

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL**

**FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**FMI: origens, críticas e avaliação das políticas de estabilização**

**Ronaldo José Pereira Távora**

**ORIENTADOR: Prof. Roberto Camps de Moraes**

Tese submetida ao Programa de Pós-  
Graduação em Economia como  
requisito parcial para a obtenção do  
Grau de Doutor em Economia.

Porto Alegre, 2002.

Aos meus pais que mais do que tudo me ensinaram valores como honestidade, dignidade, persistência, etc. E à minha esposa que a tudo acrescentou algo mais.

## AGRADECIMENTOS

Essa é a hora de agradecer formalmente às pessoas que de alguma maneira contribuíram para o trabalho e para a minha formação. Mesmo com o risco de cometer injustiças e esquecer alguém, vale a pena nominar aqueles que hoje estão mais presentes na memória.

Aos colegas de mestrado/doutorado pela convivência, pois representavam (além de minha esposa e meu filho) as únicas pessoas de meu convívio nessa terra tão distante das "Minas Gerais". Especialmente ao Fred, pelas intermináveis horas ao telefone reclamando da vida; ao Guilherme, como o único "forasteiro" da turma (além de mim) que permaneceu em Porto Alegre até o final e cujos contatos foram mais constantes; ao amigo Kopischina pelas também intermináveis conversas (e informações relevantes), às vezes acaloradas, sobre política e economia.

A dois ex-professores dos tempos de graduação na PUC-Minas, Carlos Alberto e Cláudio Shikida, que incentivaram o ingresso na vida acadêmica.

Às funcionárias Iara, Cláudia, Raquel e Lourdes pela presteza e dedicação com que atendiam (e ainda atendem) às nossas solicitações.

Ao meu orientador, Professor Roberto, que mesmo com tantas atribuições encontrava tempo para ler o material. Especialmente também ao Professor co-orientador, Eduardo Pontual Ribeiro, pela dedicação e auxílio na parte econométrica.

Ao CNPQ pelo suporte financeiro indispensável (afinal, estudantes também precisam de dinheiro!).

Às famílias Pereira, Soares e Távora, pela torcida.

Aos meus pais e minha irmã, Andréa, pelo indispensável apoio e constante preocupação e, principalmente, pelas velas acesas nos momentos de maior dificuldade (uma a mais ainda será necessária!). À minha esposa, Simone, pelo companherismo e o ambiente favorável em todos os sentidos para que eu pudesse me preocupar apenas com os estudos. Aos meus filhos, Caio e Breno, pelos momentos de descontração e alegria. Especialmente ao Caio, que, durante metade de sua vida, foi privado do convívio dos avós e entes queridos e demonstrou uma maturidade impressionante para uma criança ao compreender que o "tempo" era um fator escasso para mim (e para todos!) e que deveria aproveitar os poucos momentos que eu podia dedicar às nossas brincadeiras.

A Deus, por tudo de bom que me aconteceu.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>1</b>
<b>1 - AS ORIGENS E EVOLUÇÃO DO FMI</b>	<b>7</b>
<b>1.1 - Bretton Woods: antecedentes, planos e funcionamento</b>	<b>7</b>
1.1.1 - Os planos	9
Os artigos do acordo	11
1.1.2 - Como o sistema funcionou na prática	15
A era pré-conversibilidade: 1946-1958	17
Auge e agonia de Bretton Woods	21
1.1.3 - Conclusões e lições de Bretton Woods	32
<b>1.2 - O FMI na era pós-Bretton Woods</b>	<b>36</b>
1.2.1 - Atribuições	40
1.2.2 - Racionalidade no presente	42
1.2.2.1 - Plataforma para uma maior coordenação internacional	43
1.2.2.2 - Gerenciar os regimes cambiais	44
1.2.2.3 - Aconselhamento sobre políticas econômicas	45
1.2.2.4 - Gerenciar crises	47
1.2.2.5 - Coleta e disseminação de informações	49
1.2.3 - O que o FMI faz	51
<b>1.3 - Programas de ajuste: racionalidade, procedimentos e mudança de percepção sobre os problemas</b>	<b>55</b>
1.3.1 - Por que as condicionalidades são necessárias?	56
Risco moral	56
Proteção dos ativos do Fundo	57
A natureza cooperativa do acordo	58
1.3.2 - Racionalidade teórica das medidas contidas nas condicionalidades	60
1.3.2.1 - Necessidade de ajustamento	61
1.3.2.2 - Esforço de ajustamento	66
1.3.3 - Entendendo os programas de ajuste como um processo	75
1.3.3.1 - As fases do processo	78
1.3.4 - Evolução das atuações do FMI	82
1.3.4.1 - Regras sob Bretton Woods	83
1.3.4.2 - Adaptações nos anos 70	83
1.3.4.3 - Novos desafios: a década da crise das dívidas	86

1.3.4.4 - Anos 90: crise mexicana, difusão da filosofia liberal e a transição das economias planificadas para economias de mercado	88
<b>2. – PRINCIPAIS CRÍTICAS AO FMI</b>	<b>93</b>
2.1 - Ajustamento e Financiamento: substitutos ou complementares?	95
2.2 - Ênfase sobre reformas institucionais	105
2.3 - Liberalização do Mercado de Capitais	122
2.4 - Perigo Moral	130
2.4.1 - O mau precedente	133
2.5 - Sumário das recentes críticas	137
<b>3 - REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA: METODOLOGIAS E CONCLUSÕES</b>	<b>141</b>
3.1 - Metodologias utilizadas nos trabalhos empíricos	143
3.1.1 – Before-After	147
3.1.2 – Within-Without	149
3.1.3 – Generalized Evaluation Estimator	154
3.2 - Resultados Empíricos (revisão)	158
3.2.1 - Before-After	159
3.2.2 – Within-Without	162
3.2.3 - Generalized evaluation estimator	165
3.2.4 - Comparação de simulações	169
<b>4 - AVALIAÇÃO DOS PROGRAMAS DO FMI NOS ANOS 80 E 90</b>	<b>173</b>
4.1 - Apresentação das variáveis utilizadas	175
4.2 - Apresentação dos resultados	181
4.2.1 - Diferenças em diferenças	185
4.2.2 - Avaliação pós-tratamento	191
4.2.2.1 - Resultados da equação 4.3	196
4.2.2.2 - Resultados da equação 4.4	198
4.2.3 - Divisão dos Períodos	199
<b>5. - CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	<b>210</b>
5.1 - As propostas de reforma	220
5.1.1 - A proposta do G-7	222
5.1.2 - Divisão do FMI em Instituições menores <i>versus</i> sua extinção	223
5.1.3 - A proposta de Calomiris	226

5.1.4 - Conselhos sobre a taxa de câmbio _____	228
5.1.5 - Medidas para encorajar a reestruturação dos débitos _____	231
5.1.6 - O Fundo e a conta de capitais _____	232
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS _____</b>	<b>238</b>
<b>Anexo A - Breve digressão sobre o enfoque monetário do balanço de pagamentos ____</b>	<b>248</b>
<b>Anexo B - Objetivos do FMI _____</b>	<b>253</b>
<b>Anexo C - Diretrizes gerais sobre condicionalidades _____</b>	<b>254</b>
<b>Anexo D - Facilidades financeiras do FMI _____</b>	<b>257</b>
<b>Anexo E - O estimador de diferenças em diferenças _____</b>	<b>264</b>
<b>Anexo F - Cronologia dos principais acontecimentos no FMI _____</b>	<b>267</b>
<b>Anexo G - Descrição das variáveis utilizadas da base de dados do Banco Mundial ____</b>	<b>273</b>
<b>Anexo H - Anos com créditos aprovados pelo FMI para os países da amostra _____</b>	<b>275</b>
<b>Anexo I - Resultados econométricos _____</b>	<b>276</b>
<b>Anexo I.1 - Balanço de Pagamentos _____</b>	<b>276</b>
<b>Anexo I.2 - Consumo _____</b>	<b>280</b>
<b>Anexo I.3 - PIB _____</b>	<b>284</b>
<b>Anexo I.4 - Formação bruta de capital fixo _____</b>	<b>288</b>
<b>Anexo I.5 - Inflação _____</b>	<b>292</b>
<b>Anexo I.6 - Reservas internacionais _____</b>	<b>296</b>
<b>Anexo I.7 - Transações correntes _____</b>	<b>300</b>
<b>Anexo I.8 - Testes de Wald _____</b>	<b>304</b>

## LISTA DE TABELAS

<i>TABELA 1.1 - Saldo na conta corrente e da conta de capitais dos EUA, 1958-62 - em milhões de US\$</i>	25
<i>TABELA 1.2 - Reservas brutas e líquidas dos Estados Unidos, 1949-71 - em bilhões de US\$</i>	26
<i>TABELA 1.3 - Mudanças no saldo em transações correntes, PIB, câmbio real e reservas - países selecionados - média do período em (%)</i>	37
<i>TABELA 2.1 - Fluxo de investimentos diretos e de portfólio para a América Latina, em milhões de dólares correntes - 1977-94</i>	100
<i>TABELA 2.2 - Indicadores de alguns países asiáticos - 1996-1998</i>	106
<i>TABELA 2.3 - Débitos de curto prazo e reservas de alguns países asiáticos, em US\$ milhões - 1997 e 1998</i>	109
<i>TABELA 2.4 - Taxas de crescimento percentual do PIB real para alguns países asiáticos</i>	111
<i>TABELA 2.5 - Dependência do FMI para financiar ajustamentos - 1949-1999</i>	119
<i>TABELA 2.6 - Percentual de us dos empréstimos liberados pelo FMI</i>	120
<i>TABELA 2.7 - Taxa de juros e variação cambial dos países asiáticos, Janeiro de 1991 - Junho de 1997</i>	132
<i>TABELA 3.1 - Sumário dos resultados empíricos dos efeitos dos programas do Fundo</i>	159
<i>TABELA 3.2 - Resultados sobre o Balanço de Pagamentos</i>	160
<i>TABELA 3.3 - Mudanças no déficit em conta corrente como porcentagem do PNB</i>	162
<i>TABELA 3.4 - Crescimento Econômico – comparando períodos pré e pós-programa</i>	163
<i>TABELA 4.1 - Efeitos dos programas do FMI - curto prazo</i>	182
<i>TABELA 4.2 - Estatísticas descritivas conjuntas da amostra de países- 1980-99</i>	183
<i>TABELA 4.3 - Efeitos dos programas do FMI - médio prazo</i>	185
<i>TABELA 4.4 - Diferenças em diferenças - equação 4.2</i>	187
<i>TABELA 4.5 - Efeitos de curto e médio prazos dos programas do FMI usando diferenças em diferenças</i>	188
<i>TABELA 4.6 - Diferenças em diferenças - equação 4.3</i>	194
<i>TABELA 4.7 - Efeitos dos programas do FMI - médio prazo - diferenças em diferenças</i>	196
<i>TABELA 4.8 - Efeitos dos programas do FMI - médio prazo - diferenças em diferenças</i>	198
<i>TABELA 4.9 - Diferenças em diferenças - equação 4.5</i>	202
<i>TABELA 4.10 - Efeitos dos programas do FMI - médio prazo</i>	202
<i>TABELA 5.1 - Comparativo entre as características atuais do FMI e a proposta de Calomiris</i>	227
<i>TABELA H.1 - Indicativo de créditos aprovados pelo FMI nas linhas stand-by, SAF, EEF, ESAF e PRGF - 1980-1999</i>	275

## LISTA DE GRÁFICOS

<i>GRÁFICO 1.1 - Recursos privados e de agências multilaterais para a América Latina - 1970-2000 - em participação percentual de cada fonte.</i>	38
<i>GRÁFICO 1.2 - Uso de recursos do FMI e do Banco Mundial como proporção do PIB - América Latina e Caribe - 1970-2000.</i>	85
<i>GRÁFICO 2.1 - América Latina - saldo líquido na conta de capitais com e sem as operações do Banco Mundial, em US\$ milhões - 1970-2000.</i>	101
<i>GRÁFICO 2.2 - Fluxo líquido de capitais privados para a América Latina, em US\$ milhões - 1970-2000.</i>	102
<i>GRÁFICO 2.3 - América Latina - capitais privados e de agências multilaterais, em US\$ milhões - 1980-1987</i>	103
<i>GRÁFICO 2.4 - Número médio de condicionalidades estruturais por programa</i>	114
<i>GRÁFICO 2.5 - Porcentagem de anos usando créditos do FMI após o primeiro uso - 1947 a 1999</i>	118
<i>GRÁFICO 2.6 - Recursos do FMI - 1950-1999 - em bilhões de dólares de 1999</i>	121
<i>GRÁFICO 2.7 - Evolução das reservas internacionais - 1970 a 1999</i>	124
<i>GRÁFICO 4.1 - Créditos aprovados pelo FMI - países participantes em relação ao total - 1980-1999.</i>	179
<i>GRÁFICO 4.2 - Anos com créditos aprovados pelo FMI em relação ao período total da amostra: por país - 1980 a 1999</i>	180
<i>GRÁFICO 4.3 - Recursos privados e de agências multilaterais para a América Latina - 1977-1994 - em participação percentual de cada fonte.</i>	204
<i>GRÁFICO 4.4 - Participação percentual dos recursos do FMI em relação ao PIB - 1970-2000</i>	205
<i>GRÁFICO 5.1 - Anos despendidos em acordos com o FMI - 1980-1999 - países selecionados</i>	215



## RESUMO

O trabalho tem por objetivo discutir e avaliar o FMI e suas atuações. O ambiente no qual a instituição foi pensada, bem como os erros de políticas que ela buscava inibir são abordados. Avaliam-se também os argumentos que justificam a necessidade atual do FMI (ou de uma instituição nos seus moldes) e a racionalidade teórica das condicionalidades e do conteúdo das medidas de política que delas fazem parte.

