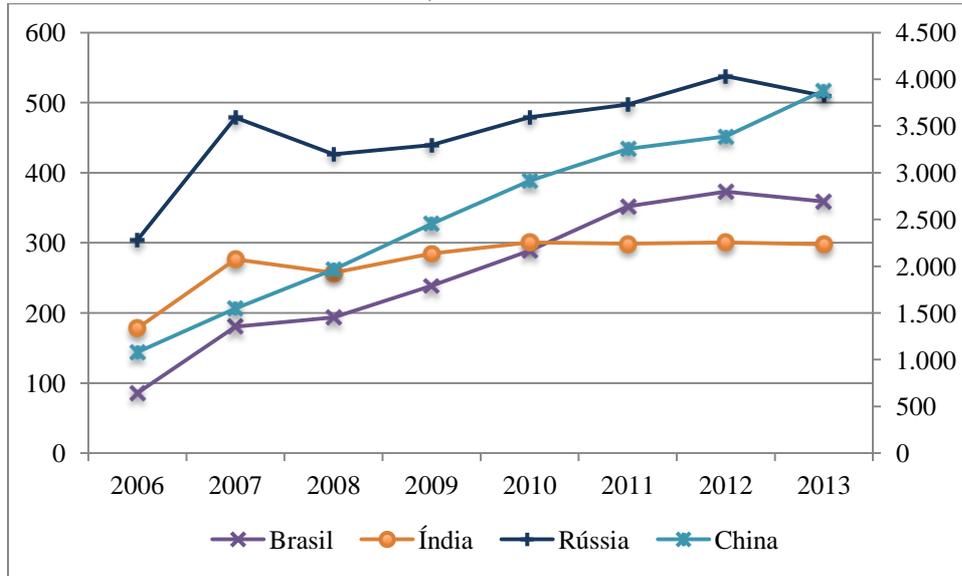
<sup>31</sup> Utilizam-se nesta seção os seguintes símbolos: RUB para indicar rublos, R para Rand e INR para rúpia indiana.

(2008) e 2,57% (2009). Em 2010 e 2011, o Rand apreciou-se frente ao dólar com taxas médias de 13,6% e 0,82%, respectivamente. Nos anos seguintes, porém, houve depreciações significativas, com médias de 13% (2012) e 17,6% (2013), de modo que, ao final do período, um dólar equivalia a, em média, R 9,66. A moeda indiana seguiu trajetória semelhante à sul-africana, com exceção da apreciação média de 8,74% observada entre 2006 e 2007. Nos dois anos seguintes, a rupia indiana perdeu valor frente ao dólar, a taxas médias de 5,22% (2008) e 11,26% (2009) de forma que a taxa média de conversão ao dólar atingiu, em 2009, valor médio de INR 48,41. No ano de 2010, a rupia indiana obteve nova apreciação frente à moeda norte-americana (5,54% em média), tendência que foi invertida no ano seguinte, quando houve uma depreciação média de 2%. A trajetória de depreciação se intensificou ao final do período, quando a rupia indiana perdeu, em média, 14,5% (2012) e 9,66% (2013) de seu valor perante o dólar, encerrando o período com uma conversão média de INR 58,60 por dólar.

A moeda chinesa, por fim, seguiu uma tendência de constante apreciação frente ao dólar ao longo de todo o período, com taxas médias oscilantes. Em 2006, a taxa de conversão à moeda norte-americana era de ¥ 7,97. Em 2007, registrou-se uma apreciação média de 4,6%, seguida por uma taxa média ainda mais intensa em 2008, de 8,66%. Assim, neste ano, a taxa média de conversão ao dólar já foi inferior a ¥ 7,00. A apreciação média da moeda chinesa em 2009 foi de 1,69% e, em 2010, de 0,9%. No ano seguinte, houve nova aceleração da apreciação do yuan, a uma taxa média de 4,56%. As taxas de apreciação registradas nos anos seguintes foram menores (2,31% em 2012 e 1,85% em 2013), de modo que, ao final do período, cada dólar equivalia a ¥ 6,20.

Nos Gráficos 4 e 5, abaixo, são apresentadas as reservas internacionais, incluindo ouro, de cada país do BRICS. Em razão das diferenças nos valores das reservas, as reservas internacionais da China estão representadas no eixo secundário do Gráfico 4, sendo o Gráfico 5 dedicado exclusivamente à África do Sul a fim de possibilitar uma visualização mais precisa das mudanças em seu indicador. Antes de proceder à análise destes gráficos, entretanto, cumpre referir que os países cujos indicadores econômicos sejam avaliados como negativos ou preocupantes pelos investidores internacionais tendem a apresentar perda de reservas durante episódios de crise, em consequência dos movimentos de “fuga para a qualidade” citados no primeiro capítulo. Diante disto, a recomendação tradicional do FMI é o aumento da taxa de juros com a finalidade de atrair capitais internacionais, melhorando o resultado do balanço de pagamentos, conforme estudo de Pastor apresentado anteriormente.

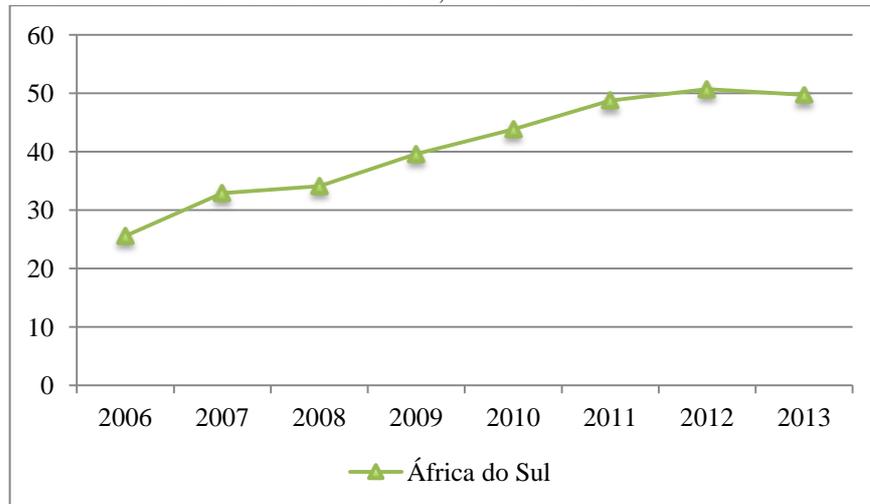
Gráfico 4 - Reservas internacionais de Brasil, China, Índia e Rússia, inclusive ouro, em bilhões de dólares americanos correntes, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Nota: China no eixo secundário (à direita).

Gráfico 5 - Reservas internacionais da África do Sul, inclusive ouro, em bilhões de dólares americanos correntes, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Nos gráficos acima, destaca-se a alteração ocorrida de 2007 para 2008 em quase todos o BRICS – exceção feita à China. Havia uma tendência de crescimento acelerado no volume de reservas internacionais nestes países, que sofreu desaceleração na África do Sul (de um crescimento de 28,62% em 2007 para um de 3,5% em 2008) e no Brasil (de um crescimento de 110% para um de 7,46%), e uma reversão na Índia (de um crescimento de 55,34% para uma redução de 5,55%) e na Rússia (de um crescimento de 57,62% para uma redução de 10,97%). A partir de 2009, as reservas da África do Sul e do Brasil retomaram uma trajetória

ascendente mais intensa, com taxas de aumento acima de 10% na África do Sul e de 20% no Brasil, sofrendo uma desaceleração, em ambos os países, no ano de 2013, quando se registrou um aumento de 3,98% nas reservas sul-africanas e de 6% nas brasileiras.

As reservas internacionais indianas, por sua vez, aumentaram a taxas de 10,59% em 2009 e 5,55% em 2010, mantendo-se praticamente constante nos três anos finais do período (taxas de variação inferiores a 1%). A Rússia também retomou uma trajetória menos intensa de aumento nas reservas em 2009, quando registrou crescimento de 3%, e 2011, quando o aumento foi de 3,8%. Entre estes anos, o incremento nas reservas internacionais russas foi de 9%, voltando a superar, em 2012, o patamar de 8%. Em 2013, houve uma inversão na tendência, registrando-se uma redução de 5,23% no indicador. A China, por fim, seguiu uma trajetória de aumento das reservas de 2006 até 2012, com taxas de crescimento decrescentes: em 2007, acima de 40%, mantendo-se abaixo de 30% nos dois anos seguintes, abaixo de 20% em 2010 e 2011, e chegando a 4% em 2012. Em 2013 adquiriu novo impulso, registrando aumento de 14,55%.

De modo geral, observa-se um incremento no volume de reservas internacionais do BRICS ao longo do período analisado, sendo este incremento inclusive relativamente intenso no período mais sensível aos impactos da CFG (2009 e 2010), mesmo não tendo estes países recorrido a programas de auxílio do FMI. Este aumento no volume das reservas sugere, ademais, que não houve, no período, um intenso movimento de fuga de capitais que levasse a uma deterioração das reservas internacionais acumuladas pelo BRICS.

As variações observadas em cada um dos indicadores analisados acima estão resumidas no Quadro 8, abaixo, construído a partir dos mesmos dados utilizados para a confecção dos gráficos apresentados acima<sup>32</sup>. O foco desta análise recai sobre a existência e o sentido de mudanças em cada uma das variáveis analisadas, de modo que o quadro-resumo possui a seguinte estrutura: indicação da variável e do comportamento por ela seguido, se constante (=), aumento (+) ou redução (-), no período de 2009 a 2013, para cada país do BRICS. O comportamento de cada indicador é registrado em duas colunas, sendo que a da esquerda indica o movimento observado em relação ao ano imediatamente anterior, enquanto a coluna da direita reflete movimentos com relação ao ano de 2008 (espaços em branco refletem a ausência de dados). Esta mesma construção é aplicada para as variáveis de desempenho analisadas na próxima seção. Busca-se, assim, apresentar uma visão geral do que ocorreu no BRICS no quinquênio que seguiu ao início da CFG, comparando-a aos resultados

---

<sup>32</sup> Para informações mais detalhadas acerca das variáveis, como unidade de medida e amplitude das variações, consultar o gráfico correspondente.

obtidos nos estudos sobre os impactos de programas do FMI, apresentados no capítulo 3 e esquematizados no Quadro 6, quando aplicável.

Quadro 8 - Quadro-resumo do comportamento da taxa de juros, gasto geral do governo, taxa oficial de câmbio e reservas internacionais do BRICS, de 2009 a 2013, em relação ao ano anterior e a 2008

Variável		Taxa de juros		Gasto governo		Câmbio		Reservas internacionais	
País	Ano	Ano anterior	2008	Ano anterior	2008	Ano anterior	2008	Ano anterior	2008
África do Sul	2009	-	-	+	+	+	+	+	+
	2010	-	-	-	+	-	-	+	+
	2011	=	-	-	+	-	-	+	+
	2012	-	-	+	+	+	-	+	+
	2013	=	-	+	+	+	+	-	+
Brasil	2009	-	-	-	-	+	+	+	+
	2010	+	-	+	+	-	-	+	+
	2011	+	-	-	+	-	-	+	+
	2012	-	-	+	+	+	+	+	+
	2013	+	-	+	+	+	+	-	+
China	2009	=	=	+	+	-	-	+	+
	2010	+	+	+	+	-	-	+	+
	2011	=	+	+	+	-	-	+	+
	2012	=	+	+	+	-	-	+	+
	2013	=	+	+	+	-	-	+	+
Índia	2009	=	=	-	-	+	+	+	+
	2010	=	=	-	-	-	+	+	+
	2011	=	=	-	-	+	+	-	+
	2012	+	+	-	-	+	+	+	+
	2013	-	+	-	-	+	+	-	+
Rússia	2009	+	+	+	+	+	+	+	+
	2010	-	-	-	+	-	+	+	+
	2011	-	-	-	+	-	+	+	+
	2012	+	-	+	+	+	+	+	+
	2013	+	-	+	+	+	+	-	+

Fonte: elaborado pela autora com dados de IMF, International Financial Statistics (2016), World Bank, World Development Indicators (2016) e IMF, World Economic Outlook Database (2016).

Nota: Para África do Sul e Brasil, taxa de juros da política do Banco Central. Para China e Índia, taxa de desconto. Para Rússia, taxa de empréstimo.

Conforme pode-se observar no Quadro 8, a taxa de juros na África do Sul e no Brasil manteve-se abaixo do nível de 2008 ao longo de todo o período, apesar de a taxa brasileira ter sido aumentada em três momentos quando comparada ao ano imediatamente anterior. A taxa chinesa sofreu apenas uma mudança no período, em 2010, quando foi aumentada, mantendo-

se, portanto, acima do nível de 2008 a partir de então. A Índia manteve a taxa de juros constante nos três primeiros anos, elevando-a em 2012. Apesar da redução em 2013, a taxa se manteve em nível superior a 2008 nestes dois anos. A Rússia, por fim, elevou sua taxa de juros em 2009, reduzindo-a no ano seguinte. Mesmo com alterações a cada ano que sucedeu, de 2010 a 2013 a taxa se manteve abaixo do índice de 2008. Estas informações sugerem, pois, que África do Sul, Brasil e Rússia (a partir de 2010) reagiram à CFG de modo diferente daquele tradicionalmente recomendado pelo FMI, ao reduzirem suas taxas de juros, ao invés de aumentá-las. China e Índia agiram em consonância parcial com esta indicação, dado o aumento pontual na taxa chinesa em 2010 e na indiana em 2012.

Quanto aos gastos do governo, África do Sul, China e Rússia mantiveram o nível de gastos superior ao nível registrado em 2008 ao longo de todo o período, mesmo mediante algumas reduções relativas na África do Sul e na Rússia. O Brasil reduziu seus gastos de governo em 2009, mantendo-os, a partir de 2010, superiores ao volume de gasto governamental de 2008. Estes países, portanto, atuaram diferentemente do que prescreve a agenda neoliberal tradicional, a qual sugere redução dos gastos do governo na busca por superávit fiscal independente da situação doméstica (tendo sido esse aspecto relativizado nas propostas recentes do Fundo, como discutido no capítulo 2). A Índia, por outro lado, atuou em conformidade com esta prescrição, reduzindo seu volume de gasto governamental ao longo de todo o período.

Em relação à taxa de câmbio entre a unidade monetária local e o dólar estadunidense, o único país a ter sua moeda mais apreciada do que em 2008 em todos os anos do quinquênio foi a China. Índia e Rússia, por outro lado, tiveram suas moedas depreciadas, em relação às taxas de câmbio praticadas em 2008, ao longo de todo o período. África do Sul alternou períodos de depreciação (2008 e 2013) e apreciação (2009 a 2012). De forma semelhante, o Brasil teve sua moeda por vezes depreciada (2009, 2012 e 2013), por vezes apreciada (2010 e 2011) em relação ao dólar, comparativamente a 2008. Conforme referido ao longo do presente trabalho, tradicionalmente o FMI recomenda a realização de ajuste cambial diante de uma crise, geralmente no sentido de depreciação da moeda doméstica. Neste sentido, a apreciação cambial chinesa esteve na contramão do tradicionalmente preconizado pelo Fundo. Os demais países do BRICS, por outro lado, alternaram anos de apreciação e de depreciação cambial (na comparação com o ano imediatamente anterior), tendo Rússia e Índia mantido suas moedas depreciadas em relação a 2008, em consonância com o defendido tradicionalmente pelo FMI. Quanto às reservas internacionais, os dados resumidos no quadro indicam que houve aumento no volume de reservas em todos os países em relação ao ano de

2008, apesar das reduções relativas a anos imediatamente anteriores observadas em 2013 na maioria dos países do BRICS (China única exceção) e em 2011 na Índia, sugerindo uma avaliação positiva dos investidores internacionais em relação à economia do BRICS e indicando a não utilização intensiva das reservas como instrumento de política econômica pelos governos do BRICS.

Apresentadas as variáveis instrumentais, passa-se, na seção seguinte, à análise das variáveis de desempenho socioeconômico selecionadas para o presente estudo.

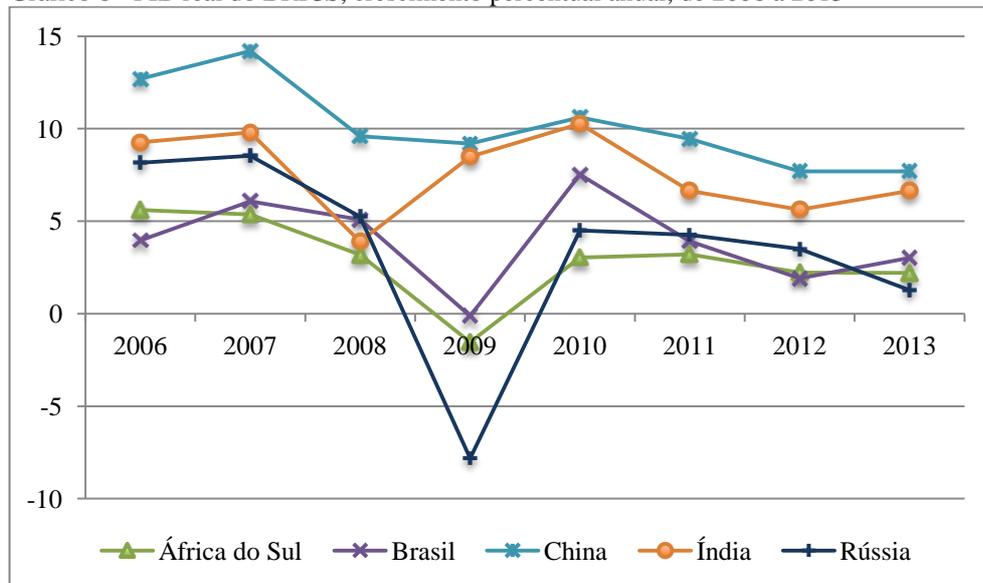
## 4.2 DESEMPENHO DE VARIÁVEIS SOCIOECONÔMICAS NO BRICS

Na presente seção, são analisadas as seguintes variáveis de desempenho socioeconômico do BRICS: crescimento anual do PIB real, valor adicionado da produção industrial como proporção do PIB, taxa de desemprego, taxa de inflação, renda doméstica bruta, parcela da renda detida pelos 20% mais ricos e pelos 20% mais pobres, índice de Gini, saldo em conta corrente, conta financeira líquida e influxo de investimento direto estrangeiro. A exemplo da seção anterior, foram considerados também os anos de 2006 a 2008, a fim de ilustrar o comportamento prévio destas variáveis. Os indicadores foram agrupados em três subseções, sendo cada subseção constituída por uma análise gráfica das variáveis individualmente consideradas, seguida por uma síntese de seus comportamentos, na forma de um quadro-resumo, construído segundo a descrição apresentada na seção anterior.

### 4.2.1 Indicadores macroeconômicos

O primeiro conjunto de variáveis compreende os indicadores macroeconômicos relativos ao produto, à produção industrial, à taxa de desemprego e à taxa de inflação. No que se refere ao produto, o Gráfico 6, abaixo, evidencia o significativo impacto da CFG sobre o crescimento do PIB sobretudo da África do Sul, Brasil e Rússia.

Gráfico 6 - PIB real do BRICS, crescimento percentual anual, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de IMF, World Economic Outlook Database (2016).

A África do Sul teve, em 2006, um crescimento de 5,6% do PIB real em comparação ao ano anterior, apresentando uma queda neste indicador de cerca de 4% em 2007, quando seu PIB cresceu 5,36%. O maior impacto, porém, foi sentido nos dois anos seguintes. Em 2008, o crescimento foi de apenas 3,19%, uma taxa 40% inferior à registrada no ano anterior. Em 2009, o PIB sofreu impacto ainda mais severo, com crescimento negativo de 1,54%. A partir de 2010, o PIB voltou a ter crescimento positivo, com taxas de crescimento variando entre 3% e 2% até 2013.

O Brasil vinha apresentando ritmo ascendente de crescimento entre 2006 e 2007, aumentando de 3,96% para 6,07% o crescimento do PIB neste período, significando uma taxa de aumento deste indicador superior a 53%. Em 2008, o ritmo de crescimento desacelerou, baixando para 5,09%, já anunciando os efeitos da CFG. Esta atingiu fortemente o país em 2009, quando a economia brasileira contraiu -0,13%. No ano seguinte, a recuperação foi expressiva, resultando em um crescimento do PIB de 7,53%, seguido por três anos de crescimento em ritmo menos acelerado, de 3,91% (2011), 1,92% (2012) e 3,02% (2013).

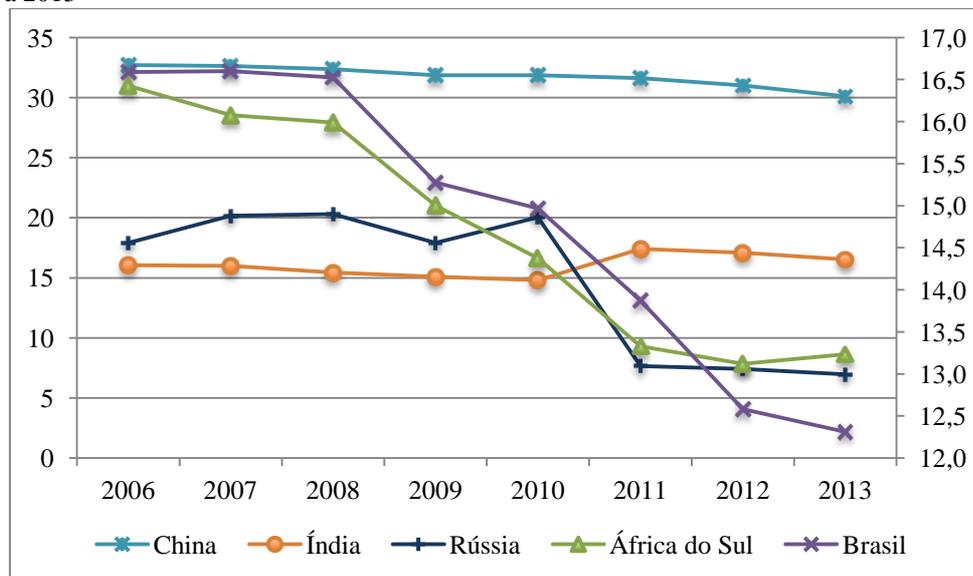
A economia russa apresentou comportamento semelhante, porém com variações de maior amplitude. Nos anos de 2006 e 2007, o PIB da Rússia cresceu acima dos 8%. Em 2008, porém, o crescimento recuou para 5,25%. No auge da crise, em 2009, a contração do PIB russo foi de significativos -7,82%, indicando o forte impacto da CFG sobre o país. Da mesma forma que a África e o Brasil, também a Rússia apresentou recuperação já em 2010, com crescimento de 4,5%, seguido por um de 4,26% em 2011. Em 2012, houve uma leve

desaceleração, tendo a economia russa crescido 3,51%, seguida por uma desaceleração ainda mais intensa, resultante em um crescimento de apenas 1,28% em 2013.

As economias da China e da Índia apresentaram comportamentos diferentes daqueles países já analisados. A China vinha apresentando taxas de crescimento expressivas, de 12,7% e 14,2% em 2006 e 2007, respectivamente, tendo este índice reduzido para o patamar de 9% em 2008 e 2009. No ano seguinte, a economia chinesa voltou a ter crescimento superior a 10%, recuando para níveis de crescimento de 9,46% em 2011 e 7,7% nos dois anos seguintes. Quanto à Índia, o maior impacto da CFG aconteceu ainda em 2008, quando os índices de crescimento superiores a 9% foram interrompidos por um índice de apenas 3,89%. A recuperação indiana, porém, também foi rápida. Em 2010, o crescimento econômico foi de expressivos 10,26%, seguido por taxas de 6,64% (2011), 5,62% (2012) e 6,64% (2013), indicando uma relativa estabilização deste indicador nesse período.

O Gráfico 7 traz informações relativas à produção industrial no BRICS.

Gráfico 7 - Valor adicionado da produção industrial no BRICS, percentual do PIB, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Nota: África do Sul e Brasil no eixo secundário (à direita).

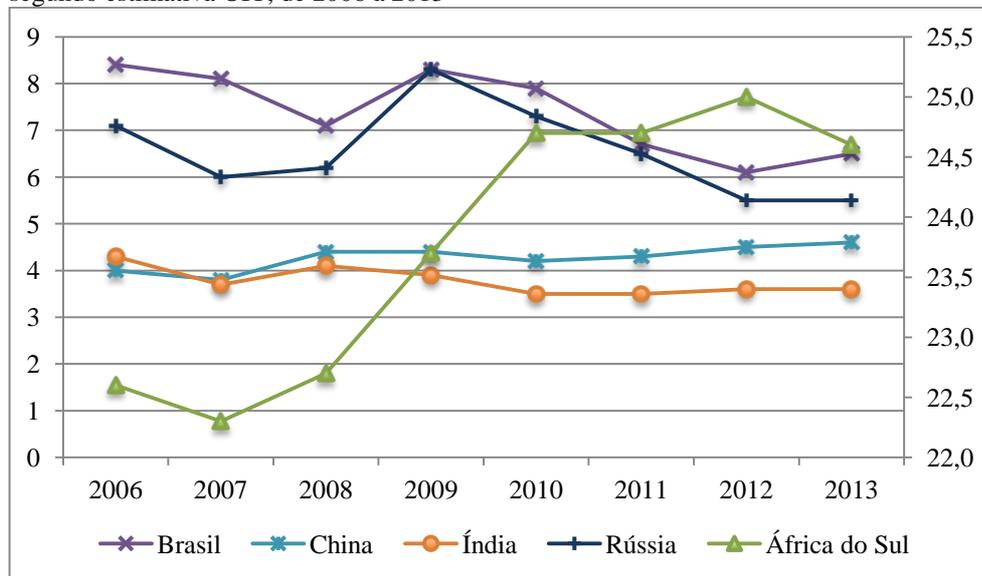
No que se refere à produção industrial como proporção do PIB, África do Sul e Brasil apresentaram desempenhos bastante semelhantes. Vinham de um patamar de 16% entre 2006 e 2008, havendo uma redução progressiva na participação da indústria no PIB destes países nos anos seguintes. A África do Sul estabilizou este indicador em um patamar pouco acima de 13% nos três últimos anos analisados (2011 a 2013), enquanto que o Brasil manteve a

tendência de queda até o final do período, quando apresentou valor adicionado da indústria de 12,31%. A China também apresentou redução progressiva da produção industrial como proporção do PIB ao longo do período, porém com variações menos significativas: de um índice de 32,72%, em 2006, passou para 30,10% ao final do período considerado.