Como uma instituição que é acionada somente em momentos de turbulência, os conselhos de política que acompanham seus empréstimos não são recebidos livres de críticas. As contestações são variadas e numerosas e contemplam desde atuações específicas do FMI, como críticas em relação ao "conjunto da obra" da instituição. Algumas dessas visões "de fora" são avaliadas em detalhes.

Utilizando "diferenças em diferenças", realizou-se um estudo empírico dos efeitos das políticas do Fundo sobre variáveis econômicas importantes para uma amostra de 31 países em desenvolvimento, compreendendo as décadas de 80 e 90. Como principais resultados dessa avaliação empírica, constatou-se que as políticas do FMI reduziram o crescimento das economias no curto prazo, não compensado por maior crescimento após o "tratamento". Os efeitos positivos restringiram-se a uma melhora (embora temporária) na situação externa, confirmando a expectativa de que as políticas do FMI visam prioritariamente à reversão dos problemas externos com políticas contracionistas e de curto prazo.

Como avaliação geral sobre a instituição, constatou-se que ela não conseguiu garantir aos países em desenvolvimento a estabilidade que era esperada pelas reformas que propôs (reformas estruturais). Além disso, com as atribuições incorporadas pelo FMI ao longo dos anos, suas condicionalidades tornaram-se cada vez mais "intrometidas", interferindo em instituições domésticas democraticamente constituídas, além de conduzirem os países a uma relação crescente de dependência.

## ABSTRACT

The goal of this work is to discuss and evaluate the IMF and its acts. The situation on which this institution was planned and the policy errors it wanted to repress are considered. The arguments that justify the present IMF's existence (or a similar institution) and the conditionalities and policy standards supported by IMF are also evaluated.

As an institution that is called only in emergency cases, the policy advices that come with its monetary help are not received without critics. There is a lot of complaints and kinds of complaints, from specific IMF's acts until its "way of life". Some of these "outsider's visions" are evaluated in detail.

Using "differences in differences", an empirical experiment considering the IMF's policy's effects on important economic variables to a 31 developing countries sample on the 80's and 90's was conducted. As main results of this empirical evaluation it was noticed that IMF's policies reduced the growth of the economies in the short-run, which were not compensated by the after "treatment" bigger growth. The positive effects were limited to a not permanent better situation on the foreign situation, confirming the expectation that the IMF's policies are mainly designated for the foreign problems' reversal with contractionist and short-run policies.

As a general evaluation about IMF, it was noticed that it was unable to guarantee stability to the developing countries, which was expected from its proposed reforms (structural reforms). Going further, with its growing affairs set, its conditionalities were getting more and more interfering with time, even with domestic democratically constituted institutions, and it conducted the help asking countries to a situation of growing dependency of its resources.

## INTRODUÇÃO

O FMI é uma das três instituições multilaterais pensadas em Bretton Woods como parte de um alicerce tríplice para um novo sistema que vigoraria após a II Guerra Mundial. As três instituições tinham como objetivos gerais zelar pela estabilidade econômica no pós-guerra e evitar que os erros de política do passado não se repetissem. Acreditava-se que a cooperação e uma ação global em nível econômico entre os países seria a melhor forma de conseguir a estabilidade econômica, assim como a criação da ONU baseava-se na crença de que era necessária uma ação global para garantir a estabilidade política (Stiglitz, 2002).

Além do FMI, os arquitetos do novo sistema imaginaram mais duas instituições: o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (IBRD) - conhecido como Banco Mundial - e a Organização Internacional do Comércio (OIC). Cada instituição teria tarefas bem definidas. A OIC cuidaria do lado comercial, regulamentando as restrições ao livre comércio entre os países<sup>1</sup>. E o Banco Mundial teria como campo de atuação inicial a ajuda na reconstrução da Europa devastada pela guerra.

Ao FMI (de agora em diante também referido apenas como o "Fundo") caberia a não menos importante missão de ser o guardião de um sistema de taxas de câmbio fixas, de prover liquidez ao sistema quando necessário e de auxiliar os países que enfrentassem problemas no balanço de pagamentos para que não recorressem a medidas que destruíssem o crescimento. Eram, dentre outros, objetivos explícitos do Fundo:

*"To promote exchange stability, to maintain orderly exchange arrangements among members, and to avoid competitive exchange depreciation" (Anexo B).*

*"To give confidence to members by making the general resources of the Fund temporarily available to them under adequate safeguards, thus providing them with opportunity to correct maladjustments in their balance of payments without resorting to measures destructive of national or international prosperity" (Anexo B).*

Para que pudesse cumprir com suas atribuições, ao FMI foi dado o poder de "interferir" nas economias, emitindo conselhos sobre políticas mais adequadas, muito embora essa interferência tenha sido efetiva apenas nos países em desenvolvimento. A maioria das

---

<sup>1</sup> Pela recusa do Congresso americano em ratificar os artigos de criação da OIC, ela foi "remendada" por um compromisso sobre tarifas, o GATT, que na, verdade, era apenas um dos capítulos do acordo que criava aquela

decisões domésticas dos países desenvolvidos, mesmo no início de Bretton Woods, foi tomada distante da participação do Fundo. A cooperação, quando existia, era mais efetiva no âmbito das reuniões dos países ricos (G-7 e seus derivados). Nos seus momentos iniciais, o FMI era, de fato, um "leão desdentado" (Eichengreen, 2000).

Isto porque, no início do funcionamento de Bretton Woods, além dos Estados Unidos, nenhum outro país importante havia declarado a conversibilidade de suas moedas ao ouro, de modo que não havia ainda um sistema geral de taxas de câmbio fixas para ser zelado. E, segundo, porque o volume de recursos que foi destinado ao Fundo, para que ele exercesse suas atividades rapidamente mostrou-se aquém das necessidades.

Programas de ajuda bilateral como o Plano Marshall e a criação de organismos "concorrentes" ao FMI, como a União Européia de Pagamentos (UEP), acabaram por minar ainda mais os poderes do Fundo em fazer cumprir qualquer decisão em relação às economias dos países europeus. Apenas aos países em desenvolvimento sua voz poderia "soar mais alto".

Com o fim da conversibilidade do dólar ao ouro no início dos anos 70 e o abandono das paridades entre as moedas, terminava-se um ciclo do sistema criado em Bretton Woods. As taxas fixas que tinham como características uma âncora nominal aos preços, bem como a imposição de uma disciplina monetária e fiscal, foram substituídas por um regime de taxas de câmbio flutuantes que, esperava-se, isolariam os países dos choques e permitiriam um ajuste externo mais suave e uma ênfase maior aos objetivos domésticos.

O principal papel delegado ao FMI havia perdido o sentido e o próprio Fundo parecia carecer de uma justificativa para sua existência em um sistema de câmbio flutuante. A expectativa de que os problemas no balanço de pagamentos seriam automaticamente corrigidos, via mudanças na taxa de câmbio, indicava que os recursos e os conselhos do FMI eram, agora, desnecessários.

Com o desenrolar dos acontecimentos não foi isso o que aconteceu. O ajuste e a solução automática para os problemas no balanço de pagamentos não vieram, e o setor externo, como na época das paridades fixas, continuou ameaçando muitos países. Embora

---

instituição. O GATT, que era um acordo provisório sobre regulamentação do comércio entre os países, durou cerca de meio século quando, então, foi substituído pela Organização Mundial do Comércio (OMC).

com o câmbio flutuante a origem dos problemas fosse diferente, os resultados sobre as economias mostravam-se como antes, e a necessidade da existência do Fundo não foi eliminada.

Como os eventos da economia mundial que se seguiram após o início dos anos 70 mostraram, havia ainda um papel para o FMI. As duas crises do petróleo nos anos 70, a reciclagem dos "petrodólares" aos países em desenvolvimento, o choque dos juros na economia americana e a conseqüente dificuldade dos países devedores em honrar seus compromissos e, mais recentemente, as crises recorrentes na década de 90 nos mercados emergentes, foram todos eventos que realçaram a necessidade de uma instituição multilateral que funcionasse como uma plataforma onde a cooperação pudesse ser mais efetiva.

Na medida em que surgiam novos problemas (ou os antigos reapareciam em uma nova roupagem) e o FMI avançava em novas atribuições e, com isso, intervinha mais diretamente no desenho das políticas domésticas, as críticas tornavam-se mais presentes. A cada novo distúrbio nos países em desenvolvimento, que ameaçava espalhar-se para as demais economias emergentes, antigas e novas críticas ressurgiam e iam se "amontoando". Tanto porque, apesar da diversidade das tarefas assumidas pelo FMI, as terapias tendiam a ser semelhantes, independentemente do país e do problema a ser tratado, como porque parecia que a instituição não conseguia obter êxito em sua função original de dar maior estabilidade ao sistema.

Conforme Stiglitz (2000, p. 39)

"O FMI mudou bastante desde seu início. No começo baseava-se no conceito de que, em geral, os mercados funcionavam mal; agora defende a supremacia do mercado com fervor ideológico. Inicialmente fundamentado na crença de que era preciso pressionar os países para obter políticas econômicas mais expansivas, hoje o FMI concede recursos somente se os países se engajarem em políticas como corte de gastos, aumento de impostos e elevação das taxas de juros, medidas que levam a uma retração da economia. Keynes estaria se revirando no túmulo se pudesse ver o que aconteceu com o projeto que idealizou".

Essa mudança de pensamento alterou inclusive a crença sobre onde deveria estar a origem dos problemas dos países que passavam por dificuldades nas contas externas. E essa mudança de pensamento implicou também uma mudança no foco das políticas que integram os programas de auxílio do Fundo. Inevitavelmente, toda mudança gera espaço para críticas e com o FMI não foi diferente. O leque de críticas que foi (e ainda é) destinado à instituição é

tão grande e tão variado que, aproveitando a ilustração de Kapur (1998), se ao FMI fosse dado um dólar por crítica recebida, jamais ele precisaria recorrer aos membros para solicitar elevação das cotas.

Embora em sentido figurado, a citação dá uma mostra do volume de contestações recebidas pela instituição. Algumas enfocam sobre programas ou intervenções específicas, outras dizem respeito ao conjunto da obra do FMI; alguns críticos reclamam das políticas contracionistas adotadas pelo FMI, enquanto outros reclamam que elas são frouxas demais. Alguns reclamam que o FMI prejudica os países em desenvolvimento, enquanto outros acham que o Fundo deveria ser menos "paternalista" com os países que recebem sua ajuda. Alguns querem que o Fundo seja mais efetivo na prevenção das crises e propõem aumentar suas atribuições, enquanto outros reivindicam sua extinção. Alguns argumentam que o FMI promove a democracia, enquanto outros reclamam que suas intervenções são muito intrometidas e minam as instituições domésticas democraticamente constituídas.

Essa diversidade de críticas reflete visões diferenciadas sobre a origem dos problemas e é, em grande medida, fruto dos acontecimentos da economia mundial que aumentou o poder e atribuições do FMI e de sua interferência nas economias dos países em desenvolvimento, que tornaram os programas financiados pela instituição parte integrante das estratégias de ajustamento dos países em dificuldades no balanço de pagamentos. E, por essa importância assumida pelo FMI, o debate dá origem aos mais acalorados elogios e críticas.

Assim, o objetivo proposto na pesquisa é contemplar um maior entendimento de como funciona a instituição, como se originou e em qual ambiente econômico ela foi pensada. Não menos importante é descrever a racionalidade para a existência do Fundo atualmente e quais são as atribuições a ele delegadas.

As críticas que se avolumam em relação ao FMI são, em sua maioria, críticas aos procedimentos e pensamentos da instituição a respeito dos problemas e soluções para os desequilíbrios, que podem ser "corporificados" no que se conhece como condicionalidades. Ou seja, as condições impostas aos países em termos de políticas consideradas ideais pelo Fundo. Portanto é também objetivo discutir a racionalidade econômica para a existência das condicionalidades, bem como descrever, ainda que de maneira não muito formalizada, quais argumentos teóricos justificam o desenho das políticas do FMI.

Por fim, tem-se também como meta, além de uma revisão das principais críticas destinadas ao FMI, uma tentativa de verificação empírica de algumas delas. Embora uma avaliação pormenorizada e uma comprovação empírica de cada crítica não tenha sido realizada, pelo menos dois grandes efeitos das políticas do Fundo foram avaliados em mais detalhes: aqueles sobre o produto e aqueles sobre as contas externas. A priori, a expectativa era de que as políticas do FMI tivessem sido eficientes no sentido de melhorar a situação externa dos países que recorreram aos programas de ajuste, mas ao custo de alguma redução no crescimento.

Para cumprir essas metas, o trabalho foi organizado da seguinte maneira: além dessa introdução, ele é composto por cinco capítulos, incluindo as considerações finais.