A produção industrial indiana reduziu sua proporção do PIB de 2006 (quando era de 16,06%) a 2010 (14,80%), apresentando uma recuperação em 2011, ano em que o índice foi de 17,39%. Nos dois anos seguintes, a produção industrial como proporção do PIB voltou a sofrer contração, finalizando o período com uma proporção de 16,52% do PIB, portanto superior ao valor inicial. A indústria da Rússia, por fim, foi, entre os países do BRICS, a que sofreu impacto mais intenso da CFG. Sua produção industrial era de 17,91% do PIB em 2006, crescendo para mais de 20% nos dois anos seguintes. Já em 2009, sofreu uma queda para 17,91%, seguida de uma recuperação a 20,03% em 2010. Em 2011, a redução da indústria como proporção do PIB foi ainda mais intensa, tendo o índice reduzido a apenas 7,65%. A tendência de queda foi mantida nos anos seguintes, fechando o período a 6,96%.

Quanto ao nível de desemprego, a evolução de sua taxa no BRICS está expressos no Gráfico 8, abaixo.

Gráfico 8 - Taxa de desemprego no BRICS, percentual da força de trabalho modelado segundo estimativa OIT, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Nota: África do Sul no eixo secundário (à direita).

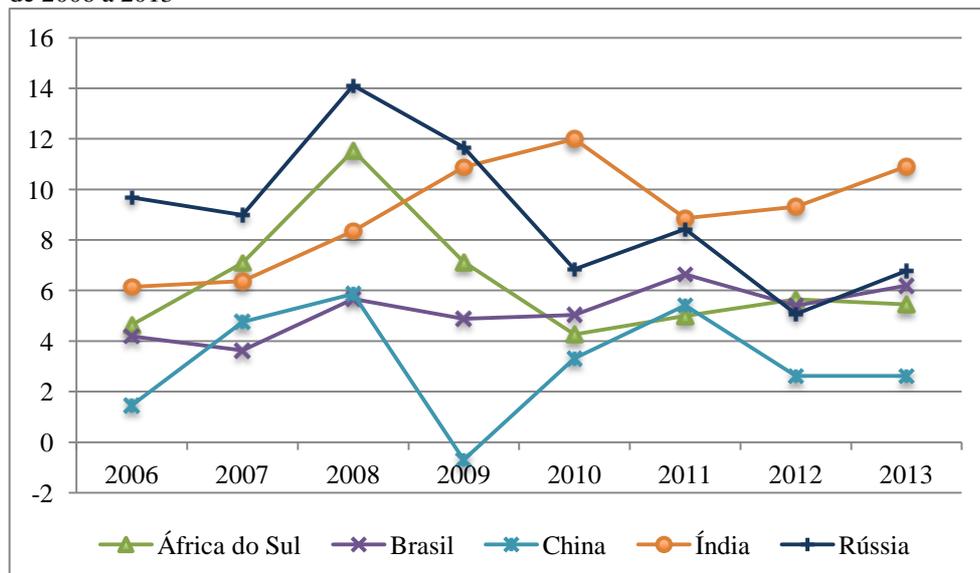
Pode-se observar no gráfico que a taxa de desemprego sofreu variações mais significativas na África do Sul, no Brasil e na Rússia. A taxa sul-africana caiu levemente entre

2006 (22,6%) e 2007 (22,3%), para, em 2008, iniciar trajetória ascendente, que se manteve até 2012, quando a taxa foi de 25%. No ano seguinte, voltou a contrair, registrando-se um nível de desemprego de 24,6%. Também o nível de desemprego brasileiro iniciou o período com queda, passando de uma taxa de 8,4%, em 2006, para 7,1% em 2008. No ano seguinte, atingiu o pico do período: 8,3%. Em 2010, retomou trajetória descendente, chegando ao valor mais baixo do período em 2012, e elevando suavemente para 6,5% em 2013. A taxa de desemprego na Rússia seguiu trajetória semelhante à brasileira. Após uma redução inicial, atingiu em 2009 o valor mais alto ao longo do período considerado (8,3%). Houve contração no índice de 2010 a 2012, apresentando em 2013 taxa igual à do ano anterior, de 5,5%.

A taxa de desemprego na Índia teve trajetória oscilante, porém com menor amplitude. Após diminuir de 4,3% (2006) para 3,7% (2007), subiu para 4,1% em 2008 e voltou a cair nos dois anos seguintes, mantendo-se praticamente estabilizada até o final do período, quando apresentou índice de 3,6%. Na China, também, a variação foi de amplitude relativamente pequena. A taxa de desemprego chinesa esteve acima de 4% em 2006 e 2008, atingindo valor mínimo de 3,5% em 2010 e 2011, fechando o período em 3,6%.

O Gráfico 9, abaixo, é o último desta primeira subseção e representa a evolução da taxa de inflação no BRICS.

Gráfico 9 - Taxa de inflação no BRICS, preços ao consumidor, variação percentual anual, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Observa-se que os preços ao consumidor oscilaram significativamente em todos os países ao longo do período analisado, com destaque especial para as quedas acentuadas após

2008 na África do Sul, na China e na Rússia, sugerindo a ocorrência de um desequilíbrio entre oferta e demanda nestes países a partir da CFG. A África do Sul, por sua vez, apresentava uma tendência de crescimento na taxa de inflação até 2008, quando este indicador atingiu o pico de 11,54%. No ano seguinte, a taxa foi sensivelmente menor, alcançando o valor mais baixo em 2010, de 4,26%. Em seguida, o índice voltou a subir por dois anos consecutivos, finalizando o período com valor de 5,45%.

Também a China vinha com taxas crescentes de inflação, até o ano de 2009, quando o indicador apresentou valor negativo, com expressiva redução de 5,86% (2008) para -0,7%. Já em 2010 houve a retomada do crescimento dos preços ao consumidor, com uma taxa de 3,31%. Esta taxa manteve-se em crescimento em 2011, porém voltou a perder força em 2012, permanecendo em 2013 em nível muito próximo ao do anterior, na ordem de 2,63%. A Rússia, por seu turno, teve seu índice de inflação reduzido de 2006 para 2007, mas aumentado expressivamente em 2008, quando alcançou o valor de 14,11%, o mais alto no período. Em 2009, a taxa voltou a cair, movimento que se repetiu no ano seguinte, quando foi de 6,84%. Em 2011 houve novo aumento da taxa de inflação, seguido de uma queda em 2012 e outra elevação em 2013, fechando o período com valor de 6,78%.

No Brasil, as variações na taxa de inflação foram, comparativamente, de menor amplitude. Entre 2007 e 2010, houve quedas e elevações alternadas no índice, com o maior diferencial ocorrendo entre 2007 (3,64%) e 2008 (5,66%). Em 2011, a taxa de inflação atingiu o valor máximo para o período, de 6,64%, contraindo-se no ano seguinte e voltando a subir em 2013, quando foi de 6,2%. A Índia, por fim, apresentou trajetória de inflação diferente dos demais países. De 2006 a 2010, as taxas tiveram valores crescentes, variando de 6,15% a 11,99%. Apenas em 2011 o índice foi menor que o ano precedente, na ordem de 8,86%. Nos dois anos seguintes a taxa voltou a ser crescente, alcançando o valor de 10,91% ao final do período considerado. Isto sugere que os mercados domésticos brasileiro e indiano sofreram relativamente menor impacto da CFG, em comparação aos demais BRICS.

Analisadas estas variáveis individualmente, passa-se ao exame de seu conjunto no Quadro 9, abaixo.

Quadro 9 - Quadro-resumo do comportamento do PIB, da produção industrial, da taxa de desemprego e da taxa de inflação do BRICS, de 2009 a 2013, em relação ao ano anterior e a 2008

Variável		PIB		Produção industrial		Taxa de Desemprego		Inflação	
País	Ano	Ano anterior	2008	Ano anterior	2008	Ano anterior	2008	Ano anterior	2008
África do Sul	2009	-	-	-	-	+	+	-	-
	2010	+	-	-	-	+	+	-	-
	2011	+	+	-	-	=	+	+	-
	2012	-	-	-	-	+	+	+	-
	2013	-	-	+	-	-	+	-	-
Brasil	2009	-	-	-	-	+	+	-	-
	2010	+	+	-	-	-	+	+	-
	2011	-	-	-	-	-	-	+	+
	2012	-	-	-	-	-	-	-	-
	2013	+	-	-	-	+	-	+	+
China	2009	-	-	-	-	=	=	-	-
	2010	+	+	=	-	-	-	+	-
	2011	-	-	-	-	+	-	+	-
	2012	-	-	-	-	+	+	-	-
	2013	=	-	-	-	+	+	-	-
Índia	2009	+	+	-	-	-	-	+	+
	2010	+	+	-	-	-	-	+	+
	2011	-	+	+	+	=	-	-	+
	2012	-	+	=	+	+	-	+	+
	2013	+	+	-	+	=	-	+	+
Rússia	2009	-	-	-	-	+	+	-	-
	2010	+	-	+	-	-	+	-	-
	2011	-	-	-	-	-	-	+	-
	2012	-	-	-	-	-	-	-	-
	2013	-	-	-	-	=	-	+	-

Fonte: elaborado pela autora com dados de IMF, World Economic Outlook Database (2016) e World Bank, World Development Indicators (2016).

Em relação à variação no produto, observa-se que o crescimento do PIB foi inferior ao registrado no ano de 2008 na maioria dos países do BRICS, com exceções pontuais (África do Sul em 2008, Brasil em 2010 e China em 2010). Isto não significa, porém, que o crescimento tenha sido negativo ao longo do período. Retomando os dados apresentados no Gráfico 5, registrou-se taxa negativa de crescimento somente no ano de 2009, auge da crise, e em três países (África do Sul, Brasil e Rússia). A Índia destaca-se novamente como exceção, apresentando taxas de crescimento do PIB superiores à taxa de 2008 ao longo de todo o período analisado, o que pode estar relacionado ao fato de seu crescimento ter sofrido o mais intenso corte ainda em 2008. A exemplo do observado no conjunto de estudos sobre os

programas do FMI, tem-se uma ambiguidade no comportamento da taxa de variação do PIB, sugerindo a complexidade dos fatores determinantes do crescimento econômico.

A produção industrial, por sua vez, apresentou índices inferiores a 2008 ao longo de todo o período na África do Sul, Brasil, China e Rússia, e nos dois primeiros anos na Índia. Neste país, um aumento significativo na produção industrial em 2011 possibilitou a manutenção de níveis superior a 2008 também nos dois anos seguintes, quando o indicador voltou a cair na comparação com o ano imediatamente anterior. Esta preponderante redução da atividade industrial nos países do BRICS poderia contribuir para o aumento do desemprego nestes países, o que não se observou de forma linear. De fato, a taxa de desemprego foi superior à registrada em 2008 de 2009 a 2013 na África do Sul, apesar de o índice ter se mantido estável em 2011 e reduzido em 2013 quando comparado a 2012. Entretanto, nos demais países, observa-se alternância de tendências na taxa de desemprego.