No primeiro capítulo, busca-se uma breve revisão do acordo de Bretton Woods e a conjuntura na qual a instituição foi pensada. O capítulo também contempla uma descrição das principais atribuições e da racionalidade para a existência atual do FMI, a racionalidade econômica para a existência das condicionalidades e uma motivação para o desenho das políticas nelas contidas, além de uma descrição cronológica dos eventos econômicos e os desafios que se mostraram ao Fundo. Enfim, esse capítulo procura mostrar uma visão do funcionamento da burocracia, uma visão de como o FMI pensa o mundo, de seus objetivos enquanto instituição. Visão que certamente está intimamente ligada ao conteúdo das políticas de ajuste propostas por ela.

O capítulo dois contempla o que poderia ser chamado de "visão de fora" a respeito da instituição. Ou seja, contempla uma revisão das principais críticas destinadas ao FMI, seja pelas suas atuações em eventos específicos como a crise da dívida na década de 80 e a crise asiática nos anos 90, seja pela sua atuação no geral, pelo conjunto de sua "obra".

Visando a dar embasamento empírico a alguns dos argumentos lançados pelos críticos, no terceiro capítulo são estabelecidos os procedimentos metodológicos geralmente utilizados nas avaliações empíricas das políticas do FMI, apontando as virtudes e falhas de cada um, bem como elencando os vários trabalhos que, utilizando essas metodologias, avaliaram os resultados dos programas financiados pelo Fundo.

O quarto capítulo contempla uma avaliação própria compreendendo 31 países em desenvolvimento, durante o período de 1980 a 1999. Algumas modificações e adaptações

foram implementadas ao mecanismo padrão utilizado para mensurar os efeitos das políticas do Fundo.

Por fim, no capítulo cinco, têm-se as considerações finais e uma breve revisão sobre as propostas de reforma da instituição elaboradas por analistas de fora do Fundo.

Assim, numa perspectiva ampla, o trabalho busca contemplar as origens e evolução da instituição mais conhecida de Bretton Woods, enfocando as visões "*inside*" e "*outside*", além de uma avaliação própria sobre os resultados do conjunto da obra do FMI nos últimos 20 anos, fechando com propostas para sua reforma.



# 1 - AS ORIGENS E EVOLUÇÃO DO FMI

## 1.1 - Bretton Woods: antecedentes, planos e funcionamento

O plano que conduziu à criação de uma nova ordem monetária internacional em Bretton Woods, New Hampshire, em julho de 1944, foi baseado na crença de que os erros de política cometidos no período entre as duas guerras poderiam ser evitados. Entre estes erros, segundo o pensamento da época, estavam as taxas de câmbio flutuantes, sobretudo após a Primeira Guerra e a tentativa de retornar ao padrão-ouro, além do bilateralismo nas relações comerciais e do recurso ao uso de desvalorizações competitivas (*beggar-thy-neighbor*).

Sendo assim, buscava-se essencialmente, como objetivo, um novo sistema onde a cooperação, a estabilidade cambial e as políticas nacionais que preservassem o pleno emprego estivessem presentes.

De acordo com Bordo (1992) duas questões principais dominaram a visão à época das "causas" dos erros nas políticas passadas e refletiam a percepção e a leitura que se fez da experiência do regime vigente entre as duas guerras. Essa percepção iria permear as discussões e servir como base para a nova estrutura monetária internacional que se implementaria posteriormente. Os dois pontos principais estão comentados a seguir.

### *a) Os defeitos do padrão-ouro*

O padrão-ouro recomeçou de fato em 1925, após a Inglaterra retornar à paridade pré-guerra, seguida posteriormente pela maioria dos países. Terminou, também, por iniciativa da Inglaterra, em 1931, por conta de sua atitude de suspender a conversibilidade da libra em ouro.

A literatura sobre o assunto focou três problemas principais no padrão-ouro, os quais mais tarde incomodariam também o sistema de Bretton Woods. Eram eles: o problema do ajustamento, o problema da liquidez e o problema da confiança.

No primeiro caso, argumentava-se que a assimetria no ajustamento entre os países deficitários e superavitários conduzia a um viés deflacionário. Isso porque os países

superavitários (sobretudo França e Estados Unidos) esterilizavam os fluxos de entrada de ouro e evitavam uma política monetária expansionista e inflacionária. Ao mesmo tempo, o dreno de ouro dos países deficitários implicava uma contração de suas ofertas monetárias. Tal assimetria de comportamento não deixava que "as regras do jogo" do padrão-ouro entrassem em funcionamento. Ou seja, os países superavitários, ao impedirem que seus superávits refletissem no nível de preços domésticos, impediam o ajustamento que restauraria o equilíbrio no balanço de pagamentos.

O segundo problema com o padrão-ouro dizia respeito à inadequada oferta de ouro para financiar o crescimento da produção e do comércio, bem como para lastrear as moedas nacionais. Para superar o problema, inicialmente os países usavam moedas "chave" como reservas internacionais (sobretudo a libra). Mas, à medida que o crescimento de tais ativos não era acompanhado pelo crescimento do estoque de ouro, o medo da inconversibilidade reduzia o desejo dos países em sustentar suas reservas em tais moedas. Começava a entrar em cena a questão da confiança.

Como consequência dessa desconfiança, havia uma tendência de troca entre as moedas consideradas ativos (reservas) internacionais por ouro. O medo da inconversibilidade à paridade fixada provocava uma corrida aos bancos precipitando a suspensão da conversibilidade como aconteceu com a Inglaterra em setembro de 1931.

#### ***b) Taxas de câmbio flutuantes***

De acordo com Bordo (1992, p. 12):

*"(...) If there is anything that inter war experience has clearly demonstrated, it is that paper currency exchange cannot be left free to fluctuate, day to day under the influence of market supply and demand".*

O argumento é que uma desvalorização da moeda levanta dúvidas sobre futuras desvalorizações, com consequências negativas na conta de capitais. Além disso, no lado comercial, os importadores antecipam suas compras enquanto os exportadores atrasam as vendas na busca de uma melhora nos preços, o que piora o balanço de pagamentos. Comportamento que, segundo Bordo (1992), foi observado na França, entre 1922-26, durante a experiência com o câmbio flutuante.

Os arquitetos de Bretton Woods acreditavam que a união de fluxos de capitais especulativos e desvalorizações competitivas inevitavelmente conduziriam a um processo de controles de câmbio e relações bilaterais, que a nova estrutura financeira internacional deveria evitar.

Resumidamente, essa foi a visão da época sobre os problemas que a economia mundial enfrentava. Diante desse diagnóstico, a prescrição de políticas estava no desenho do novo sistema que seria criado em Bretton Woods.

### **1.1.1 - Os planos**

Os acordos e barganhas que antecederam a conferência de Bretton Woods, tanto nos Estados Unidos como na Inglaterra, refletiam a visão comum sobre a necessidade de um novo sistema monetário internacional, bem como as preocupações nacionais distintas dos dois principais países articuladores (EUA e Inglaterra).

No entanto, as forças não eram iguais. A economia americana emergia como a mais forte e mais rica do mundo, e suas posições tinham como referência defender os interesses de uma nação credora. Por outro lado, a Inglaterra, que teve seu poder e riqueza enfraquecidos pela guerra, defendia os pontos de vista de uma nação devedora. Era grande a preocupação para que os americanos não repetissem as políticas deflacionárias do período entre as guerras. Os ingleses queriam também a liberdade da busca do pleno emprego doméstico sem a preocupação com o balanço de pagamentos.

O planejamento da nova ordem monetária internacional do pós-guerra iniciou-se em 1940 na Inglaterra e, em 1941, nos Estados Unidos. A Carta do Atlântico, de agosto de 1941, e o Acordo de Ajuda Mútua, de fevereiro de 1942, representavam o compromisso dos britânicos de restaurarem a conversibilidade da libra, condicionada à promessa americana de ajuda financeira em termos favoráveis e o respeito à prioridade atribuída pelos ingleses ao pleno emprego. No teor das negociações, já se podia sentir a assimetria de forças entre os dois países, corporificadas nas condições impostas pelos ingleses.

Nessas negociações diplomáticas, o time britânico era liderado por John Maynard Keynes, "(...) naquele momento já o grande nome da teoria econômica" (Eichengreen, 2000, p. 135), enquanto o time americano era liderado por Harry Dexter White, que, nas palavras de

Eichengreen (2000), era um acadêmico impetuoso e truculento, agora economista do Tesouro. Essas equipes elaboravam dois planos conflitantes para a nova ordem monetária internacional do pós-guerra, cada qual defendendo os interesses do país que representavam. Em grande medida, a diferença entre os planos estava nas obrigações impostas aos países credores, na flexibilidade da taxa de câmbio e na movimentação de capitais.

O chamado Plano Keynes foi desenhado para incentivar a expansão do comércio e da atividade econômica mundial via generosas provisões de liquidez internacional, protegendo também as economias domésticas de choques externos por meio de uma maior flexibilidade no câmbio e, eventualmente, a implementação de restrições comerciais quando necessárias para compatibilizar objetivos domésticos e de equilíbrio externo. Em essência, o plano estabelecia um Banco Central Supranacional (o "*International Clearing Union*") que emitiria uma moeda chamada Bancor. O Bancor seria fixado em termos de ouro e todas as moedas estabeleceriam sua paridade em relação a ele. Indiretamente, estariam todas com a paridade em termos de ouro estabelecida. Todos os países manteriam uma "conta" no ICU onde as compensações (déficits e superávits) seriam efetuadas. As nações superavitárias disponibilizariam recursos para as deficitárias (em troca de juros). Os empréstimos dos países deficitários estariam limitados às suas respectivas cotas, que eram bem maiores do que aquelas constantes no plano concorrente de White.

Nesse aspecto, a idéia do Plano Keynes era fornecer generosas facilidades de liquidez - de 25 a 30 bilhões de dólares. Uma característica importante é que o projeto previa uma maior simetria nos ajustes, fazendo com que os países superavitários também arcassem com uma parcela da conta dos ajustes. Os credores, e não somente os devedores, deveriam também buscar medidas que reduzissem tarifas e valorizassem sua moeda. O limite sobre os recursos que eles deveriam aceitar em Bancor era a capacidade de retirada dos devedores.

Por outro lado, o Plano White previa um mundo livre e com paridades fixas (ênfase na estabilidade cambial) sob supervisão de uma instituição supranacional, e era menos generoso no que diz respeito à liquidez internacional. Os países deficitários retirariam recursos do Fundo (instituição a ser criada) vendendo sua moeda e comprando a do país credor. Assim seriam feitas as compensações. Conseqüentemente, seus saldos com o Fundo aumentariam enquanto aqueles dos membros credores reduziriam. No Plano de White, de certa forma, retornava a assimetria nos processos de ajuste a desequilíbrios externos, visto que

a pressão sobre os credores foi reduzida. A única cláusula que os penalizaria era a da moeda escassa, que recomendava o racionamento no uso de determinada moeda por meio de controles de câmbio.

Nos meses que se seguiram à publicação dos dois planos, intensas negociações e uma série de modificações culminaram em um compromisso mútuo onde a Inglaterra desistia do ICU, do sistema de retiradas e da generosa provisão de liquidez. Em troca, o acordo prometia maior autonomia às políticas domésticas para os membros, inclusive mudanças na taxa de câmbio (dentro de determinados limites). Também o poder do Fundo, para intervir nas economias domésticas, foi condicionado à retirada de créditos pelo país. A versão final, publicada em 1943, serviu de base para a Declaração Conjunta dos Especialistas britânicos e americanos que foi o "esqueleto" dos Artigos do Acordo do Fundo Monetário Internacional e do novo sistema monetário internacional.

Alguns aspectos foram importantes para o sucesso das negociações: **a)** o acordo foi basicamente bilateral entre Estados Unidos e Inglaterra. Certamente era mais fácil atender aos interesses somente de duas nações. Os outros países não tinham forças para entrar nas discussões; **b)** os Estados Unidos, como a economia mais forte, foi capaz de fazer valer seus pontos de vista no acordo; **c)** o idealismo dos vitoriosos lhes impunha a obrigação de criar uma nova ordem monetária internacional estável.

### **Os artigos do acordo**

Apesar da hegemonia americana, os Artigos do Acordo de Bretton Woods incorporaram tanto elementos do Plano Keynes como do Plano White, embora, no final, a visão do país mais poderoso naquele momento tivesse predominado. Segundo Bordo (1992) e Lichtensztejn e Baer (1986), os objetivos da principal instituição criada em Bretton Woods, o FMI, eram, em linhas gerais:

**a)** Promover a cooperação monetária internacional através de mecanismos de consulta e colaboração na questão dos problemas monetários;

- b) Facilitar o crescimento equilibrado do comércio internacional, contribuindo para manter altos os níveis de ocupação e renda dos países membros;
- c) Promover a estabilidade do câmbio, evitando depreciações com fins de concorrência;
- d) Estabelecer um sistema multilateral de pagamentos entre os países membros;
- e) Colocar os seus recursos à disposição dos países membros, visando à correção dos desajustes no balanço de pagamentos, sem medidas que destruíssem a prosperidade nacional;
- f) Reduzir a duração e a intensidade dos desequilíbrios nos balanços de pagamentos nacionais.

Apesar dessa gama de objetivos, os recursos que foram efetivamente colocados à disposição do FMI (que estavam bem próximos aos valores modestos propostos por White) mais tarde mostraram-se insuficientes para que o Fundo os cumprisse.