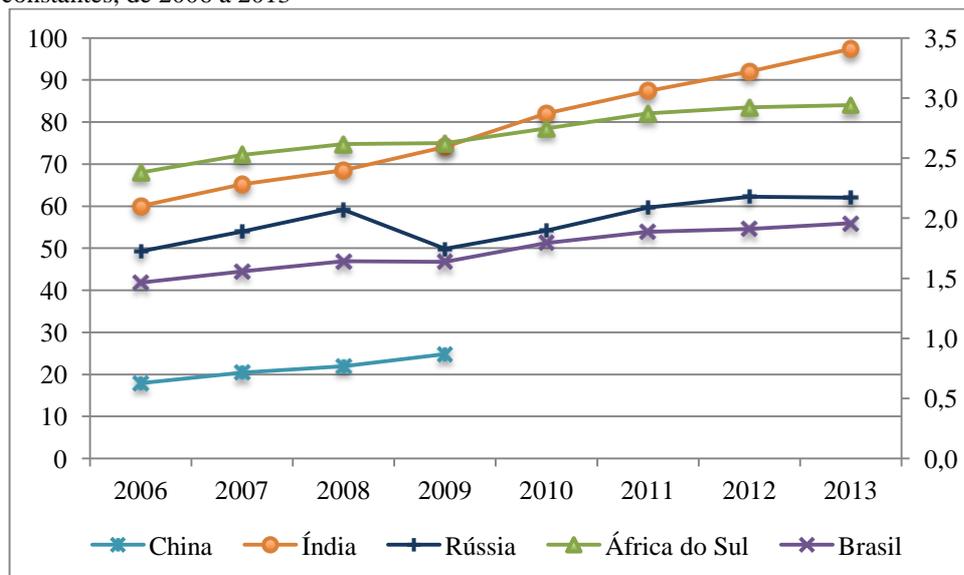
No Brasil, o desemprego esteve acima do nível registrado em 2008 somente nos dois primeiros anos subsequentes à CFG, isto é, a partir de 2011, o país apresentou taxa de desemprego inferior àquela vigente em 2008. O mesmo se aplica à Rússia, que apresentou desemprego superior a 2008 somente em 2009 e 2010, revertendo a relação a partir de então. A China manteve o nível de emprego entre 2008 e 2009, reduzindo a taxa de desemprego comparativamente a 2008 nos dois anos seguintes. Em 2012 e 2013, no entanto, a taxa de desemprego superou a marca de 2008. A Índia, por fim, registrou taxas de desemprego abaixo da vigente em 2008 ao longo de todo o período, muito embora tenham sido registradas variações tanto positivas quanto negativas, além de constâncias, quando o indicador é comparado ao ano imediatamente anterior. A redução do desemprego indiano em relação a 2008 é condizente com o registro de taxas de crescimento do PIB também superiores ao nível de 2008 em todos os anos analisados.

Quanto à taxa de inflação relativa aos preços ao consumidor, verificou-se que, em três países (África do Sul, China e Rússia), o indicador registrado no quinquênio analisado foi inferior ao de 2008. Na Índia, por outro lado, a inflação foi superior à de 2008 ao longo de todo o período. No Brasil, por fim, o indicador não seguiu uma trajetória uniforme: em relação a 2008, foi inferior em 2009, 2010 e 2012, mas superior em 2011 e 2013. Refere-se, ainda, o estudo de Pastor (1987) apresentado no capítulo anterior, em que se identifica como um dos efeitos dos programas do FMI o aumento do índice de inflação, um fator que, apesar de geralmente estar relacionado a um crescimento na atividade econômica, também implica deterioração do poder de compra dos agentes, afetando seu bem-estar.

#### 4.2.2 Indicadores de renda e de desigualdade social

O segundo grupo de variáveis de desempenho analisadas abrange indicadores sobre a renda doméstica e a desigualdade social no BRICS. Assim, o Gráfico 10, abaixo, ilustra o comportamento da renda doméstica bruta do BRICS ao longo do período em análise.

Gráfico 10 - Renda doméstica bruta no BRICS, trilhões de unidades monetárias locais constantes, de 2006 a 2013



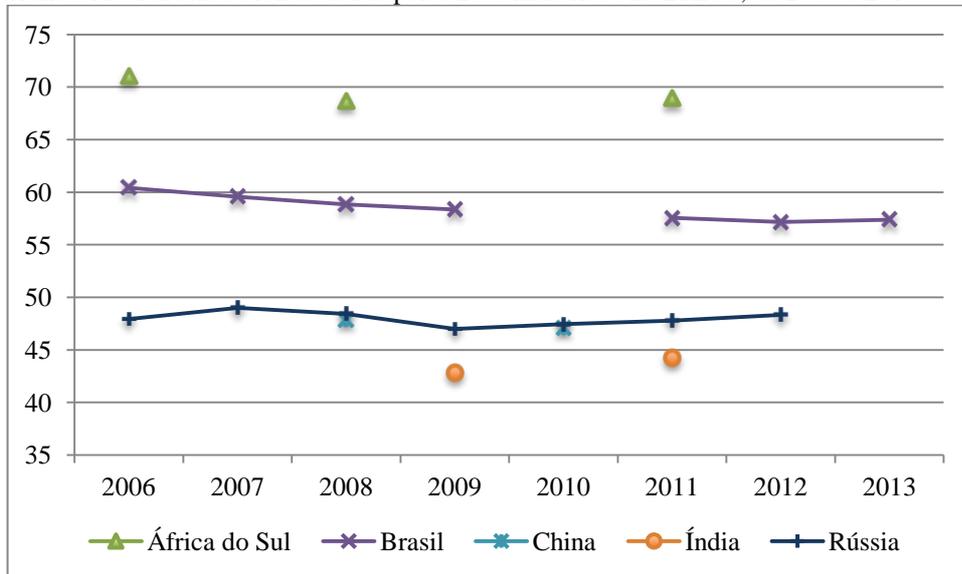
Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Nota: Brasil e África do Sul no eixo secundário (à direita).

Pode-se observar que, em geral, houve um progressivo crescimento da renda doméstica bruta do BRICS. O indicador para a África do Sul sofreu uma leve interferência da CFG em 2009, retomando um ritmo mais acelerado de crescimento no ano seguinte e finalizando o período praticamente estabilizado. No Brasil, a renda doméstica bruta sofreu um pequeno decréscimo em 2009, seguido de um crescimento contínuo, inicialmente mais acelerado. China e Índia mantiveram trajetórias ininterruptas de crescimento da sua renda doméstica, aparentemente sem interferência da CFG, muito embora os dados para China estejam disponíveis somente até o ano de 2009. A Rússia, por seu turno, sofreu impacto mais significativo da CFG em 2009, tendo sua renda doméstica bruta reduzido de RUB 59 trilhões (2008) para RUB 49 trilhões (2009). A partir de 2010, o indicador voltou a crescer, superando os RUB 62 trilhões em 2012 e 2013.

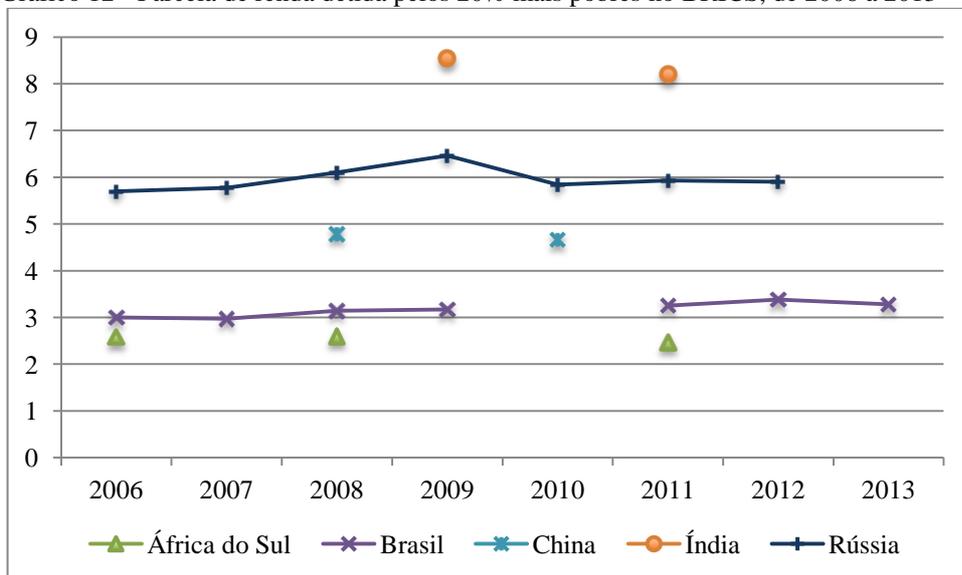
A fim de se verificar como a renda é distribuída entre a população de cada um dos países do BRICS, os Gráficos 11 e 12, abaixo, contêm informações acerca da parcela de renda detida pelas faixas de rendas dos 20% mais ricos e dos 20% mais pobres, respectivamente.

Gráfico 11 - Parcela de renda detida pelos 20% mais ricos no BRICS, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Gráfico 12 - Parcela de renda detida pelos 20% mais pobres no BRICS, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Apesar de a disponibilidade dos dados ser limitada, é possível extraírem-se algumas observações. A parcela da renda detida pelos 20% mais pobres, na África do Sul, permaneceu quase inalterada entre 2006 e 2008, em torno de 2,6%, enquanto que, em 2011, apresentou

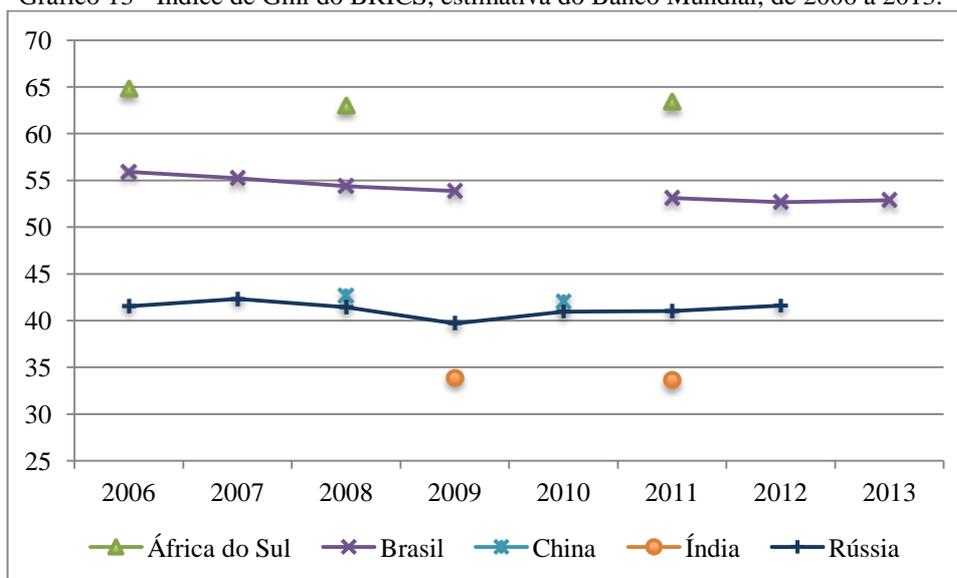
uma leve queda, para 2,47%. No que se refere à parcela da renda de titularidade dos 20% mais ricos, houve uma variação mais ampla. Em 2006, o indicador era de 71,05%, passando para 68,68% em 2008 e 68,94% em 2011, o que sugere que os sul-africanos mais ricos sofreram inicialmente impacto mais significativo da CFG, voltando a recompor parte de sua renda nos anos que se seguiram.

Também a China apresentou pequenas variações em ambos os indicadores entre os anos de 2009 e 2011. Quanto à parcela da renda que cabe aos 20% mais ricos, seu valor reduziu de 47,87% para 47,09%. Já a parcela da renda de titularidade do quintil mais pobre contraiu de 4,78% para 4,67%, sugerindo que houve um pequeno aumento da renda da classe média chinesa. Sobre a Índia, os dados disponíveis sugerem que houve aumento da concentração de renda, pois os o quintil mais rico aumentou sua parcela na renda indiana de 42,82% (2009) para 44,22% (2011) ao mesmo tempo em que a parcela do quintil mais pobre reduziu de 8,54% para 8,2% nestes anos.

Na Brasil, a parcela da renda titulada pelos 20% mais ricos decresceu de 2006 a 2012, correspondendo a 60,43% e 57,18%, respectivamente. Em 2013, houve uma pequena elevação neste valor, que passou para 57,39%. A parcela da renda relativa ao quintil mais pobre também variou relativamente pouco, mantendo-se próxima dos 3% de 2006 a 2009, chegando a 3,38% em 2012, mas recuando para 3,28% no ano seguinte. Na Rússia, por fim, a parcela da renda dos 20% mais ricos aumentou suavemente entre 2006 e 2007 (de 47,94% para 48,99%), passando a ter trajetória descendente em 2008 e 2009, sendo de 46,99% neste ano. O indicador retomou crescimento em 2010 e atingiu, em 2012, a magnitude de 48,33%. A parcela da renda detida pelo quintil mais pobre, por sua vez, vinha aumentando desde 2006 (5,7%) até 2009, quando atingiu patamar de 6,46%. Em 2010, sofreu uma queda para 5,84%, recuperando valor no ano seguinte e fechando o período em 5,9%.

Uma forma alternativa de se analisar os impactos sociais da CFG e das políticas adotadas para seu enfrentamento é a análise do índice de Gini, apresentada no Gráfico 13, abaixo. Conforme se pode observar, uma vez mais se depara com a limitação quanto aos dados disponíveis.