Quando qualquer país que enfrenta problemas no balanço de pagamentos encontra também restrições de recursos para financiá-los, inevitavelmente o ajuste ocorre através do câmbio. Assim, quanto menor a disponibilidade de recursos, maiores são as necessidades de flexibilidade cambial. Com o estabelecimento de um volume de fundos aquém do que queriam os ingleses, os americanos tiveram que ceder em relação às paridades fixas e aceitar o câmbio ajustável, além também de permitir controles cambiais. "Da mesma forma que a insistência norte americana na limitação do volume de financiamento obrigou-os a ceder às exigências britânicas de flexibilidade cambial, ela os obrigou também a aceitarem a manutenção dos controles de capitais" (Eichengreen, 2000, p. 137).

Também por pressão dos ingleses, uma cláusula de escassez de moeda foi aprovada autorizando a imposição de barreiras à importação dos produtos de países que registrassem persistentes superávits. Em tese, essa cláusula permitiria maior simetria nos processos de ajustamento entre deficitários e superavitários. Na prática, tal cláusula jamais foi utilizada.

Os artigos do Acordo também contemplavam um período de transição no qual a conversibilidade não era obrigatória. O FMI acompanharia os países da lista de exceção e, eventualmente, expulsaria os membros que não promovessem progressos suficientes em direção à conversibilidade.

Em linhas gerais, os principais pontos dos artigos foram:

#### **a) Sistema de Paridade**

O artigo IV do acordo definiu o ouro como o numerário do sistema monetário internacional (e também o dólar já que era a única moeda conversível num primeiro momento). Todos os membros deveriam declarar a paridade de sua moeda em relação ao numerário e mantê-la dentro de uma margem de 1%, tanto para cima como para baixo. Na ocorrência de "desequilíbrios fundamentais", aos países eram permitidas desvalorizações de até 10%. Desvalorizações não autorizadas poderiam implicar a suspensão do uso dos recursos do Fundo e, no extremo, a expulsão.

Uma mudança uniforme na paridade de todas as moedas em relação ao ouro poderia ser feita se a maioria dos membros concordasse com a alteração. Além dessa maioria, a mudança também deveria ser aprovada por todos aqueles com 10% ou mais do total das cotas. Certamente essa cláusula impedia alguma mudança que não fosse pretendida pelas nações mais ricas, principalmente pelos americanos.

#### **b) Pagamentos Multilaterais**

Os membros deveriam tornar suas moedas conversíveis para todas as transações da conta corrente. No entanto, controles de capitais eram permitidos. Tais medidas visavam a eliminar acordos discriminatórios e bilaterais que ocorreram com frequência no período entre as guerras.

Apesar da necessidade de conversibilidade, os países podiam deixar de declará-la invocando o artigo XIV. Esse artigo permitia um período de transição e ajuste de 3 anos após a criação do FMI. Terminado esse período, os países relatariam o estado de conversibilidade de suas moedas e, após 5 anos, em encontros individuais e anuais, os países nessa situação teriam que justificar sua posição no Fundo.

#### **c) Os Recursos do Fundo**

No caso do volume dos recursos e da forma de utilização, o Fundo trabalharia mais próximo do que previa o Plano White. Os recursos totais tiveram sua origem nas cotas de contribuição dos países membros (proporcionais ao tamanho das economias) e eram divididas

em 75% em moeda e 25% em ouro, totalizando US\$ 8,8 bilhões (portanto, bem distante dos US\$ 30 bilhões sugeridos pelo Plano Keynes). Esse montante poderia ser alterado a cada 5 anos com a concordância da maioria dos membros.

Para impedir que o FMI acumulasse um grande volume de moedas fracas (em detrimento das fortes), uma série de condições foram estabelecidas para que os países deficitários retirassem os recursos. Além disso, o Fundo se dava o direito de decidir em qual moeda os empréstimos deveriam ser pagos.

No caso dos países superavitários, se a quantidade de moeda desses países fosse insuficiente, o FMI poderia invocar a cláusula da moeda escassa, de modo que os outros membros poderiam implementar racionamentos e controles de câmbio nessas moedas.

#### **d) Os poderes do Fundo**

Os poderes do FMI sobre as economias domésticas estavam aquém daqueles imaginados pelos arquitetos de Bretton Woods, mas ainda assim ele tinha a força (pelo menos em tese) de influenciar fortemente o sistema monetário internacional. Dentre seus poderes, pode-se elencar: aprovar ou desaprovar regimes de taxas múltiplas ou mudanças nas paridades cambiais, além de outras práticas discriminatórias; estabelecer condicionalidades que estavam implícitas quando os países deficitários recorressem aos créditos da instituição; declarar uma moeda escassa e autoridade máxima para expulsar membros.

#### **e) Organização**

A hierarquia do Fundo é formada por um Conselho de Diretores apontados pelos membros. Esse Conselho toma as principais decisões como, por exemplo, aprovar uma mudança nas paridades. As operações do dia a dia são conduzidas pelos Diretores Executivos escolhidos pelos membros e um Diretor Geral indicado pelos Diretores Executivos. Em todas as decisões envolvendo a aprovação dos membros, o número de votos é proporcional às quotas de cada país na integralização dos recursos do Fundo. Novamente, aos países mais ricos o maior poder de voto.



### **1.1.2 - Como o sistema funcionou na prática**

Apesar dos arquitetos de Bretton Woods nunca explicarem claramente como se esperava que o sistema funcionasse, algumas características foram realçadas subsequenteemente (Bordo, 1992).

Primeiro, como as moedas eram tratadas igualmente pelos artigos, em tese, cada país era obrigado a intervir no mercado para manter a paridade com o ouro. Na prática, somente os EUA intervinham comprando e vendendo ouro. Os outros países fixavam suas moedas em relação ao dólar e intervinham comprando e vendendo dólares para manter a paridade.

Segundo, os países usariam suas reservas ou retiradas junto ao Fundo para financiar seus déficits. Em caso de superávits, o país temporariamente acumularia reservas ou recompraria sua moeda junto ao Fundo. Na ocorrência de um desequilíbrio externo de médio prazo, políticas fiscais e monetárias seriam implementadas visando alterar a demanda agregada. No caso de um desequilíbrio fundamental, o país poderia alterar a paridade em uma magnitude suficiente para restaurar o equilíbrio. Finalmente, esperava-se um controle de capitais de modo a impedir os membros de alterarem não intencionalmente as paridades devido a fluxos especulativos de recursos.

Desse modo, o novo sistema se desviava daquele de ouro-divisas, vigente no início do período entre as duas guerras, em 3 pontos fundamentais. Primeiro, o câmbio tornou-se ajustável. Segundo, os controles de capitais eram permitidos e, por último, o FMI foi criado para fornecer recursos e dar liquidez ao sistema financiando os países deficitários, bem como para monitorar as políticas domésticas (Eichengreen, 2000).

Tais inovações tinham como objetivo as preocupações dos arquitetos do sistema com os acontecimentos nas décadas de 20 e 30. O câmbio ajustável era uma maneira de contornar os déficits no balanço de pagamentos sem recorrer "(...) aos aumentos deflacionários nas taxas de redesconto dos Bancos Centrais, algo que se revelara tão doloroso no período entre as guerras" (Eichengreen, 2000, p. 31). Os controles de capitais buscavam evitar os efeitos desestabilizadores dos fluxos voláteis. E, por fim, o FMI, dispondo de recursos e poder de monitoração, poderia penalizar os governos responsáveis por políticas que conduzissem à instabilidade.

Estava implícito que esses três elementos deveriam vir juntos e complementarem um ao outro. Taxas de câmbio fixas mas ajustáveis só eram viáveis sob um rigoroso controle na conta de capitais, na medida em que dava tempo aos países para defender suas moedas. Os recursos do FMI representavam uma proteção extra em caso de necessidade.

Apesar dessas grandes características que se esperava o sistema gozasse, na prática, ele trabalhou de maneira distinta. "(...) Infelizmente, os três elementos dessa tríade não funcionaram de modo totalmente harmonioso" (Eichengreen, 2000, p. 132). As taxas ajustáveis transformaram-se, de fato, em um sistema de taxas fixas (pelo menos entre os países industrializados) e a cláusula de moeda escassa jamais foi utilizada. O FMI, nas palavras de Eichengreen, tornou-se um leão desdentado, já que seus recursos foram insuficientes para atender às demandas e seu poder sobre os países industrializados foi muito limitado.

Na maioria das vezes, uma autoridade, desejando alterar sua paridade cambial, definia a magnitude da mudança e comunicava ao Fundo sua decisão. Essa notificação servia como uma espécie de requisição ou pedido de permissão. A escolha do FMI era aceitar ou não a solicitação visto que quase nunca ele participava do processo. Temendo o risco de perda de autoridade caso o país implementasse a desvalorização com ou sem sua permissão, o Fundo acatava o pedido (Vásquez, 1999). A crença de que um sistema como esse poderia funcionar era "extraordinariamente ingênua" (Eichengreen, 2000, p. 137).

A falta de liquidez no sistema (e a escassez de dólares) logo se fez presente. A Europa, devastada pela guerra, tinha grandes necessidades de importações e estava com sua capacidade de gerar divisas muito restrita. Reconhecendo a pequenez dos recursos disponibilizados e o tamanho das necessidades, entre 48 e 51, os Estados Unidos, através do Plano Marshall, proporcionaram uma liquidez adicional de US\$ 13 bilhões em ajuda oficial aos governos europeus. Ainda assim não foi suficiente para aliviar as pressões sobre as moedas européias e, em setembro de 1949, elas foram desvalorizadas em 30%, em média. Mesmo com a desvalorização, não foi possível eliminar os controles sobre as importações (Bordo, 1992). Sem sombra de dúvidas, os americanos avaliaram incorretamente os danos sofridos pelas economias européias com a guerra e superestimaram o poder do livre comércio para curar todas as feridas (Eichengreen, 2000).

A menor competitividade europeia era contornada via restrições às importações, o que implicava retardar o retorno ao livre comércio, vislumbrado pelos americanos como o curativo para as feridas. Uma saída seria a desvalorização, mas as autoridades da Europa temiam protestos dos trabalhadores contestando a queda no poder de compra internacional de suas moedas. Tais protestos poderiam perturbar o processo de recuperação. Contudo Eichengreen (2000) argumenta que as barreiras poderiam ter sido removidas sem criar grandes déficits e pressões para desvalorizações se fossem feitos cortes nos gastos governamentais e na demanda. Apesar dessa possibilidade, a prioridade para os europeus era o investimento e a reconstrução, e a política doméstica se tornava um obstáculo à ação.

Essa é uma linha de raciocínio para justificar o abandono das taxas fixas ao final de Bretton Woods. Segundo ela, em regimes democráticos, a necessidade de conciliar a manutenção de taxas de câmbio fixas, que exigem equilíbrio externo, com outros objetivos domésticos, tornam a manutenção do sistema insustentável.

### **A era pré-conversibilidade: 1946-1958**

O período de transição da guerra para a paz foi maior e mais doloroso do que era imaginado. A completa conversibilidade das principais moedas só foi alcançada no final de 1958, embora o sistema tenha começado a funcionar normalmente em 1955. Dois problemas principais dominaram a primeira década do pós-guerra: as relações bilaterais e a escassez de dólares.

O legado da Segunda Guerra para virtualmente todos os países (desenvolvidos), exceto os Estados Unidos, foi disseminados controles sobre o câmbio e sobre o comércio. Nenhuma moeda, exceto o dólar, era conversível logo no pós-guerra.

Após a vitória dos aliados, praticamente todas as economias da Europa e da Ásia estavam devastadas. Para produzirem excedentes exportáveis, os países necessitavam primeiramente de novos capitais, tanto na sua forma monetária como na de bens de produção. Existia uma forte escassez de produtos: desde alimentos para manter o padrão de vida até máquinas e equipamentos.

Era preciso alocar racionalmente as reservas existentes, e os controles de câmbio e as relações bilaterais foram as armas usadas sob a argumentação de que eram a única maneira de

driblar a escassez de meios de pagamentos internacionais. Boa parte dos países utilizaram-se do artigo XIV do Acordo de Bretton Woods e continuaram a usar o controle do câmbio e a inconvertibilidade de suas moedas por um longo período de transição<sup>2</sup>.

No final dos anos 40, os Estados Unidos mantinham aproximadamente dois terços de todo o estoque de ouro monetário do mundo (Bordo, 1992). Esse acúmulo foi fruto da desvalorização promovida pela administração Roosevelt, em 1934 (quando o preço do dólar saltou de US\$ 20,00 para US\$ 35,00 a onça de ouro) e do "vôo" de capitais da Europa com o advento da Guerra. Além disso, o fluxo de ouro, que era favorável à economia americana, permaneceu devido aos gastos de guerra efetuados pelos aliados. Ao final da II Guerra, as reservas em ouro e dólar da Europa e Japão tinham ido ao fundo. A Europa experimentava grandes déficits na conta corrente, frutos da demanda por bens essenciais importados e à reduzida capacidade de gerar divisas.

Aproximadamente, em meados dos anos 50, o problema da escassez de dólares tinha sido amenizado. Como principais ingredientes a esse progresso favorável, tem-se o Plano Marshall e a União Européia de Pagamentos. O Plano Marshall destinou aproximadamente US\$ 13 bilhões em subsídios e empréstimos ao Oeste europeu entre 1948 e 1952. O objetivo era ajudar os países da Europa a expandir suas economias e restaurar sua capacidade de exportação, de modo a preservar uma estabilidade política via estabilidade econômica. Como contrapartida, o plano requeria que os membros cooperassem na liberalização do comércio e dos pagamentos (ou seja, redução do bilateralismo e dos controles de câmbio).