Gráfico 13 - Índice de Gini do BRICS, estimativa do Banco Mundial, de 2006 a 2013.



Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016) e Quandl (exclusivamente para Índia 2011).

Dado que quanto mais alto o valor do índice de Gini, mais desigual é a sociedade a que ele se refere, pode-se verificar que a África do Sul desponta como o mais desigual entre os países do BRICS. Os dados apresentados no gráfico sugerem que a desigualdade no país vinha diminuindo de 2006 (64,79) a 2008 (63,01), voltando a aumentar suavemente em 2011 (63,38). O Brasil apresentou queda constante na sua desigualdade social de 2006 (55,93) a 2009 (53,97) e nos anos de 2011 e 2012 (52,67), apresentando leve alta em 2013 (52,87). A China manteve o índice no patamar de 42 entre 2008 e 2010, tendo apresentado uma pequena redução entre estes anos, de 42,63 para 42,06, respectivamente. Ao índice de Gini indiano replicam-se estas observações: o indicador sofreu uma pequena queda de 33,9, em 2009, para 33,6, em 2011.

O índice de Gini referente à Rússia, por fim, teve um comportamento não linear, aumentando ligeiramente de 2006 para 2007, quando teve valor de 42,33, e diminuindo nos dois anos seguintes – em 2009, o índice foi de 39,69, valor mais baixo no período. Em 2010 retomou trajetória ascendente, atingindo em 2012 o valor de 41,59. Este comportamento é condizente com o já observado para a parcela da renda detida pelo quintil mais rico, e sugere que a CFG tenha impactado sobre o patrimônio deste estrato social.

Isto posto, sintetiza-se, no Quadro 10, o comportamento das variáveis analisadas na presente subseção.

Quadro 10 - Quadro-resumo do comportamento da renda interna, renda do quintil mais rico, renda do quintil mais pobre e índice de Gini do BRICS, de 2009 a 2013, em relação ao ano anterior e a 2008

Variável		Renda interna		Renda quintil mais rico		Renda quintil mais pobre		Índice de Gini	
País	Ano	Ano anterior	2008	Ano anterior	2008	Ano anterior	2008	Ano anterior	2008
África do Sul	2009	+	+						
	2010	+	+						
	2011	+	+		+		-		+
	2012	+	+						
	2013	+	+						
Brasil	2009	=	=	-	-	+	+	-	-
	2010	+	+						
	2011	+	+		-		+		-
	2012	+	+	-	-	+	+	-	-
	2013	+	+	+	-	-	+	+	-
China	2009	+	+						
	2010				-		-		-
	2011								
	2012								
	2013								
Índia	2009	+	+						
	2010	+	+						
	2011	+	+	+		-			-
	2012	+	+						
	2013	+	+						
Rússia	2009	-	-	-	-	+	+	-	-
	2010	+	-	+	-	-	-	+	-
	2011	+	+	+	-	+	-	+	-
	2012	+	+	+	-	-	-	+	+
	2013	-	+						

Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Conforme se observa, a questão da disponibilidade de dados limita a análise sobre a renda, principalmente no que se refere aos aspectos distributivos. Apesar disto, verificam-se resultados positivos para a renda interna em diversos países e momentos. Na África do Sul e na Índia, a renda interna foi crescente ao longo do quinquênio, sendo superior a 2008 durante todo o período. No Brasil, este indicador permaneceu constante em 2009, apresentando trajetória positiva a partir de então e mantendo-se acima do nível registrado em 2008 nos quatro anos finais. Para a China, a limitação quanto à disponibilidade de dados permite avaliar somente que a renda interna chinesa foi superior em 2009 quando comparada ao índice de 2008. A Rússia, por sua vez, registrou renda interna inferior a 2008 nos anos de 2009 e 2010, e superior nos três anos seguintes. Os dados relativos à renda interna do BRICS sugerem, portanto, um impacto bastante limitado sobre essa variável no período de 2009 a 2013. Em

que medida esse comportamento reflete as medidas de política adotadas (e apresentadas no quadro anterior), é uma questão que necessita de pesquisa econométrica mais aprofundada.

Sobre a parcela da renda de titularidade do quintil mais rico, observa-se um aumento em relação a 2008 tão-somente no ano de 2011 na África do Sul. As demais comparações indicam redução, relativamente a 2008, da renda detida pelos 20% mais ricos no Brasil, na China e na Rússia. Para a Índia não foi possível estabelecer uma relação, dada a existência de dados apenas para 2009 e 2011, os quais indicaram um aumento da renda do quintil mais rico de um ano para o outro.

No que se refere ao outro extremo das faixas de renda, o quintil mais pobre, sua parcela de renda foi reduzida, comparativamente a 2008, na África do Sul (2011), na China (2010) e na Rússia (2010 a 2012). Na Índia houve também uma redução, quando se comparara 2011 a 2009. Por outro lado, na Rússia em 2009 e no Brasil (todos os anos para os quais há dados), a parcela da renda atribuída ao quintil mais pobre foi superior à registrada em 2008.

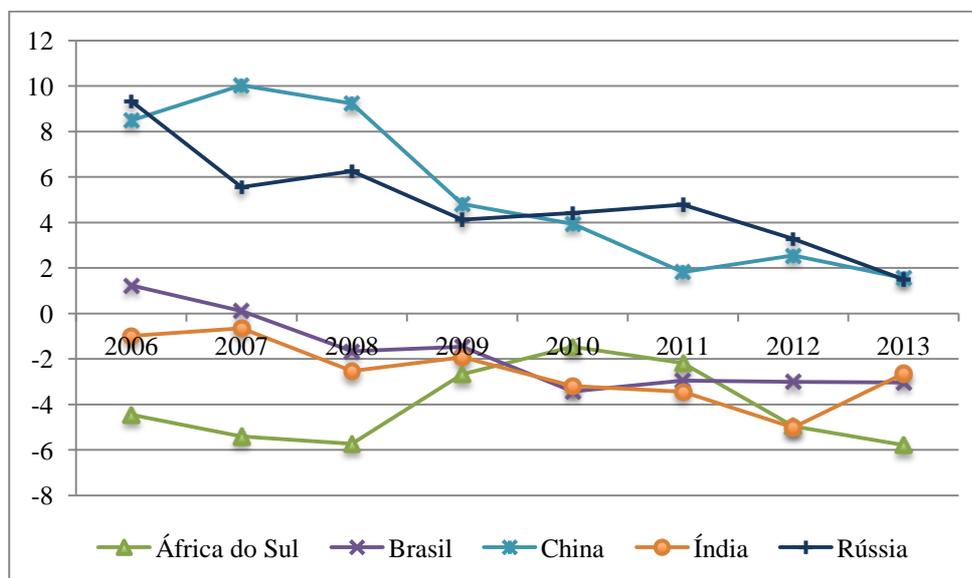
Por fim, o índice de Gini, que sintetiza informações e expressa a desigualdade de determinado país, foi superior ao de 2008 somente na África do Sul (2011) e na Rússia (2012). Brasil, China e Índia tiveram seus índices diminuídos, quando comparados a 2008, sugerindo uma redução na desigualdade social nestes países. Cumpre lembrar, porém, que as mudanças ocorridas no índice de Gini no BRICS foram decimais, sendo o Brasil o único a ter uma variação mais significativa, conforme Gráfico 13, acima. Ainda assim, os resultados expressos no Quadro 10 sugerem impactos sobre a distribuição da renda menos negativos do que aqueles encontrados nos estudos sobre os programas do FMI, dois terços dos quais apontam para uma redução da parcela da renda do trabalho na renda nacional (conforme Quadro 6, capítulo anterior).

### **2.2.3 Indicadores do setor externo**

A presente subseção é dedicada às variáveis relativas ao setor externo da economia do BRICS, abrangendo dois dos componentes do balanço de pagamentos – conta corrente e conta capital – e o fluxo de investimento direto estrangeiro. O Gráfico 14, abaixo, ilustra o comportamento do saldo em conta corrente do BRICS. Destacam-se no gráfico a deterioração das contas chinesa e russa e a intensa oscilação no saldo sul-africano. Quanto a este último, observa-se que, no período que antecedeu a CFG, o saldo em conta corrente vinha com uma tendência de aprofundamento do seu resultado negativo. De 2008 para 2009, houve uma significativa melhoria, tendo o déficit passado de -5,72% para -2,67% do PIB,

respectivamente. O ano de 2010 foi o de melhor resultado, com déficit de -1,46% do PIB. Já a partir do ano seguinte houve uma retomada da tendência negativa, de modo que, em 2013, o saldo atingiu o déficit mais profundo de todo o período, -5,79% do PIB.

Gráfico 14 - Saldo em conta corrente no BRICS, percentual do PIB, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

A China, por sua vez, apresentou melhoria no saldo em conta corrente entre 2006 e 2007. Este iniciou uma trajetória de deterioração em 2008, que foi intensificada em 2009 e permaneceu, ainda que um pouco mais suave, por mais dois anos. Para ilustrar esse movimento, destaca-se que, às vésperas da crise, em 2007, o saldo chinês registrou expressivo superávit de 10,02% do PIB. Em 2009, este valor caiu para 4,12% do PIB, e atingiu, em 2011, o valor de 1,82% do PIB. No ano de 2012 houve uma pequena melhora no saldo em conta corrente, seguido por uma nova queda, de forma que, ao final do período, o superávit chinês foi de apenas 1,56% do PIB. A Rússia, por outro lado, apresentou uma queda significativa no superávit de conta corrente já entre os anos de 2006 e 2007, passando de 9,33% do PIB para 5,55% do PIB. O valor apresentou melhora em 2008, voltando a cair no ano seguinte, quando foi de 4,12% do PIB. Em 2010 e 2011, o saldo em conta corrente russo exibiu melhoria gradual, deteriorando-se significativamente nos dois anos seguintes e fechando o período com superávit de 1,50% do PIB.

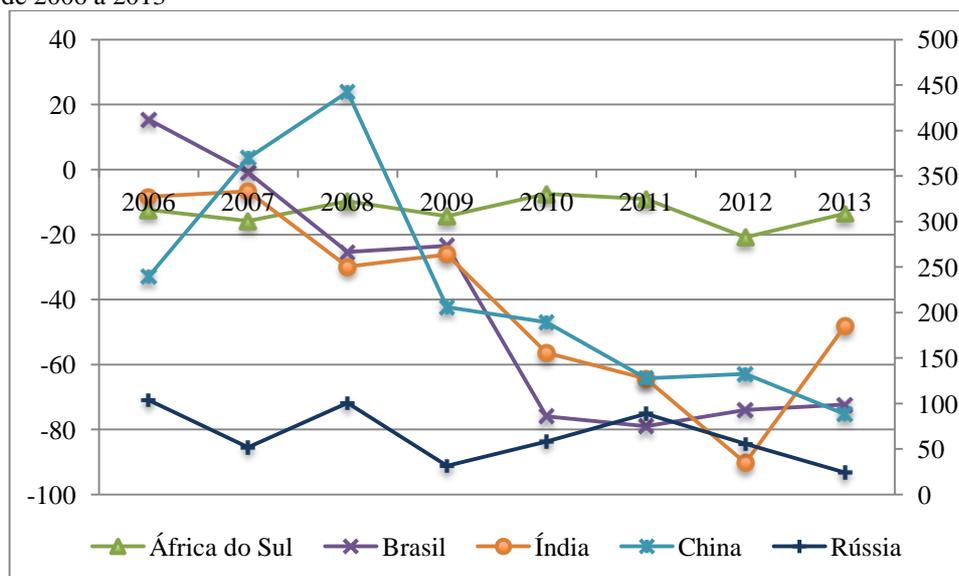
A expressiva contração no superávit de conta corrente tanto chinês quanto russo sugere que o comércio destes países sofreu impacto mais profundo da CFG em comparação aos demais BRICS, o que condiz com a composição de suas pautas de exportação. Conforme

dados da Organização Mundial do Comércio, a decomposição setorial da exportação destes países indica que 94% do total exportado pela China são manufaturados, sendo o principal destinatário os EUA, e 70,3% do total exportado pela Rússia são combustíveis e produtos minerais, sendo a União Europeia o principal comprador (WTO, 2015).

Quanto ao Brasil, este vinha apresentando, previamente à CFG, superávits históricos no saldo em conta corrente. Tais resultados, no entanto, já apresentavam tendência de redução. A partir da CFG, o indicador brasileiro voltou a ser deficitário, tendo este déficit se aprofundado até 2010, quando atingiu valor de -3,43. No ano seguinte, o saldo em conta corrente apresentou melhoria, voltando a intensificar o déficit nos anos seguintes e fechando o período em -3,03% do PIB. O saldo em conta corrente indiano, por fim, oscilou alternando anos de redução e de aprofundamento do seu déficit. Apesar da oscilação, de modo geral, o saldo seguiu uma tendência de deterioração entre 2006 e 2012. Em 2006, por exemplo, o déficit foi de -0,98% do PIB. Dois anos depois, passou para -2,53% do PIB e, em 2010, para -3,19% do PIB. O déficit mais profundo foi registrado em 2012, chegando a -5,01% do PIB. No ano seguinte, apresentou significativa melhora, finalizando o período com um resultado de -2,64% do PIB.

A próxima variável analisada na presente subseção é a conta financeira líquida, cujas informações estão apresentadas no Gráfico 15, abaixo. Destaca-se, neste, que a África do Sul apresentou resultado de conta financeira com comportamento não linear e relativamente baixa amplitude de oscilação. Os demais BRICS apresentaram oscilações mais amplas, tendo a conta russa seguido comportamento não linear, enquanto que Brasil, China e Índia apresentam tendência majoritariamente declinante.

Gráfico 15 - Conta financeira líquida do BRICS, bilhões de dólares americanos correntes, de 2006 a 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Nota: China e Rússia no eixo secundário (à direita).

Conforme apresentado acima, a conta financeira líquida sul-africana apresentou oscilação com amplitude inferior aos demais BRICS. Iniciou o período com déficit superior a US\$ 12 bilhões, ampliado para mais de US\$ 15 bilhões no ano seguinte, indicando um aumento na entrada líquida de recursos no país. Após uma contração em 2008, quando se aproximou dos US\$ 10 bilhões, o déficit voltou a se aprofundar para mais de US\$ 14 bilhões. O ano de 2010 foi o de déficit menos expressivo, de US\$ 7,5 bilhões. Em seguida, houve nova ampliação da entrada líquida de capitais, tendo a conta financeira sul-africana fechado com saldo negativo de mais de US\$ 20,8 bilhões em 2012, e terminado o período com déficit de US\$ 13,5 bilhões.

A Rússia também apresentou conta financeira líquida com decréscimos e acréscimos alternados, tendo se mantido superavitária ao longo de todo o período analisado, representando uma saída líquida de recursos. Em 2006, o superávit foi de cerca de US\$ 103 bilhões, reduzindo-se à metade do ano seguinte e voltando ao patamar de US\$ 100 bilhões em 2008. Em 2009, sofreu novamente uma expressiva redução, atingindo US\$ 31,5 bilhões. Os dois anos seguintes foram de elevação mais lenta, de modo que o resultado líquido foi de US\$ 88,7 bilhões em 2011. A partir de então, houve novo declínio, de forma que o superávit em 2013 foi de US\$ 24 bilhões, o mais baixo do período considerado.

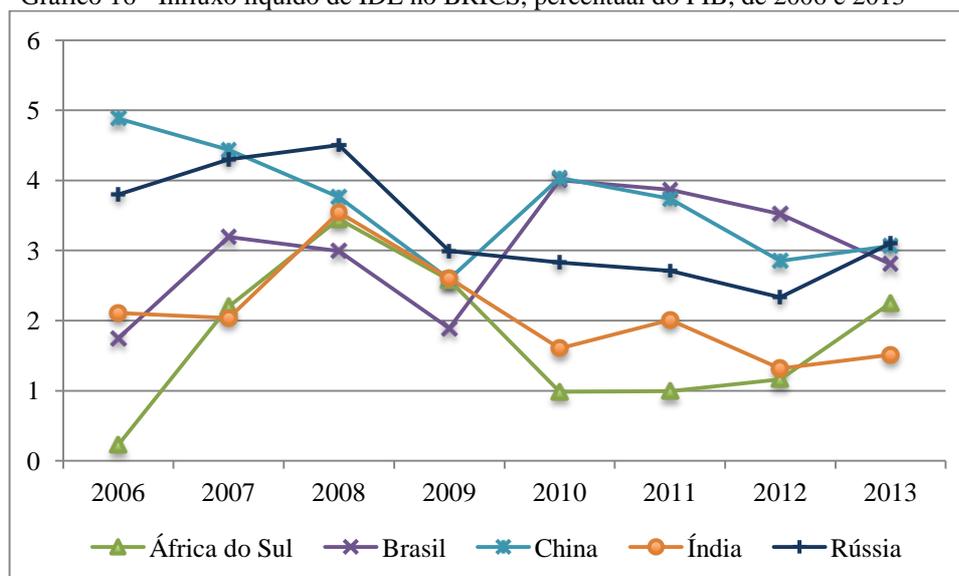
A conta financeira líquida chinesa, por sua vez, vinha apresentando tendência de aumento na saída líquida de recursos até o advento da CFG: entre 2006 e 2008, o superávit

passou de quase US\$ 240 bilhões para mais de US\$ 442 bilhões. Em 2009, no entanto, o resultado chinês sofreu expressiva redução, caindo para US\$ 205 bilhões. A tendência de contração do superávit se manteve até o fim do período analisado, porém com menor intensidade. Assim, em 2011, o superávit da conta financeira da China foi de US\$ 127,7 bilhões e, em 2013, de pouco mais de US\$ 88 bilhões.

No caso do Brasil, a conta financeira líquida seguiu tendência decrescente ao longo de grande parte do período em análise. Ainda antes da CFG registraram-se expressivas alterações neste indicador, que passou de um superávit de mais de US\$ 15 bilhões, em 2006, para um déficit superior a US\$ 25 bilhões, em 2008. No ano seguinte, este déficit diminuiu suavemente, voltando a se intensificar significativamente em 2010, quando ultrapassou os US\$ 75 bilhões. Em 2011, aproximou-se dos US\$ 80 bilhões, invertendo a tendência de aprofundamento nos dois anos finais, quando a conta financeira líquida brasileira apresentou déficits próximos a US\$ 74 bilhões e US\$ 72 bilhões, respectivamente. Também a conta financeira líquida da Índia sofreu significativas alterações com a CFG: a entrada líquida de capitais de US\$ 6,7 bilhões, em 2007, passou para expressivos US\$ 29,8 bilhões em 2008. Em 2009, houve uma pequena redução nesta entrada, que retomou a tendência de aumento nos anos seguintes, de forma que o déficit ultrapassou os US\$ 56 bilhões, em 2010, e atingiu US\$ 90 bilhões, em 2012. No ano seguinte, houve nova inversão de tendência, sendo o déficit reduzido a US\$ 48 bilhões.

Em suma, o Gráfico 15 evidencia um profundo impacto da CFG na conta financeira líquida da maioria dos países do BRICS, sugerindo a importante presença do capital internacional nestes países. O Gráfico 16, abaixo, complementa esta análise ao refletir, dentro da conta financeira líquida, o movimento observado nos fluxos de IDE no BRICS.

Gráfico 16 - Influxo líquido de IDE no BRICS, percentual do PIB, de 2006 e 2013



Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Observa-se no gráfico uma ampla variedade de tendências distintas quanto ao influxo líquido de IDE, havendo um ponto de confluência em 2009. A África do Sul vinha apresentando expressivo aumento na entrada de IDE, que passou de 0,23% do PIB em 2006 para 3,45% do PIB em 2008. Esta tendência foi invertida a partir da CFG, de forma que, já em 2009, houve uma redução do ingresso de IDE para 2,58% do PIB. Nos três anos seguintes, o influxo de IDE permaneceu em torno de 1% de PIB, voltando a apresentar um crescimento significativo em 2013, quando foi de 2,25% do PIB. Outro país cujo influxo de IDE foi fortemente afetado pela CFG é a Índia. O aumento de 2,04% do PIB (2006) para 3,55% do PIB (2008) foi revertido nos anos seguintes: em 2009 a entrada de IDE foi de 2,6% do PIB, atingindo o nível de 1,6% do PIB no ano seguinte. Em 2011 houve um pequeno aumento neste indicador, seguido por nova redução, em 2012, quando se registrou o menor ingresso de IDE proporcional ao PIB no período (1,3% do PIB). Em 2013, o influxo de IDE foi de apenas 1,5% do PIB, abaixo dos níveis registrados antes da CFG.

Também a Rússia sofreu impacto expressivo e prolongado da CFG sobre a entrada de IDE no país. O influxo deste tipo de investimento vinha crescendo entre 2006 e 2008, ano em que se registrou o maior índice para o período, 4,5% do PIB. Em 2009, esta relação foi reduzida a 2,99% do PIB, o que representa uma redução de mais de 66%. A tendência de queda se manteve nos três anos seguintes, ainda que menos acentuada, de modo que o menor índice do período foi registrado em 2012, no valor de 2,33% do PIB. No ano seguinte o influxo de IDE voltou a crescer, fechando o período em 3,1% do PIB, abaixo dos níveis pré-

CFG. O Brasil, por sua vez, registrou trajetória diferenciada na entrada de IDE ao longo do período. Após um forte crescimento inicial, de 1,75% (2006) para 3,19% do PIB (2007), o influxo líquido de IDE apresentou queda já em 2008, sendo esta aprofundada no ano seguinte, quando o índice foi de 1,89% do PIB – acima do observado em 2006, mas inferior a 2007. Em 2010, é sugerida uma importante recuperação da atratividade brasileira, através do ingresso de IDE de 4% do PIB, valor mais alto de todo o período e mais que o dobro do observado no ano anterior. A partir de 2011, no entanto, as proporções registradas seguiram tendência de queda, especialmente no último ano, quando o influxo de IDE foi de 2,81% do PIB – índice que, apesar de inferior ao de períodos imediatamente anteriores, é superior ao observado no começo do período e em 2008, ano de início da CFG.

A China, diferentemente dos demais BRICS, já vinha apresentando significativas reduções no influxo líquido de IDE: entre 2006 e 2008, a proporção de 4,88% do PIB passou a 3,76% do PIB. No ano seguinte, registrou-se a menor entrada de IDE no país durante o período considerado: 2,59% do PIB. Em 2010, de forma semelhante ao ocorrido no Brasil e diferente dos demais países, a China pareceu recuperar a sua atratividade, recebendo IDE na proporção de 4,04% do PIB (valor 155% maior que o registrado no ano anterior). Nos dois anos seguintes, entretanto, este indicador voltou a cair, subindo levemente em 2013, encerrando o período pouco acima de 3% do PIB.

A exemplo das subseções anteriores, este grupo de variáveis é sintetizado no Quadro 11, abaixo.

Quadro 11 - Quadro-resumo do comportamento do saldo em conta corrente, conta financeira e influxo de IDE no BRICS, de 2009 a 2013, em relação ao ano anterior e a 2008

Variável		Conta corrente		Conta financeira		Influxo de IDE	
País	Ano	Ano anterior	2008	Ano anterior	2008	Ano anterior	2008
África do Sul	2009	+	+	-	-	-	-
	2010	+	+	+	+	-	-
	2011	-	+	-	+	+	-
	2012	-	+	-	-	+	-
	2013	-	-	+	-	+	-
Brasil	2009	+	+	+	+	-	-
	2010	-	-	-	-	+	+
	2011	+	-	-	-	-	+
	2012	-	-	+	-	-	+
	2013	-	-	+	-	-	-
China	2009	-	-	-	-	-	-
	2010	-	-	-	-	+	+
	2011	-	-	-	-	-	-
	2012	+	-	+	-	-	-
	2013	-	-	-	-	+	-
Índia	2009	+	+	+	+	-	-
	2010	-	-	-	-	-	-
	2011	-	-	-	-	+	-
	2012	-	-	-	-	-	-
	2013	+	-	+	-	+	-
Rússia	2009	-	-	-	-	-	-
	2010	+	-	+	-	-	-
	2011	+	-	+	-	-	-
	2012	-	-	-	-	-	-
	2013	-	-	-	-	+	-

Fonte: elaborado pela autora com dados de World Bank, World Development Indicators (2016).

Quanto aos dois componentes do balanço de pagamentos, cumpre observar que os sinais positivo e negativo não indicam déficit ou superávit, e sim um aumento ou uma redução no resultado, sendo que um aumento, por exemplo, pode expressar tanto um superávit mais elevado quanto um déficit menos expressivo. Isto posto, percebe-se no quadro uma preponderante deterioração da conta corrente do BRICS, tendo seu resultado sido superior ao obtido em 2008 somente na África do Sul (2009 a 2012), Brasil (2009) e Índia (2009). O resultado da conta financeira do BRICS, a exemplo da conta corrente, também apresentou preponderantemente movimentos de deterioração, excetuados por contrações na África do Sul (2010 e 2011), Brasil (2009) e Índia (2009).