À época, a Organização para Cooperação Econômica Européia (OCDE) foi estabelecida (abril de 1948). Ela tinha como propósito organizar a alocação dos recursos recebidos da ajuda americana, e baseava-se no tamanho do déficit em conta corrente de seus membros para distribuí-los. A ajuda americana serviria para pagar as importações essenciais (logicamente, a economia americana era a maior exportadora) e fornecer reservas internacionais (ou seja, fornecer liquidez ao sistema para driblar a escassez de dólares). Cada país receptor da ajuda se comprometia também a fornecer fundos em moeda local para

---

<sup>2</sup> Pelo Artigo XIV, três anos após 1º de março de 1947, o FMI começaria a conversar com os países ainda com controles de câmbio. Dois anos mais tarde, consultas individuais seriam feitas com a prescrição de "conselhos" sobre políticas visando restaurar a convertibilidade e o equilíbrio externo. Os países que não progredissem satisfatoriamente em direção à eliminação dos controles, em casos extremos, poderiam ser expulsos do FMI. Na prática, no entanto, o Fundo sempre aceitou as razões dos membros para permanecerem sob o artigo XIV.

serem alocados em investimentos na capacidade produtiva doméstica. Para tanto, uma Comissão americana em cada país aconselhava os governos sobre os gastos da contrapartida. Como resultado, o Plano encorajou a liberalização do comércio intra-Europa à medida que os países que estendiam os acordos bilaterais aos demais eram premiados com mais ajuda.

De acordo com Bordo (1992), graças, em parte, ao Plano Marshall, até 1952 os países da OCEE alcançaram 39% de aumento na produção industrial, o dobro de exportações e um aumento de mais de 30% nas importações, além de um superávit na conta corrente. E não só isso. O Plano Marshall aumentou permanentemente a taxa de crescimento dos países que receberam ajuda. No entanto esse aumento não foi através dos canais tradicionais do investimento, gastos do governo e equilíbrio no saldo em conta corrente. Ele fez isso melhorando a produtividade e a confiança do investidor (Bordo, 1992 e Eichengreen; De Long, 1991).

Apesar do avanço promovido pelo Plano Marshall, foram necessários ainda aproximadamente 12 anos entre a declaração oficial dos 32 países em relação à conversibilidade (dezembro de 1946) até a sua entrada em vigor de fato para as operações da conta corrente nos principais países industrializados (Bordo, 1992).

Um instrumento que ajudou bastante nesse processo e no problema da escassez de dólares foi a União Européia de Pagamentos (UEP) estabelecida no âmbito da OCEE em 19 de setembro de 1950. Ela seguia o princípio de um banco de compensações. Mensalmente, cada membro acertaria seus débitos e créditos com a União. A medida de conta do saldo líquido a pagar ou a receber era o dólar. Nesse ponto, a União foi promissora na redução do volume de pagamentos e na necessidade de reservas em dólar para cada transação efetuada. Ela flexibilizava as restrições de meios de pagamentos internacionais dos países e proporcionava uma gradual liberalização das operações comerciais, contribuindo para minimizar o problema da escassez de dólares e a preparação para a conversibilidade.

Com as intervenções no sistema através do Plano Marshall, os Estados Unidos tomavam a frente de muitas decisões à parte da instituição criada em Bretton Woods justamente para articular essa cooperação em um fórum supranacional. O fato era que o FMI,

*"(...) was not equipped to deal with the postwar reconstruction. Although some limited drawings occurred before 1952, most of the structural balance of payments*

*assistance in this period was provided by the Marshall plan and the other U.S. assistance" (Bordo, 1992, p. 27).*

A consequência dessas investidas americanas foi a perda de prestígio por parte do FMI e o surgimento de novas instituições como a OCEE como fontes concorrentes da autoridade monetária internacional. Tivesse o plano Keynes sido adotado em Bretton Woods, a diferença entre os fundos propostos no Plano (US\$ 25 a 30 bilhões) e a dotação efetivamente aprovada (US\$ 8,8 bilhões) se aproximaria dos valores do Plano Marshall (US\$ 13 bilhões) e, talvez, o FMI tivesse participado mais ativamente. Pois, embora os preceitos-chaves dos Artigos do Acordo e da própria instituição fossem o multilateralismo e a cooperação, pouco foi feito pelo Fundo antes de 1952 quando ele começou as consultas individuais com os membros que estavam sob o Artigo XIV (Eichengreen, 2000).

Com o andamento dos acontecimentos, três golpes principais minaram definitivamente o prestígio do FMI. Primeiro, a desvalorização não autorizada da moeda francesa em janeiro de 1948, quando foi criado um regime de taxas múltiplas. A França foi censurada e excluída de acessar os recursos do FMI até 1952. Porém o efeito prático dessa medida era muito modesto, visto que aquele país continuou tendo acesso aos auxílios previstos no Plano Marshall.

Segundo, a desvalorização da libra em 1949; apesar de aconselhada pelo *staff* do Fundo, foi muito maior do que a sugerida. Afora isso, a Inglaterra comunicou o fato somente 24 horas antes de implementá-la. Ou seja, efetivamente, o governo inglês comunicou a desvalorização e não pediu permissão. Isso demonstrava a inabilidade do FMI em deter as nações mais poderosas de adotar políticas no interesse doméstico (Bordo, 1992).

Terceiro, a decisão do Canadá de deixar sua moeda flutuar em 1950, atitude que foi muito criticada pelo FMI. As autoridades monetárias canadenses asseguraram que era somente uma flutuação temporária e que uma nova paridade seria declarada quando um novo equilíbrio fosse alcançado (no entanto, o dólar canadense flutuou até 1961). O fato do movimento na taxa de câmbio canadense ter sido pequeno e sem evidências de um processo de especulação desestabilizadora, enfraqueceu o argumento do Fundo contra as taxas flutuantes (Bordo, 1992).

### **Auge e agonia de Bretton Woods**

Com o restabelecimento da conversibilidade pelas nações industrializadas do oeste europeu em dezembro de 1958, o sistema de Bretton Woods entrou efetivamente em funcionamento. Cada membro intervinha no mercado comprando e vendendo dólares de modo a manter a paridade. Por seu lado, a autoridade monetária americana fazia o mesmo com o ouro para manter a paridade de US\$ 35,20 a onça. Assim, direta ou indiretamente, todas as moedas estavam atreladas ao ouro.

Mas o modo como o sistema entrou em operação e se desenvolveu no período pós-conversibilidade foi bem distinto daquele imaginado pelos seus arquitetos:

a) Primeiro, vigorou uma variante do padrão-ouro: o padrão-dólar. Inicialmente, o dólar e a libra representavam as reservas internacionais. Com o declínio da libra e a ascensão do dólar - que refletia o momento desfavorável para a economia inglesa e o fortalecimento da americana - a moeda americana foi conduzida ao "*status*" de reserva internacional.

Esse formato implicava uma inevitável autodeterioração. De acordo com Triffin (1979), o flagrante paralelo revelado pela história no desenvolvimento do padrão-esterlino (depois da I Guerra Mundial) e do padrão-dólar após a II Guerra Mundial, mostraria também o relacionamento entre seus colapsos. A evolução e queda de qualquer sistema monetário com tais características foram por ele descritas como um drama em 3 atos.

No primeiro, a euforia e a irresponsabilidade se misturam resultando no "privilegio exorbitante - nas palavras de De Gaulle - conferido à moeda-chave" (Triffin, 1979. P. 457), na medida da facilidade que desfruta em acertar seus déficits via emissão (no caso de Bretton Woods era clara a assimetria do ajustamento entre os Estados Unidos e os demais países).

No segundo ato, "(...) o preço [da facilidade mencionada acima] já começa a ser pago na emergência de problemas econômicos, sociais e políticos." (Triffin, 1979, P. 457). O financiamento fácil dos problemas externos estimula a valorização da moeda dominante. Mesmo diante de déficits crescentes e desvalorizações das outras moedas, aquela que é âncora do sistema se fortalece cada vez mais (ainda que por pouco tempo) à medida que a paridade ao ouro é mantida. A consequência é que setores importantes da economia (sobretudo o exportador) sofrem com a competição, fruto da valorização da moeda doméstica. Empregos são perdidos e sindicatos e empresas pressionam contra a eventual recessão.

A resposta das autoridades tende a ser uma queda nas taxas de juros e políticas domésticas expansionistas de modo a recuperar a economia. Tais medidas, antes de aliviar os problemas externos, contribuem para seu agravamento.

"A Grã-Bretanha, frente ao alarmante desemprego às vésperas de 1931, manteve altas taxas de juros durante mais tempo que os Estados Unidos econômica e financeiramente menos vulneráveis às pressões externas. [Além disso], (...) o exemplo de 1931 desencorajou os agentes no exterior de reivindicarem conversões para ouro, que os Estados Unidos não teriam sido capazes de cumprir. Se os bancos centrais estrangeiros tivessem reagido ao problema do dólar como reagiram ao da libra esterlina em 1931, teria sido em 1960, ou pouco depois, que a conversibilidade do dólar teria sido suspensa. O dólar [resistiu ] mais dez anos como a moeda dominante graças à aceitação crescente de sua inconversibilidade *de facto*, a qual todos julgavam ser de seu próprio interesse não forçar os Estados Unidos a proclamá-la *de jure*" (Triffin, 1972, p. 458).

No terceiro e último ato, tanto no drama da libra como do dólar, as considerações e objetivos domésticos prevaleceram sobre as políticas externas. As medidas protecionistas e a queda na taxa de juros para recuperar a economia doméstica dão o tom dos déficits que tendem a crescer com a saída de capitais em busca de maiores rendimentos. Ao menor sinal de "vozes" oficiais sugerindo a desvalorização da moeda dominante, os fundos especulativos apressam o inevitável.

**b)** A segunda distinção marcante entre o planejado e o realizado foi que, na prática, o sistema evoluiu para um mecanismo de taxas virtualmente fixas e não ajustáveis. O sistema ajustável tornou-se menos flexível porque as autoridades monetárias, após a experiência das desvalorizações de 1949, não desejavam a perda de prestígio e a possibilidade do efeito dominó nas outras moedas no caso de uma alteração significativa no câmbio. Além disso, os especuladores estavam atentos ao menor sinal de uma futura mudança nas paridades.

A manutenção de paridades fixas exigia um volume grande de créditos disponíveis para financiar eventuais desequilíbrios dos países. E quanto mais avançava a redução nas restrições ao mercado de capitais, mais tais créditos se tornavam necessários. Iniciava-se um jogo de forças entre os países com moedas fracas e fortes. Aqueles exigindo maior volume de créditos para atender às suas necessidades, e estes argumentando que mais crédito induziria os países com desequilíbrios a viverem permanentemente além de suas possibilidades.

A situação se complicava, pois o sistema criou sua própria liquidez à medida que os governos complementavam suas reservas em ouro com o dólar, refletindo a posição



dominante da economia americana e seu grande estoque de ouro. Desse modo, os déficits americanos (e o excepcional privilégio criticado pelos franceses) poderiam ser tão elevados quanto a disposição dos demais países em acumular dólares. Os Estados Unidos poderiam reduzir seus déficits elevando a taxa de juros interna. Um cálculo inadequado por parte dos americanos implicaria excesso ou escassez de liquidez internacional. Tornava-se claro que o sistema de Bretton Woods, ao contrário do que pensavam seus arquitetos, tornava-se assimétrico na medida dessa dependência de dólares.

Com o desenvolvimento do sistema dessa forma, à medida que ele mais se aproximava de um padrão-dólar com taxas de câmbio efetivamente fixas, os três problemas que se esperava que Bretton Woods resolveria emergiram novamente: o problema do ajustamento, o problema da liquidez e o da confiança.

### ***O problema do ajustamento***

Tal problema pode ser analisado em duas partes: a assimetria de ajustamento entre os países devedores e credores; e a assimetria entre os EUA, como centro do sistema, e o resto do mundo.

Focando primeiro no caso dos deficitários e superavitários, a comparação entre os ajustamentos na Inglaterra e na Alemanha dá conta e ilustra a assimetria.

Durante o período de 1959 a 1967, a Inglaterra alternou, repetidamente, políticas monetárias e fiscais expansionistas (para manter o pleno emprego) e contracionistas (visando corrigir os problemas externos). Uma estratégia que ficou conhecida como "*stop and go*". O impacto direto dessas políticas era sobre o saldo no balanço de pagamentos. "*Expansionary policy inevitably led to deterioration in the current account, a decline in international reserves and speculation against parity*" (Bordo, 1992, p. 34).

A tônica do comportamento britânico no período foi a adoção de políticas expansionistas e o agravamento da situação deficitária, o recebimento de empréstimos de

salvamento (o que permitia postergar as políticas de ajuste) e quando a situação já era insustentável, a adoção de políticas restritivas<sup>3</sup>.

Em resumo, as concessões dos empréstimos impediam que a Inglaterra fizesse o seu "dever de casa". O exemplo inglês é importante, pois era um país com déficits crônicos no balanço de pagamentos, o que implicava a necessidade de ações corretivas fortes.