Por fim, no que se refere ao IDE, observa-se uma redução de influxo líquido como proporção do PIB em todos os países-membros do BRICS no ano de 2009. Os primeiros países a inverterem esta tendência foram Brasil e China, em 2010. Apesar disto, em 2011 estes países voltaram a apresentar indicadores inferiores ao ano anterior, tendência que se manteve nos anos seguintes. Mesmo com a redução no influxo de IDE, o Brasil manteve níveis superiores a 2008 até 2012. A China, por outro lado, registrou níveis abaixo do de 2008 já a partir de 2011, não sendo a recuperação observada em 2013 suficiente para superá-lo. A África do Sul e a Índia foram os próximos países a apresentar sinais de recuperação na atratividade de IDE, apresentando uma tendência de aumento de seu influxo no ano de 2011. Esta tendência, entretanto, não foi suficiente para elevar os índices do período a níveis acima daquele registrado em 2008. A entrada de IDE na Rússia, por sua vez, foi superior ao ano precedente apenas em 2013, de modo que este país, a exemplo do ocorrido na África do Sul e na Índia, também registrou índices abaixo do nível de 2008 ao longo de todo o período.

A análise apresentada acima possibilitou a observação do comportamento de indicadores socioeconômicos do BRICS relativos a aspectos produtivos, sociais, distributivos e de fluxos internacionais. Alguns dos elementos apresentados merecem destaque. O primeiro, a questão do crescimento econômico em um contexto de crise. O exame do BRICS não resultou na identificação de uma tendência consistente e uniforme de aumento ou redução da taxa de crescimento do PIB no período analisado. De forma semelhante, também os estudos acerca dos programas do FMI apresentam resultados distintos no que se refere ao impacto de tais programas sobre o crescimento econômico, muito embora tenha sido identificado um número maior de estudos que relacionam os programas do fundo a efeitos negativos sobre este indicador. Entende-se, pois, que a relação entre episódios de crise, política econômica e crescimento da economia precisa ser analisada com maior profundidade e nível de detalhamento, a fim de se esmiuçar sua complexa natureza.

Um segundo elemento a ser destacado diz respeito a questões distributivas. Enquanto que, nos estudos sobre o FMI, foi sugerida uma relação entre os programas do Fundo e uma redução da participação dos salários na renda, o exame dos indicadores do BRICS sugerem a existência de menores impactos distributivos no contexto da CFG, dado o preponderante aumento do nível de renda interna e majoritária redução no índice de Gini dos países do grupo – embora seja preciso destacar que as variáveis analisadas consistem em metodologias diferentes de medir a distribuição de renda, o que impede uma comparação perfeita. Refere-se, ainda, o fato de programas do FMI terem sido relacionados a aumento nas taxas de inflação, algo que foi observado na apenas Índia e em dois momentos no Brasil, tendo o

indicador apresentado preponderantemente tendência de queda – o que preserva o poder de compra dos salários.

Outro ponto de destaque é o aspecto externo. Nesse sentido, a melhora no balanço de pagamentos foi identificada como um dos principais objetivos dos programas do FMI. No contexto da CFG, a manutenção da atratividade das economias do BRICS, representada nos inúmeros resultados negativos no saldo em conta financeira e no aumento do volume de reservas internacionais, sugere a possibilidade de melhoria das contas externas mesmo sem o envolvimento do Fundo através de arranjos. O acúmulo de reservas internacionais sugere, ainda, que a CFG não foi acompanhada, no BRICS, por uma crise cambial que demandasse a utilização intensiva das reservas pelos respectivos governos, indicando mais um ponto positivo alcançado autonomamente pelo países do grupo – lembrando que a redução do risco de crise cambial é tido como um dos efeitos positivos dos programas do FMI. Por fim, após a queda geral no influxo de IDE observada em 2009, os países do BRICS conseguiram, com intensidades distintas, manter a atração de IDE. O Brasil e a China, inclusive, registraram momentos em que tal influxo foi superior ao nível de 2008. Uma análise quantitativa quanto à decomposição em efeitos de fatores externos e de políticas domésticas foge ao escopo do presente estudo, mas certamente resultaria em um dado interessante de ser comparado ao efeito negativo dos programas do FMI sobre este indicador apresentado no capítulo anterior.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho foi desenvolvido tendo por ponto de partida a CFG que abalou a economia mundial a partir de 2008, irradiada a partir da economia estadunidense. Buscou-se, portanto, ilustrar as consequências deste fenômeno através do exame dos principais fatores desencadeadores e dos aspectos fundamentais desta CFG, com destaque para os mecanismos de sua propagação para as economias emergentes. Tendo em vista a centralidade do FMI na ordem financeira internacional e seu destacado recente papel na administração de episódios de crise internacional, fez-se levantamento dos conselhos elaborados pelo Fundo diante da CFG. A partir disto, verificaram-se evidências de mudanças no entendimento do FMI, corroborados pelo estudo recente publicado pelo próprio Fundo que questiona alguns aspectos da agenda liberal que embasa sua atuação. Como uma das principais evidências de mudanças, destaca-se a maior atenção conferida pelo FMI às condições domésticas das economias emergentes no momento da crise, resultantes em duas linhas distintas de aconselhamento. Uma delas, voltada para as economias com indicadores macroeconômicos positivos, aproxima-se das recomendações do Fundo destinadas a economias avançadas, compreendendo relaxamento da política monetária e estímulo fiscal, enquanto a segunda linha manteve a tradicional prescrição de políticas monetária e fiscal restritivas. Os citados indícios de mudanças, ainda que parciais, levantaram, por sua vez, a questão de como vinha sendo a atuação do FMI até então, ao passo que a manutenção de recomendações tradicionais sugere que, tivessem os países do BRICS recorrido a programas do Fundo para enfrentamento da CFG, as especificidades desta crise não necessariamente implicariam em medidas completamente diferentes daquelas recomendadas pelo FMI em episódios de crise anteriores.

Assim, no Capítulo 3, apresentou-se uma análise histórico-institucional do Fundo. Para isso, remontou-se às suas origens e seus objetivos, verificando-se sua passagem de organismo de assistência mútua para intermediário financeiro. Foram descritas, também, as políticas comumente recomendadas em um típico programa do FMI, como restrição do gasto governamental, aumento da taxa de juros e aumento da inflação para preços tidos como realísticos. Ademais, foram identificadas, ainda antes da CFG, evidências de possíveis mudanças institucionais, exemplificadas nos acordos e medidas resultas das cúpulas do G20. Na segunda parte do referido capítulo, apresentou-se um levantamento de diversos estudos que examinam os efeitos de programas do FMI sobre variáveis socioeconômicas. Observou-se a identificação de efeitos positivos relacionados a melhorias no balanço de pagamentos e à redução do risco de ocorrência de uma crise cambial. Por outro lado, foram também

identificadas consequências negativas sobre a parcela do salário na composição da renda, a democracia e o Estado de Direito, e o influxo de IDE. Os efeitos dos programas do Fundo sobre o crescimento gerarem debate na literatura, podendo ser ambíguos, neutros, positivos ou, mais frequentemente, negativos.

Por fim, analisou-se, no Capítulo 4, especificamente os países do BRICS diante da CFG, identificando-se suas opções de política econômica e avaliando-se o desempenho de diversas variáveis socioeconômicas. Pode-se verificar, assim, que, em geral, as medidas adotadas pelos países-membros do BRICS, individualmente considerados, foram mais próximas dos conselhos não-tradicionais do Fundo, sugerindo que há espaço para o enfrentamento de crises por caminhos distintos daqueles tradicionalmente sugeridos pelo FMI. O exame quanto ao desempenho da economia do BRICS no quinquênio subsequente à CFG aponta para um desempenho mais satisfatório quanto à distribuição pessoal da renda e à manutenção do poder de compra dos salários em relação aos resultados atribuídos aos programas do FMI – acompanhado, ainda, de indicadores positivos nas contas externas, resultantes no aumento das reservas internacionais do BRICS no período. Estas observações sugerem a possibilidade de se enfrentar episódios de crise sem, necessariamente, aumentar a taxa de desemprego e a desigualdade de renda, sendo possível, inclusive, o aumento da renda interna e das reservas internacionais apesar do contexto adverso.

Ao longo destes três capítulos, portanto, acredita-se ter respondido às questões de pesquisa apresentadas na introdução, referentes à forma como os países-membros do BRICS reagiram ao advento da CFG, à comparação entre as medidas adotadas por este grupo de países e aquelas preconizadas pelo FMI como principal instituição financeira internacional, e às consequências de tais medidas sobre variáveis socioeconômicas. No que se refere às hipóteses de pesquisa relacionadas a estas questões, conclui-se pela existência de indícios que corroboram a hipótese de que as medidas implementadas pelos países do BRICS apresentam significativa margem de diferenciação em relação às orientações tradicionais propugnadas pelo FMI, indicando a existência de espaço para políticas nacionais e para busca por soluções conjuntas no enfrentamento de crises. Conclui-se, também, que o aproveitamento deste grau de liberdade pode resultar em consequências distintas daquelas relacionadas aos programas tradicionais do FMI, e que tais consequências podem ser positivas, como o menor impacto distributivo durante um episódio de crise.

Diante do exposto, entende-se que o desempenho do BRICS diante da CFG constitui um importante precedente de enfrentamento de crise com mais autonomia e menor custo social – digno, portanto, de ser mais ampla e profundamente debatido na literatura. Ademais,

avaliam-se como positivos os indícios de mudanças do FMI, especialmente quanto à flexibilização das recomendações tradicionais no enfrentamento de crises e o questionamento quanto aos reais benefícios de algumas das políticas liberais. Entretanto, mantém-se certo ceticismo em relação a uma efetiva mudança no Fundo, dada a manutenção das prescrições tradicionais em reação à CFG para países cujas condições domésticas eram entendidas como propensas a desencadear uma crise interna. Entende-se que, com isso, o Fundo emitiu sinais também de continuidade. Observa-se, ainda, que as mudanças institucionais realizadas não foram suficientes para uma verdadeira democratização do FMI, que segue controlado pelas economias avançadas – estando, portanto, permeável a seus interesses.

Passada a euforia inicial diante da CFG, quando se voltou a questionar a continuidade da ordem econômica e financeira centrada nos EUA e no dólar, acreditando-se que a crise abrisse espaço para uma ordem mais democrática e menos assimétrica, parece haver uma tendência mais propensa à manutenção das instituições e das relações econômicas, financeiras e de poder do que a uma mudança neste cenário. Necessário, pois, atentar ao movimento das economias avançadas e das emergentes após a dissolução dos efeitos da CFG, para então avaliar se, de fato, as economias emergentes conseguiram ampliar sua influência na ordem internacional – seja individualmente, seja através do desenvolvimento de instrumentos que viabilizem uma atuação conjunta, como as iniciativas do BRICS consubstanciadas no Novo Banco de Desenvolvimento e no Arranjo Contingente de Reservas.

## REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, Michel. O FMI e a arquitetura financeira internacional. In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de (Org.). *Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 204-254.
- ALVES, Rodrigo Maschion. A difícil governança monetária internacional: o caso das cotas do FMI. *Boletim Meridiano 47*, Brasília, v. 13, n. 134, p. 39-47, nov./dez. 2012. Disponível em: <<http://periodicos.unb.br/index.php/MED/article/download/7840/6138>>. Acesso em: 29 nov. 2013.
- ATOYAN, Ruben; CONWAY, Patrick. Evaluating the impact of IMF programs: a comparison of matching and instrumental-variable estimators. *The Review of International Organizations*, Boston, v. 1, n. 2, p. 99-124, 2006. Disponível em: <<http://link-springer-com.ez45.periodicos.capes.gov.br/content/pdf/10.1007%2Fs11558-006-6612-2.pdf>>. Acesso em: 05 fev. 2016.
- BARRO, Robert J.; LEE, Jong-Wha. IMF programs: who is chosen and what are the effects? *Journal of Monetary Economics*, Maryland Heights, v. 52, p. 1245-1269, Oct. 2005. Disponível em: <[http://ac.els-cdn.com/S0304393205000851/1-s2.0-S0304393205000851-main.pdf?\\_tid=952406c2-1b53-11e5-a459-00000aacb35f&acdnat=1435248330\\_7505586849f54f94dedafcf5a43c9bf5](http://ac.els-cdn.com/S0304393205000851/1-s2.0-S0304393205000851-main.pdf?_tid=952406c2-1b53-11e5-a459-00000aacb35f&acdnat=1435248330_7505586849f54f94dedafcf5a43c9bf5)>. Acesso em: 15 nov. 2014.
- BONIFAZ, Alma Chapoy. Es el momento de avanzar hacia un sistema monetario multipolar? In: GIRÓN GONZÁLEZ, Alicia; RODRIGUEZ LÓPEZ, Patricia; DÉNIZ ESPINÓS, José (Coord.). *Crisis Financiera: nuevas manías, viejos pánicos*. Madrid: Catarata, 2010. p. 233-249.
- BRICS POLICY CENTER. *Centro de estudos e pesquisas*. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <<http://bricspolicycenter.org/homolog/Sobre>>. Acesso em: 10 nov. 2013.
- BUTKIEWICZ, James L.; YANIKKAYA, Halit. The effects of IMF and World Bank lending on long-run economic growth: an empirical analysis. *World Development*, [Oxford], v. 33, n. 3, p. 371-391, 2005. Disponível em: <[http://ac.els-cdn.com/S0305750X04002001/1-s2.0-S0305750X04002001-main.pdf?\\_tid=8e9c57e0-1b54-11e5-a459-00000aacb35f&acdnat=1435248748\\_5a12c99370089f96d62a0d62997d10af](http://ac.els-cdn.com/S0305750X04002001/1-s2.0-S0305750X04002001-main.pdf?_tid=8e9c57e0-1b54-11e5-a459-00000aacb35f&acdnat=1435248748_5a12c99370089f96d62a0d62997d10af)>. Acesso em: 19 ago. 2015.
- CAMDESSUS, Michel. *International cooperation of high-quality growth: the role of the IMF at 50*. Madrid: Complutense University, 21 Dec. 1994. (Speech at the Debating Club). Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/sec/mds/1995/mds9501.htm>>. Acesso em: 12 jan. 2015.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Mudanças no papel e nas estratégias do FMI e perspectivas para os países emergentes. In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de (Org.). *Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 179-203.

CENTRAL BANK OF THE RUSSIAN FEDERATION, THE – BANK OF RUSSIA.

*Monetary Policy Report*, Moscow, IV quarter 2008. Disponível em:

<[http://www.cbr.ru/Eng/publ/PluginInterface/root\\_get\\_blob.aspx?doc\\_id=8479](http://www.cbr.ru/Eng/publ/PluginInterface/root_get_blob.aspx?doc_id=8479)>. Acesso em: 11 dez. 2014.

CHERNAVSKY, Emilio. A transmissão da crise: incerteza, expectativas e comportamento convencional. In: ACIOLY, Luciana; LEÃO, Rodrigo Pimentel Ferreira (Org.). *Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil*. Brasília: Ipea, 2011. p. 77-95. Disponível em:

<[http://www.cairu.br/biblioteca/arquivos/Economia\\_COMEX/ipea\\_crise\\_financeira\\_global.pdf](http://www.cairu.br/biblioteca/arquivos/Economia_COMEX/ipea_crise_financeira_global.pdf)>. Acesso em: 28 mar. 2016.

CORREA VÁZQUEZ, María Eugenia. Conglomerados y administración de la crisis financiera: liquidez y capitalización. In: GIRÓN GONZÁLEZ, Alicia; RODRIGUEZ LÓPEZ, Patricia; DÉNIZ ESPINÓS, José (Coord.). *Crisis Financiera: nuevas manías, viejos pánicos*. Madrid: Catarata, 2010. p. 159-182.

CUNHA, André Moreira; PRATES, Daniela Magalhães; BICHARA, Julimar da Silva. La economía brasileña: su nuevo papel en el sistema financiero internacional. *América Latina Hoy*, Salamanca, n. 54, p. 167-197, Apr. 2010. Disponível em:

<<http://go.galegroup.com/ps/i.do?id=GALE%7CA339528467&v=2.1&u=capes58&it=r&p=ANE&sw=w&asid=20c41a2b7b8b70b6b1511da5dbc5e512>>. Acesso em: 03 nov. 2013.

DREHER, Axel. IMF and economic growth: the effects of programs, loans and compliance with conditionality. *World Development*, [Oxford], v. 34, n. 5, p. 769-788, 2006. Disponível em: <[http://ac.els-cdn.com/S0305750X06000210/1-s2.0-S0305750X06000210-main.pdf?\\_tid=d6e62858-1b51-11e5-9bc8-00000aab0f6c&acdnat=1435247581\\_70f6dbf8014eb7a9d4505f18ec1996ae](http://ac.els-cdn.com/S0305750X06000210/1-s2.0-S0305750X06000210-main.pdf?_tid=d6e62858-1b51-11e5-9bc8-00000aab0f6c&acdnat=1435247581_70f6dbf8014eb7a9d4505f18ec1996ae)>.

Acesso em: 25 jun. 2015.

DREHER, Axel; WALTER, Stefanie. Does the IMF help or hurt? The effect of IMF programs on the likelihood and outcome of currency crisis. *World Development*, [Oxford], v. 38, n. 1, p. 1-18, 2010. Disponível em: <[http://ac.els-cdn.com/S0305750X09001004/1-s2.0-S0305750X09001004-main.pdf?\\_tid=aaf504d4-1b52-11e5-9f5b-00000aacb35f&acdnat=1435247937\\_30f3ba69198076efb791de3a531d76e5](http://ac.els-cdn.com/S0305750X09001004/1-s2.0-S0305750X09001004-main.pdf?_tid=aaf504d4-1b52-11e5-9f5b-00000aacb35f&acdnat=1435247937_30f3ba69198076efb791de3a531d76e5)>.

Acesso em: 25 jun. 2015.

GARCIA, Márcio G. P. *O sistema financeiro e a economia brasileira durante a grande crise de 2008*. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011. Disponível em:

<<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=1000001380>>. Acesso em: 14 nov. 2013.

GARUDA, Gopal. The distributional effects of IMF programs: a cross-country analysis.

*World Development*, [Oxford], v. 28, n. 6, p. 1031-1051, 2000. Disponível em: <[http://ac.els-cdn.com/S0305750X00000024/1-s2.0-S0305750X00000024-main.pdf?\\_tid=5b034880-1b54-11e5-af81-00000aacb362&acdnat=1435248662\\_2f1c1304fdede7db16e79bbc89426ea9](http://ac.els-cdn.com/S0305750X00000024/1-s2.0-S0305750X00000024-main.pdf?_tid=5b034880-1b54-11e5-af81-00000aacb362&acdnat=1435248662_2f1c1304fdede7db16e79bbc89426ea9)>.

Acesso em: 17 mar. 2015.

GUTTMANN, Robert. La crisis del patrón dólar. In: GIRÓN GONZÁLEZ, Alicia;

RODRIGUEZ LÓPEZ, Patricia; DÉNIZ ESPINÓS, José (Coord.). *Crisis Financiera: nuevas manías, viejos pánicos*. Madrid: Catarata, 2010. p. 183-204.

GHOSH, Atish R. et al. IMF policy advice to emerging market economies during the 2008-2009 crisis: new fund or new fundamentals? *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, [S.l.], v. 2, n. 1, p. 1-17, 2011. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1142/S1793993311000191>>. Acesso em: 11 fev. 2016.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. *About the IMF*. Washington, Apr. 2016. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/about.htm>>. Acesso em: 27 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. *Financial data query tool*. Washington, 30 Jun. 2016. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/fin/tad/query.aspx>>. Acesso em: 03 jul. 2016.

\_\_\_\_\_. *International Financial Statistics (IFS)*. Washington, Sep. 2015. Disponível em: <<http://data.imf.org/?sk=5dabaff2-c5ad-4d27-a175-1253419c02d1&sId=1390030341854>>. Acesso em: 08 ago. 2016.

\_\_\_\_\_. *World Economic Outlook Database*. Washington, Apr. 2016. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>>. Acesso em: 08 ago. 2016.

JENSEN, Nathan M. Crisis, conditions, and capital: the effect of International Monetary Fund agreements on foreign investment inflows. *Journal of Conflict Resolution*, College Park, v. 48, n. 2, p. 194-210, Apr. 2004. Disponível em: <<http://jcr.sagepub.com.ez45.periodicos.capes.gov.br/content/48/2/194.full.pdf+html>>. Acesso em: 05 fev. 2016.

KHAN, Mohsin S. The macroeconomic effects of fund-supported adjustment programs. *IMF Staff Papers*, [Washington], v. 37, n. 2, p. 195-231, June 1990. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/3867289>>. Acesso em: 20 jul. 2016.

KILLICK, Tony. *IMF programmes in developing countries: design and impact*. [London]: Taylor & Francis e-Library, 2003.

KINDLEBERGER, Charles P. *Manias, panics, and crashes: a history of financial crisis*. 5th ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2005.

OSTRY, Jonathan D.; LOUNGANI, Prakash; FURCERI, Davide. Neoliberalism: oversold? *Finance and Development*, Washington, v. 53, n. 2, p. 38-41, June 2016. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/06/pdf/ostry.pdf>>. Acesso em: 27 maio 2016.

PASTOR JR., Manuel. The effects of IMF programs in the third world: debate and evidence from Latin America. *World Development*, [Oxford], v. 15, n. 2, p. 249-262, 1987. Disponível em: <[http://ac.els-cdn.com/0305750X87900805/1-s2.0-0305750X87900805-main.pdf?\\_tid=2f7a4d9e-1b54-11e5-ac97-00000aab0f27&acdnat=1435248589\\_130513eb8dac266ebadb9298877fa67a](http://ac.els-cdn.com/0305750X87900805/1-s2.0-0305750X87900805-main.pdf?_tid=2f7a4d9e-1b54-11e5-ac97-00000aab0f27&acdnat=1435248589_130513eb8dac266ebadb9298877fa67a)>. Acesso em: 19 jun. 2014.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. A crise da América Latina: consenso de Washington ou crise fiscal? *Pesq. Plan. Econ.*, Rio de Janeiro, v. 21, n. 1, p. 3-24, abr. 1991. Aula magna no XVIII Encontro Nacional de Economia da Associação Nacional de centros de Pós-Graduação em

Economia (Anpec) proferida em Brasília em 4 de dezembro de 1990. Disponível em: <<http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/viewFile/883/820>>. Acesso em: 20 out. 2016.

PRATES, Daniela Magalhães. O efeito-contágio da crise global sobre os países emergentes. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. *Dossiê da Crise II*. [Porto Alegre], ago. 2010. p. 53-55. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>>. Acesso em: 09 fev. 2015.

PRZEWORSKI, Adam; VREELAND, James Raymond. The effect of IMF programs on economic growth. *Journal of Development Economics*, [Amsterdam], v. 62, p. 385-421, 2000. Disponível em: <[http://ac.els-cdn.com/S0304387800000900/1-s2.0-S0304387800000900-main.pdf?\\_tid=bac636f4-1b51-11e5-9061-00000aacb360&acdnat=1435247534\\_3c697150fbd7ef7f0e3ed6c0cd7c339](http://ac.els-cdn.com/S0304387800000900/1-s2.0-S0304387800000900-main.pdf?_tid=bac636f4-1b51-11e5-9061-00000aacb360&acdnat=1435247534_3c697150fbd7ef7f0e3ed6c0cd7c339)>. Acesso em: 17 mar. 2015.

QUANDL. *Demography*: Gini index by country. Toronto, Aug. 2015. Disponível em: <[https://www.quandl.com/data/WORLDBANK/IND\\_SI\\_POV\\_GINI](https://www.quandl.com/data/WORLDBANK/IND_SI_POV_GINI)>. Acesso em: 08 ago. 2016.

SOUZA NETTO, Cintia Rubim de; REIS, Rafael Pons. Políticas econômicas dos países emergentes na crise de 2008: uma análise sobre coordenação e o papel da governança global. *Relações Internacionais no Mundo Atual*, Curitiba, v.1, n. 15, p. 30-39, 2012. Disponível em <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RIMA/article/view/347/282>>. Acesso em: nov. 2013.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. A crise do sistema financeiro globalizado contemporâneo. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 34, n. 3, p. 433-450, jul./set. 2014. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S0101-31572014000300005>>. Acesso em: 27 fev. 2016.

VREELAND, James Raymond. The effect of IMF programs on labor. *World Development*, [Oxford], v. 30, n. 1, p. 121-139, 2002. Disponível em: <[http://ac.els-cdn.com/S0305750X01001012/1-s2.0-S0305750X01001012-main.pdf?\\_tid=69bcc516-1b51-11e5-9028-00000aacb35e&acdnat=1435247398\\_6e859c413091bb97cf574d20757d75ca](http://ac.els-cdn.com/S0305750X01001012/1-s2.0-S0305750X01001012-main.pdf?_tid=69bcc516-1b51-11e5-9028-00000aacb35e&acdnat=1435247398_6e859c413091bb97cf574d20757d75ca)>. Acesso em: 17 mar. 2015.

WOODS, Ngaire. Global governance after the financial crisis: a new multilateralism or the last gasp of the great powers? *Global Policy*, London, v. 1, n. 1, p. 51-63, Jan. 2010. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1758-5899.2009.0013.x/epdf>>. Acesso em: 08 ago. 2016.

WORLD BANK GROUP, THE. World Data Bank. In: \_\_\_\_\_. *World Development Indicators*. Washington, 2016. Disponível em: <[http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=FP.CPI.TOTL.ZG&id=af3ce82b&report\\_name=Popular\\_indicators&populartype=series&ispopular=y](http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=FP.CPI.TOTL.ZG&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y)>. Acesso em: 08 ago. 2016.

WORLD TRADE ORGANIZATION, THE – WTO. *Trade profiles*. Geneva, Sep. 2015. Disponível em: <<http://stat.wto.org/CountryProfile/WSDBCcountryPFView.aspx?Language=E&Country=BR%2cCN%2cIN%2cRU%2cZA>>. Acesso em: 28 set. 2016.