Por outro lado, a Alemanha (ocidental) era um país que durante os anos 50 se defrontou com grandes e sucessivos superávits na conta corrente. Ou seja, um problema oposto ao caso inglês. Concomitantemente aos superávits (e por causa deles), a Alemanha experimentava um fluxo positivo de reservas. A preocupação germânica com as possíveis conseqüências inflacionárias do crescimento do nível de reservas levou as autoridades daquele país a implementarem uma série de medidas que inibissem o fluxo de capitais (tais como proibição de pagamentos de juros). O aperto monetário e fiscal conduzia a períodos de recessão e maiores superávits ainda, com pressões para valorização do marco perante as outras moedas.

Os exemplos da Alemanha e da Inglaterra procuram ilustrar a assimetria no ajustamento. Os países industrializados deficitários recebiam operações de salvamento que lhes permitiam evitar políticas de redução do emprego. Por outro lado, os países superavitários, para evitar a contaminação inflacionária do acúmulo de reservas, eram obrigados a implementar políticas contracionistas.

O segundo componente do problema do ajustamento dizia respeito aos Estados Unidos como centro do sistema. Apesar dos americanos experimentarem superávits na conta corrente nos anos 50 e 60, as saídas de capitais no período, que excediam tais superávits em conta corrente, implicaram conseqüentes déficits no balanço de pagamentos. No início dos anos 50, essas saídas de capitais representavam, basicamente, auxílio para a reconstrução da Europa. Posteriormente, no final dos anos 50 e início dos anos 60, os fluxos de capitais privados já excediam, em grande medida, as remessas oficiais (Bordo, 1992 e 1993 e Triffin, 1972).

---

<sup>3</sup> Em Bordo (1992), páginas 34 a 36, há uma descrição dos vários eventos que marcaram essa trajetória de "stop and go", bem como as operações de salvamento organizadas sobretudo pelos americanos.

TABELA 1.1 - Saldo na conta corrente e da conta de capitais dos EUA, 1958-62 - em milhões de US\$

	<b>Total 1958-62</b>	<b>Média anual</b>	<b>1958</b>	<b>1959</b>	<b>1960</b>	<b>1961</b>	<b>1962</b>
<b>Conta corrente</b>	12.753	2.551	1.484	-657	3.097	4.739	4.090
<b>Conta de capitais</b>	-27.456	-5.491	-4.511	-2.062	-6.721	6.699	-7.463
<i>Oficiais</i>	-13.290	-2.658	-2,304	-2.278	-2.438	-2.963	-3.307
<i>Privados</i>	-14.166	-2.833	-2.207	-216	-4.283	-3.736	-4.156

Fonte: Triffin (1979a, p. 392).

Para as autoridades americanas, a persistência de tais déficits era preocupante na medida em que poderia gerar problemas de confiança sobre a conversibilidade do dólar. Por outro lado, tais déficits eram importantes para fornecer liquidez ao sistema e sua eliminação geraria uma escassez de dólares no mercado mundial.

Mas, para os europeus, a situação americana constituía-se também em um problema por razões diferentes das elencadas acima. O dólar, como a "enésima" moeda (ou moeda chave), privilegiava os americanos visto que eles não precisavam ajustar sua economia de acordo com as restrições externas. O Banco Central americano simplesmente esterilizava as saídas de capitais emitindo mais moeda. A assimetria no ajustamento, nesse caso, era latente. Os alemães protestavam contra essa situação e viam os americanos como exportadores de inflação para os países superavitários (a situação alemã) e sugeriam, como remédio, a adoção de políticas fiscais e monetárias contracionistas pelos países deficitários (principalmente Estados Unidos e Inglaterra).

### ***O problema da liquidez***

Nos anos de 1953 e 1958 o FMI emitiu relatórios sobre a disponibilidade das reservas mundiais baseados na razão entre as reservas e as importações. Ambos os relatórios concluíam que o nível de reservas era adequado para o perfeito funcionamento do sistema. A ressalva era feita no segundo relatório que afirmava que, embora suficiente para o presente, as reservas poderiam se constituir em um problema na década de 60 com o retorno da conversibilidade (Bordo, 1993). Desse modo, o Fundo recomendava que os membros aumentassem suas cotas com o objetivo de elevar a liquidez.

Mas essa posição do Fundo esteve sujeita a muitos debates. Um dos principais críticos dela foi Robert Triffin. Primeiramente, Triffin acreditava que a razão reservas/importações era muito baixa já em 1957 (34% para o G-10, exceto EUA e 31,3% em 1970). Ele argumentava que tal medida deveria ser maior que 40%.

Segundo, além da posição histórica da França (contra a hegemonia da moeda americana ou de qualquer outra moeda além do ouro, visto que o franco francês jamais desempenhou um papel tão importante), que não perdia uma oportunidade para tentar desestabilizar o dólar; o modo assimétrico como o sistema se desenvolveu e a forma de gerar liquidez (déficits americanos) levantaram a questão sobre o que ficou conhecido como o Dilema de Triffin. De acordo com Triffin, o principal problema da liquidez era a inadequação das reservas em ouro<sup>4</sup>. De fato, as projeções para o crescimento do produto e do comércio comparado ao do estoque de ouro mostravam o problema. Já em 1958, conforme documentado em Bordo (1992), para o G-7, um grande "gap" existia entre o crescimento do produto e do volume de comércio e o das reservas de ouro.

TABELA 1.2 - Reservas brutas e líquidas dos Estados Unidos, 1949-71 - em bilhões de US\$

	Valores de final de período				Mudança no período	
	1949	1969	1970	1971	1950-69	1969-71
Reservas brutas	26,0	17,0	14,5	13,2	-9	-3,8
<i>Ouro</i>	<b>24,6</b>	<b>11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>11,1</b>	<b>-12,7</b>	-0,8
Obrigações externas	3,2	17,0	25,3	53,1	13,8	36,1
Reservas líquidas em ouro	21,4	-8,1	-14,2	-42,0	-29,5	-33,9

Fonte: Triffin (1979, p. 459).

Com a inadequação das reservas em ouro perante as necessidades, dizia Triffin, a liquidez para o sistema continuaria vindo dos déficits no balanço de pagamentos americano (tabela 1.1). Esse processo dava origem ao "dilema". O argumento era que o crescimento dos saldos em dólares no exterior tornaria o sistema dinamicamente instável. Enquanto não houvesse dúvidas sobre a conversibilidade dos dólares, acumulá-los era um bom negócio.

Acontece que o ritmo da expansão dos saldos da moeda americana no exterior era superior ao ritmo do acúmulo de ouro, de modo que, já em 1960, pela primeira vez, o passivo monetário dos Estados Unidos no exterior ultrapassava suas reservas (Bordo, 1992). Com a permanência dos déficits, as reservas americanas em ouro declinariam (ou descolariam ainda mais das obrigações em dólar) até que uma crise de conversibilidade eventualmente acontecesse. Se alguns credores, desconfiados da conversibilidade, resolvessem converter seus dólares em ouro, uma "corrida ao ouro" podia ser iniciada (problema de confiança). O receio de Triffin era que, para evitar o colapso do sistema e manter a paridade, os americanos praticassem políticas deflacionárias (elevação dos juros, por exemplo), deixando o sistema carente de liquidez.

Para defender suas moedas, os demais países reagiriam da mesma forma, disparando um espiral deflacionário.

*"The time will certainly come, sooner or later, when further accommodation of short-term liabilities will either have to be slowed down or substantially matched by corresponding increases in our already bloated gold assets. If this were not done on our own initiative, foreign central banks would do it for us by stopping their own accumulation of dollar assets and requiring gold payment instead for their overall surplus with the United States. (...) dollar balances cannot be relied upon to contribute substantially and indefinitely to the solution of the world liquidity problem"* (Triffin, 1960, p. 63, *apud*, Bordo, 1993)

A resposta lógica a esse dilema estaria em adotar outros meios de liquidez internacional em lugar do dólar. A proposta de Triffin era converter todas as reservas em moeda internacional e ter o FMI como o "Banco Central Mundial" de modo a ser capaz de oferecer maior liquidez ao sistema. Na verdade, era um retorno à proposta original de Keynes e o seu ICU.

Na tentativa de buscar soluções para o problema, a inovação chave na era da conversibilidade foi a criação dos DES (Direitos Especiais de Saque).

Intensas negociações entre o FMI e o G-10 (incentivadas pelos americanos) durante os anos de 1965 a 67 aconteceram. Divergências entre os países menos desenvolvidos (que

---

<sup>4</sup> Bordo (1992) apresenta alguns motivos para tal fato como a queda no preço do ouro no-pós guerra, o que poderia eventualmente ter reduzido a produção mundial.

também queriam participar do processo) e os industrializados no que se referia à distribuição dos recursos tiveram como resultado uma elevação uniforme das quotas junto ao FMI.

A decisão não conseguiu, todavia, atender a todos os interesses dentro do grupo do G-10, pois havia a discordância entre as economias de moedas fortes e aquelas de moedas fracas. Os países com moedas fracas queriam mais recursos, ao passo que os de moeda forte temiam o impacto inflacionário do aumento da liquidez. Após muita discussão e o enfrentamento de posições antagônicas entre Estados Unidos e França, na reunião do Fundo de 1969, no Rio de Janeiro, os Direitos Especiais de Saque (DES) foram finalmente criados. Eles foram distribuídos pelo Fundo a todos os membros, de maneira proporcional à quota de cada país.

Uma característica importante desse novo mecanismo é que ele não era vinculado ao ouro, de modo que não sofreria do problema da restrição daquele metal.

Para promover a aceitabilidade do novo meio de pagamento, todos os membros eram obrigados a aceitá-lo quando o Fundo assim o determinasse. No entanto, alguns limites eram impostos. Primeiro, para evitar sua caracterização como um ativo inferior, os países eram obrigados a aceitar o DES, desde que seu estoque não fosse superior a três vezes suas quotas. Além disso, cada país era obrigado a manter por um período de cinco anos, pelo menos 30% de sua quota de DES como reservas (isso evitaria o agravamento do problema da confiança já que não poderia existir uma corrida contra o DES).

A sua utilização ficou restrita ao financiamento de déficits no balanço de pagamentos<sup>5</sup>. Apesar das medidas adotadas, a implementação do DES levantou algumas questões quanto à sua aceitabilidade. Argumentava-se que, como reserva, ele seria menos preferível do que o dólar, dado que seu uso se restringia a operações oficiais no balanço de pagamentos (eles não podiam ser mantidos por agentes privados). Além disso, pagava rendimentos inferiores aos de mercado.

Mesmo com a propalada inovação, a primeira alocação do DES foi acontecer somente em 1970, quando o problema já não era mais de falta de liquidez. Isso porque o persistente déficit externo da economia americana, durante quase toda a década de 60, tinha provido

---

<sup>5</sup> Para usá-lo, um país deveria notificar ao Fundo que destinaria os DES a um país superavitário. Em troca, o país deficitário receberia o valor correspondente em moeda conversível para cumprir suas obrigações. O país deficitário pagaria juros pela conversão e o superavitário os receberia por manter o DES como reservas.

liquidez ao sistema. A demora no processo de negociação fez com que as autoridades solucionassem problemas passados com implicações contraproducentes no presente (Eichengreen, 2000).

### ***O problema da confiança***

O terceiro problema que se esperava Bretton Woods resolveria talvez tenha sido a principal dificuldade da era conversível: a crise de confiança. O padrão ouro-dólar no qual o sistema se desenvolveu estava fadado a ser dinamicamente instável caso o crescimento do estoque de ouro fosse insuficiente para financiar o crescimento econômico e a expansão do comércio mundial (Triffin, 1979 e Eichengreen, 2000).

Apesar do medo de uma crise de conversibilidade ameaçar a estabilidade do sistema, o ouro continuou cumprindo dois papéis importantes. Ele servia como o numerário do sistema, na medida em que todas as moedas tinham sua paridade fixada a ele (direta ou indiretamente através do dólar). Era o ouro também que, até 1968, era usado como lastro para as emissões americanas (25% de ouro eram requeridos) o que, de certa forma, era uma maneira de conter a política monetária expansionista americana.

A primeira possibilidade de uma crise de confiança ocorreu em outubro de 1960, quando os especuladores empurraram o preço do ouro no mercado londrino de US\$ 35,20 para US\$ 40,00. Bordo (1992) argumenta que essa corrida foi disparada pela declaração do vencedor das eleições americanas em 1960 (o partido democrata com Kennedy): "(...) *to get America moving again*". O mercado interpretou como uma política inflacionária que poderia forçar os americanos a desvalorizarem sua moeda em relação ao ouro.

Temendo que a especulação contaminasse as demandas oficiais por conversão, em novembro de 1961 foi oficializado o "*London Gold Pool*", formado entre EUA e sete outros bancos centrais (Bélgica, França, Alemanha, Itália, Holanda, Suíça e Inglaterra) que intervinham no mercado comprando e vendendo ouro para manter o preço a US\$ 35,20 a onça. O Pool conseguiu estabilizar o preço do metal até 1967.

Uma proposta para contornar o problema da confiança era remover os impedimentos para o funcionamento de um padrão-dólar puro. Os Estados Unidos, como a moeda chave,

tinham que seguir uma política que ficou conhecida como "negligência benigna" no que dizia respeito ao balanço de pagamentos. Ou seja, adotar uma postura passiva. Se o mercado precisasse de liquidez, a economia americana entrava em déficit no balanço de pagamentos. Se não, o contrário aconteceria. A principal (e talvez única) restrição sobre os americanos era estabilizar os preços dos bens comercializáveis (para não exportar inflação). Isso estabilizaria também os preços mundiais e o crescimento seria financiado pelos déficits americanos no balanço de pagamentos (maior oferta de dólares). O que não era possível com o compromisso da conversibilidade, pois a capacidade dos americanos em gerar liquidez ficava comprometida. Portanto a solução era desmonetizar o ouro (Bordo, 1992 e 1993).

Certamente tal solução não seria aceita pelos europeus por dois motivos fundamentais: primeiro, eles não iriam concordar com essa completa hegemonia do dólar e, segundo, sem a conversibilidade, não havia um mecanismo que implicasse um compromisso dos americanos com uma política monetária estável.

Em resumo, os problemas do período entre as guerras que o sistema de Bretton Woods visava eliminar retornaram com toda a força no período da conversibilidade. A diferença fundamental é que, ao contrário da deflação de 1931, o mundo experimentou uma explosão inflacionária (Eichengreen, 2000).

Com o fim da tentativa do "Pool" do Ouro em março de 1968, o sistema monetário internacional transformou-se em um padrão-dólar de fato. A instabilidade foi crescendo até que em agosto de 1971 a "janela do ouro" foi fechada.

*"(...) the collapse of a system based by the fatal flaws of the gold exchange standard and the adjustable peg was triggered by an acceleration in world inflation, in large part the consequence of an earlier acceleration of inflation in the United States"* (Bordo, 1992, p. 51).

A inflação americana foi fortemente influenciada por políticas domésticas expansionistas no início dos anos 60 e refletia a preferência das autoridades pelo pleno emprego. E, mais tarde, na segunda metade dos anos 60, a expansão monetária ajudava a financiar grande parte dos déficits orçamentários associados à guerra do Vietnã e aos gastos sociais.

Após 68, de acordo com Bordo (1992), Eichengreen (2000) e Solomon (1971) vários acontecimentos sucederam-se e foram determinando o final do sistema:



- a) Greves e manifestações de estudantes na França, em maio de 68, as quais o governo respondeu com políticas expansionistas. Isso provocou um ataque especulativo contra a moeda francesa e queda nas reservas.
- b) Ao mesmo tempo, a Alemanha sofria ataques para valorização de sua moeda (devido à sua baixa inflação e rápido crescimento real). Fundos especulativos migravam da França para a Alemanha.
- c) Apesar do superávit no balanço de pagamentos americano em 68 e 69, em 1970 o déficit retornou atingindo US\$ 9 bilhões. Até agosto de 1971 já alcançava a cifra de US\$ 30 bilhões. Isso representou uma enxurrada de dólares para os países superavitários.
- d) Em maio de 1971, o Banco Central alemão suspendeu as operações no mercado de câmbio e deixou o marco flutuar. Ações semelhantes foram adotadas por Áustria, Bélgica, Holanda e Suíça. (Solomon, 1971, p. 179).
- e) Em abril de 1971, a balança comercial americana apresentou déficits e "vozes influentes" exigiam uma desvalorização do dólar.

Finalmente, com a decisão britânica e francesa, no início de 1971, em converter dólares em ouro, a suspensão da conversibilidade foi apresentada. Em 15 de agosto de 1971, quando o comprometimento dos Estados Unidos para com os bancos centrais estrangeiros alcançou mais de quatro vezes suas disponibilidades de ouro, o presidente americano anunciou que iria "(...) *to suspend temporarily the convertibility of the dollar in gold or other reserve assets*" (Bordo, 1992, p. 55). A decisão americana derrubou um dos aspectos-chave de Bretton Woods. O outro, a paridade ajustável, desapareceu 19 meses depois. A "descida do pano" - previsível e anunciada, dadas as inconsistências que o padrão-dólar trazia consigo - não pôde ser mais postergada. Os países foram obrigados a reconhecer a "bancarrota de um sistema que tinha que ser reformado em seus próprios fundamentos e não simplesmente remendado" (Triffin, 1972, p. 458).

### 1.1.3 - Conclusões e lições de Bretton Woods

As limitações dos mecanismos de ajuste de Bretton Woods tornaram-se evidentes diante da redução nas barreiras ao comércio. Com o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes dos países, já não era possível o rigor nas exigências de importações. Em face da relutância dos países em ajustar o câmbio no caso de um eventual desequilíbrio ou implementar políticas de redução de demanda, somada à perda das barreiras comerciais, ficava cada vez mais problemático conciliar os equilíbrios interno e externo. A única alternativa era o controle de capitais que, mesmo assim, não se mostrou tão eficiente dada a gama de possibilidades de vazamentos via conta corrente (aumento do número de empresas multinacionais, sub e superfaturamento de importações e exportações etc.).

Então, por que os países eram tão resistentes em desvalorizar a moeda? Basicamente por dois problemas: confiança e reputação. De fato, os arquitetos de Bretton Woods muniram o sistema de mecanismos que impediam a mudança freqüente do câmbio. Primeiro, a exigência de aprovação pelo Fundo para mudanças significativas inibia a iniciativa pois sempre havia a possibilidade de vazamento dos planos e suas conseqüências perversas. Segundo, a necessidade de que desvalorizações "discretas" ocorressem somente num ambiente de desequilíbrio fundamental impedia procedimentos em antecipação a eventos previstos deixando com que os movimentos na taxa de câmbio ocorressem somente em meio a crises, quando nada mais pudesse ser feito e os prejuízos já sentidos pela economia.

Desse modo, os governos reiteravam repetidamente seu compromisso com a paridade objetivando acalmar o mercado e não agravar as dificuldades. A inflexibilidade das taxas de câmbio sob esse sistema de "flexibilidade administrada" decorreu de incentivos perversos e transformou-o de fato em um sistema de câmbio fixo. (Bordo, 1992; Eichengreen, 2000; Krueger, 1997; Eichengreen; Sussman, 2000 e Bordo, 1993).

Somado ao problema, havia a pequena margem de manobra para aumentar a taxa de juros e aplicar políticas fiscais restritivas. O pacto social do pós-guerra impedia tais políticas, na medida em que a redução nas reivindicações dos trabalhadores, em troca da promessa dos capitalistas de reinvestirem maior parcela dos lucros, era interessante somente em um ambiente de crescimento econômico. As promessas políticas giravam em torno desse objetivo e qualquer descumprimento poderia perturbar a "ordem" nacional. O que tornou possível a

sobrevivência de Bretton Woods, diante dessa bomba relógio prestes a estourar, foi, em grande parte, a cooperação internacional durante o período<sup>6</sup> (Eichengreen, 2000).

Em uma perspectiva ex-post, segundo Bordo (1992), o colapso de Bretton Woods pode ser resumido via quatro principais causas. Primeira, o problema estava intrínseco no padrão ouro-dólar, pois colocava os Estados Unidos sob a ameaça constante de uma crise de conversibilidade. Além disso, o medo de alterações mais acentuadas nas paridades, junto com a crescente mobilidade de capitais, fez com que o sistema se desenvolvesse de forma insustentável (com taxas fixas e rígidas de câmbio) sem o efetivo mecanismo de ajustamento (como aquele que deveria funcionar num padrão ouro puro).

Quando os principais países europeus começaram a flexibilizar os controles de capital sobre suas moedas, a vulnerabilidade do sistema tornou-se mais presente. Uma combinação de políticas insustentáveis que contemplavam câmbio fixo, livre mobilidade de capitais e políticas monetárias independentes determinou definitivamente o fim do sistema (era só uma questão de tempo).

Cenário semelhante tem vivido os países em desenvolvimento nos anos 90, fazendo com que eles aprendam (muitas vezes da maneira mais difícil) que não podem conciliar políticas monetárias independentes (no sentido de não privilegiar o setor externo) e manter suas moedas atreladas ao dólar em um mundo onde os capitais podem fluir livremente (Vásquez, 1999).

Segunda, a política monetária americana foi inadequada para uma economia que detinha a moeda chave para o sistema. A obrigação americana era manter a estabilidade dos preços. Ao contrário, implementou políticas inflacionárias que foram determinantes para o fim do sistema.

Terceira, os países superavitários desejavam cada vez menos se ajustar (diga-se, valorizar suas moedas). O "gap", entre os interesses americanos e os dos principais países industrializados, refletia o declínio da força política americana. Os países não estavam dispostos a valorizar suas moedas (e perder competitividade) e nem continuar absorvendo grandes volumes de dólares e seus impactos inflacionários.

---

<sup>6</sup> Em Eichengreen(2000), pág. 168-170, há a descrição de vários acontecimentos que confirmam essa hipótese.

Quarta, com os regimes democráticos e a ascensão dos partidos de esquerda, sobretudo em alguns países da Europa, tornara-se cada vez mais difícil sustentar um câmbio fixo e corrigir os problemas no balanço de pagamentos via políticas restritivas. A estabilidade cambial não era mais o único objetivo das políticas<sup>7</sup>.

### As lições<sup>8</sup>

Em 1941, John Maynard Keynes escreveu que, imaginar algum mecanismo de ajuste automático e funcionamento perfeito que preserve o equilíbrio, bastando que com isso apenas confiemos no "*laissez-faire*", era uma fantasia doutrinária que desconsiderava as lições da experiência histórica (Eichengreen, 2000, p. 180). Mesmo durante o padrão-ouro, onde se supunha existir tal mecanismo, ele funcionou muito mais pelas políticas ativas dos países no que se referia à elevação da taxa de juros e a outras políticas restritivas, do que às saídas e entradas de ouro em grande escala. "Esse comportamento dificilmente poderia ser qualificado como "*laissez-faire*", pois dependia do gerenciamento por parte dos bancos centrais e era em função de condições políticas" (Eichengreen, 2000, pág. 181).

Quando a conversibilidade foi finalmente restabelecida em 1958, mudanças na conjuntura política implicavam que as medidas restritivas adotadas durante o padrão-ouro para restabelecer o equilíbrio já não eram facilmente implementáveis. Além disso, o próprio retorno da conversibilidade e o desenvolvimento dos mercados e instrumentos financeiros tornavam o uso dos controles menos eficientes. A única alternativa seria alterações nas paridades, exatamente aquilo que o sistema de Bretton Woods visava inibir. Os governos

---

<sup>7</sup> Em boa parte dos países europeus, especialmente na França, Alemanha e Inglaterra - que funcionavam como segundas forças atrás da toda poderosa economia americana - o que se viu foi uma ascensão e um fortalecimento dos partidos de esquerda e trabalhistas, bem como de suas reivindicações. Desse modo, uma acomodação com os trabalhadores e um pacto social que impedisse greves e distúrbios era fundamental para a reconstrução européia.

Os trabalhadores concordavam em reduzir suas reivindicações em troca de um compromisso dos governos com o pleno emprego e o crescimento econômico. Esse pacto tinha implicações importantes e fundamentais no ajuste do setor externo. No período do padrão-ouro, um desajuste, em geral, era combatido com elevação da taxa de juros, o que desestimulava investimentos e prejudicava o crescimento. A queda no nível de atividade reduzia importações e ajudava a economia a restaurar o equilíbrio externo às custas do crescimento e do emprego doméstico. Políticas nesse sentido já não eram tão facilmente implementáveis no pós II Guerra, visto que colocaria em risco a acomodação entre capital e trabalho. "(...)por isso os países europeus ao registrarem problemas em seu balanço de pagamentos, não podiam tentar se ajustar através da elevação em suas taxas de juros. O único recurso era implementar controles de câmbio" (Eichengreen, 2000, p. 152).

eram obrigados a desmentir qualquer especulação sobre alterações nas paridades e lutar contra as desvalorizações. Assim, a inadequação dos mecanismos de ajuste que estavam disponíveis aos países e a dificuldade de manter um sistema de câmbio fixo, aliada à mobilidade de capitais, podem ser consideradas como a primeira lição de Bretton Woods.

Americanos, europeus e japoneses, como parceiros na Guerra Fria, determinaram que, apesar de todos os problemas de ajustamento, o sistema tenha funcionado por um longo período. A cooperação é a segunda lição de Bretton Woods. De onde se pode concluir que ela será mais intensa em outros sistemas, quando for parte de uma rede de vantagens políticas e econômicas recíprocas.

Mas havia limites à cooperação. À medida que o apoio ao dólar se tornava mais oneroso e ameaçava objetivos domésticos, os parceiros ficavam cada vez menos inclinados a cooperar. O fato de que a defesa da moeda não era mais o único objetivo doméstico, mostrava que a certeza sobre as paridades se tornava cada vez menos uma verdade em um ambiente politizado. Essa é mais uma lição de Bretton Woods.

---

<sup>8</sup> Baseadas nas conclusões de Eichengreen (2000).

## 1.2 - O FMI na era pós-Bretton Woods

As décadas que se seguiram ao colapso do sistema de Bretton Woods testemunharam uma avalanche de mudanças no ambiente econômico internacional. Um ambiente bem distinto daquele imaginado pelos arquitetos de Bretton Woods, onde a eliminação dos controles de capitais (e o crescimento do tamanho e da agilidade daqueles fluxos), o câmbio flutuante, a maior integração entre os países, tanto via abertura comercial como do fluxo de capitais, e o crescimento do número de membros do FMI tomaram lugar de destaque.

Com o fim do câmbio fixo em 1973, a principal função do FMI não fazia mais sentido. No novo ambiente, os países podiam livremente escolher o regime cambial. As taxas fixas tinham como características uma âncora nominal aos preços, bem como a imposição de uma disciplina monetária e fiscal. E as taxas flutuantes, em tese, isolariam os países de choques externos e permitiriam uma certa independência de políticas buscando objetivos domésticos. Assim, o que se viu foi uma tendência, pelo menos dos países desenvolvidos, de se moverem em direção à segunda opção.

Com esse movimento ao encontro do câmbio flutuante, desapareceria (ou seria bem menor) a necessidade de reservas e recursos para financiar os problemas externos. Desse modo, aparentemente, o único papel deixado ao Fundo era a vigilância. Uma vigilância não mais no sentido de um câmbio fixo, mas, agora, na busca de uma política cambial (e monetária) responsável por parte dos países membros. Ao FMI ainda caberia fornecer informações e "conselhos" de políticas.

Apesar dessa expectativa, os desequilíbrios na conta corrente não foram rapidamente eliminados e nem desapareceram. As reservas oficiais continuaram a fazer parte dos ativos externos e os problemas no balanço de pagamentos não foram corrigidos exclusivamente via ajustes no câmbio (tabela 1.3), sugerindo que as autoridades continuaram a intervir no mercado cambial<sup>9</sup>. A diferença é que agora não havia o compromisso explícito com alguma paridade.

---

<sup>9</sup> Tal fato pode ser um indício de que, apesar da flexibilidade no câmbio, os países continuaram a contar com as reservas e outras medidas para financiar os desequilíbrios muito mais do que com alterações no câmbio.

"(...) the empirical evidence clearly shows that for most countries reducing payments imbalances under the regime of generalized floating exchange rates has not been wholly-painless. Typically, correction of an current account deficit has been accompanied by large output losses, as well as by real exchange rate depreciation" (Masson; Mussa, 1997, p. 11).

TABELA 1.3 - Mudanças no saldo em transações correntes, PIB, câmbio real e reservas - países selecionados - média do período em (%)

Países	Anos	$\Delta\%$ na razão TC/PIB	$\Delta\%$ na taxa de crescimento do PIB <sup>(a)</sup>	$\Delta\%$ na $\Delta$ das Reservas <sup>(c)</sup>	$\Delta\%$ no câmbio real <sup>(b)</sup>
Países em desenvolv.					
<i>Argentina</i>	1980-89	78,99	-83,16	2,06	12,92
<i>Bolívia</i>	1980-89	681,04	-808,83	-26,36	-0,57
<i>Equador</i>	1990-99	164,67	-77,12	115,38	-0,59
<i>Chile</i>	1990-99	71,72	-7,55	82,70	-4,19
<i>México</i>	1990-99	30,79	-0,57	120,61	-3,59
<i>Paraguai</i>	1971-79	33,11	11,50	149,27	-10,59
<i>Brasil</i>	1990-99	1,92	98,44	725,97	1,92
Países da OCDE					
<i>Austrália</i>	1980-89	15,70	17,82	801,39	-4,07
<i>Alemanha</i>	1971-79	113,51	-52,12	-37,14	-11,69
<i>Grécia</i>	1980-89	11,78	-40,30	-34,22	-2,48

**Fonte:** Banco Mundial (2002)

**Notas:**  $\Delta\%$  é a variação percentual, (a) refere-se a mudanças percentuais da taxa de crescimento do PIB a preços constantes, (b) variação do câmbio nominal descontada da inflação doméstica medida pelo índice de preços ao consumidor e (c) é a variação percentual da mudança nominal do volume de reservas.

Uma segunda mudança no ambiente econômico que transformou o mundo e o deixou bem distinto daquele imaginado pelos arquitetos de Bretton Woods, foi a crescente integração entre as economias.

Logo no período pós II Guerra Mundial, a integração veio principalmente via troca de mercadorias, que refletia o esforço para eliminar as barreiras vigentes na era entre as Guerras. A queda nas tarifas bem como a redução nos custos de transporte permitiu um crescimento sustentado no processo de integração, que contou, em grande medida, com a contribuição do FMI promovendo a ampliação da conversibilidade nas operações da conta corrente.

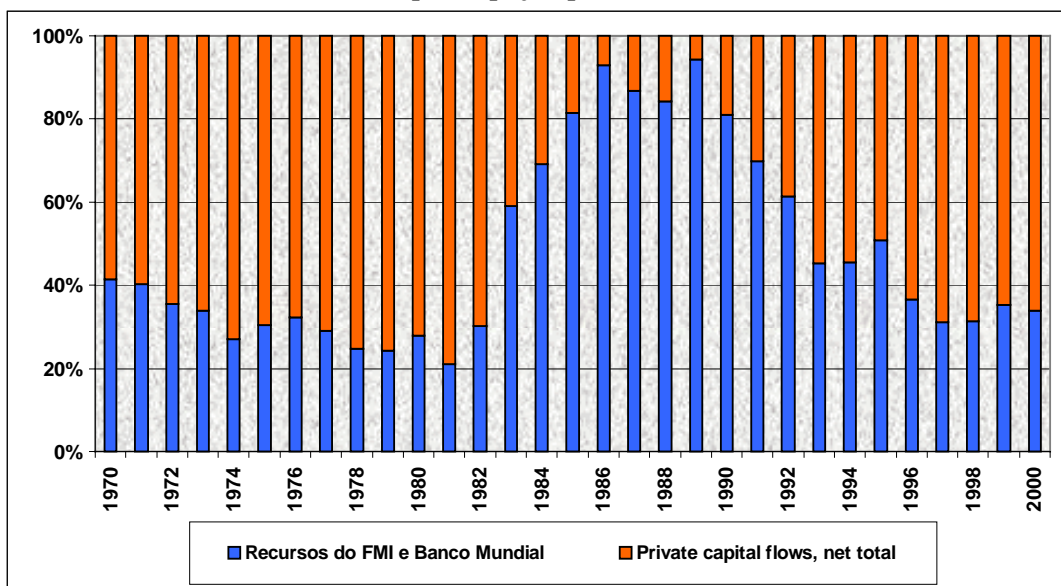
Com a tendência à eliminação nas barreiras comerciais, a liberdade dos capitais também não demorou a chegar, e a integração naqueles mercados aconteceu de uma forma

bem mais dramática, com a maioria dos países desenvolvidos virtualmente completando o processo e muitos, em desenvolvimento, avançando na mesma direção.

Todo esse comportamento resultou em significativas reduções nos custos do comércio e das transações monetárias, o que implicou profundas alterações no papel do FMI. Agora, o capital privado efetivamente podia substituir o financiador oficial dos desequilíbrios no balanço de pagamentos (Bordo e James, 1999). Embora isso não tenha se tornado uma realidade para todos os países.

Conforme documentado em Rodrik (1995), as transferências de recursos vindos de fontes multilaterais e bilaterais não foram substituídas e tampouco tornaram-se tão insignificantes como se poderia imaginar. Além disso, desempenharam um importante papel estabilizador principalmente na década de 80 quando os fluxos privados desapareceram, dado que aqueles recursos não estão sujeitos a fortes reversões cíclicas como acontece com os capitais privados. A visão de que os empréstimos multilaterais tornaram-se pequenos após o colapso de Bretton Woods se comparados a outras fontes, argumenta Rodrik, é verdadeira somente para certos períodos (como o fim da década de 70 e início dos anos 90).

GRÁFICO 1.1 - Recursos privados e de agências multilaterais<sup>10</sup> para a América Latina - 1970-2000 - em participação percentual de cada fonte.



<sup>10</sup> Ver Anexo G para descrição das variáveis.



**Fonte:** Banco Mundial (2002).

O desenvolvimento do mercado de capitais trouxe também duas importantes implicações para o Sistema Monetário Internacional. Primeiro, ele tornou mais difícil manter eventuais taxas de câmbio fixas no longo prazo se políticas consistentes e críveis não fossem implementadas (novamente o conflito entre objetivos que influenciou a queda de Bretton Woods está presente)<sup>11</sup>. Se as paridades não são sustentadas por políticas coerentes com esse objetivo, os fluxos especulativos mostram sua força<sup>12</sup>.

Segundo, permitiu aos países financiarem seus déficits (que não necessariamente surgem devido a políticas inapropriadas), beneficiando, assim, credores e devedores, mas com o efeito colateral de permitir atrasos nos ajustes e no combate às verdadeiras causas dos problemas.

A questão aqui não é condenar a maior liberdade e mobilidade do capital, mas sugerir *"(...) that modern regime of international capital mobility is not perfect and that the IMF's financing and surveillance activities may therefore be able to help improve its performance"* (Masson e Mussa, 1997, p. 18).

Mesmo porque a crescente integração resultou em ganhos que contribuíram para a prosperidade no pós guerra, muito embora ela também tenha implicado em maior exposição dos países a choques externos que se transmitem tanto via mercado de bens como de capitais. Justamente os choques que o câmbio flutuante buscava acomodar.

E a influência negativa desses choques é sentida mais de perto pelos países em desenvolvimento que, em geral, são mais frágeis. Primeiro, porque suas economias são mais dependentes da geração de divisas proporcionadas por um conjunto pequeno de bens primários exportáveis e mais sensíveis a flutuações nos preços e na demanda. Segundo, como eles não podem tomar emprestado em suas próprias moedas, precisam contar com divisas externas para financiar seus problemas no balanço de pagamentos. Acontece que nem sempre

---

<sup>11</sup> Como exemplos mais recentes, pode-se citar a crise de 1992-93 do Mecanismo de Câmbio do Sistema Monetário Europeu, o México em 1994, os países asiáticos em 1997, o Brasil em 1999 e 2002, e a crise da Argentina em 2001.

<sup>12</sup> Muito embora a própria integração e desenvolvimento do mercado de capitais em alguns casos possa ajudar na defesa de um câmbio fixo, aliviando as pressões, claramente essa possibilidade não é uma garantia de sucesso (Masson e Mussa, 1997).

essas divisas estão disponíveis na medida e no tempo das necessidades. O que torna tais países, muitas vezes, demasiadamente sujeitos a problemas de contágio.

### 1.2.1 - Atribuições

No cenário de câmbio livre e maior integração, o Fundo tinha que buscar uma nova razão para sua existência. Aqueles favoráveis a um novo papel para a instituição e que ainda a consideravam como tendo uma importância central na nova estrutura da economia internacional, argumentaram que novas fontes de falhas de mercado surgiram e, com elas, a necessidade de uma instituição como o FMI (Krueger, 1997)

Pois, ao contrário do que se esperava, o novo sistema de câmbio flutuante (mas, gerenciado) criou também um conjunto de problemas que, se diferentes daqueles de Bretton Woods, em essência, apresentam impactos semelhantes sobre as economias: pressões sobre o balanço de pagamentos que não foram automaticamente ajustados. "(...) *these problems dictated the need for active demand management and IMF policy advise and also the need for IMF resources and conditionality as before*". (Bordo; James, 1998, p. 13)

A crescente integração e interdependência entre as economias e os mercados de capitais implicou que a independência aos choques externos que o câmbio flutuante deveria fornecer foi perdida e a necessidade de financiamento e conselhos do FMI retornou. O fluxo de capitais que historicamente deveria trazer aumento ao bem-estar na medida em que deslocaria poupança dos países superavitários para os deficitários trouxe, também, perigo e instabilidade. Isso porque, na prática, ele não funcionou como teoricamente se esperava e apresentou algumas distorções.

Apesar do mercado de capitais privado servir como uma fonte adicional de reservas aos países em desenvolvimento, facilitando o ajustamento em caso de desequilíbrios em tempos de crise, ele mostrou-se muito caro naqueles períodos. Além disso, em geral, não estão disponíveis para todos os países. Aqueles mais pobres não dispõem do facilitador, o que tornou novamente o ajuste a problemas externos assimétrico.

conjunto de ações do FMI, visto que a aprovação por parte da instituição de determinadas políticas econômicas adotadas pelos países membros tomam a forma da liberação de empréstimos, e não somente de um pronunciamento.

Certamente existem ainda algumas razões e espaço para o FMI, ou qualquer instituição nos seus moldes. A questão é se efetivamente o FMI está preparado para esses novos desafios. E, se está, se tem se envolvido e realizado essas novas tarefas eficientemente.

Enquanto é difícil uma resposta definitiva a esta questão, ela será em parte respondida pelo capítulo seguinte, onde as principais críticas destinadas ao Fundo são enfocadas. E, em parte, nas considerações finais, onde algumas propostas de reforma serão sintetizadas.

### **1.2.3 - O que o FMI faz**

Em geral, as pessoas vêem o FMI como uma instituição internacional que fornece créditos a países que se encontram em dificuldades. Tais dificuldades acontecem ou por conta de erros de política ou por eventos externos que afetam diretamente as finanças externas do país. Em troca dos recursos, o país é obrigado a implementar uma série de medidas (às vezes dolorosas) que incluem tipicamente políticas fiscais e monetárias restritivas que reduzam o déficit público e elevem a taxa de juros, alterações na taxa de câmbio, etc.

A visão acima, apesar de mostrar o que a maioria das pessoas pensa, é parcial. De acordo com o primeiro artigo dos Artigos do Acordo que criaram o FMI e o sistema de Bretton Woods, suas atribuições são bem mais amplas<sup>25</sup>.

Para alcançar aqueles objetivos, o Fundo aconselha os países membros sobre as políticas econômicas consideradas eficientes e, eventualmente, fornece recursos de curto prazo para os países em dificuldades no balanço de pagamentos. Para tanto, ele conta com uma série de instrumentos e um grupo de especialistas que desenvolve e aperfeiçoa esses instrumentos.

---

<sup>25</sup> Ver seção 1.1.1 e Anexo B.

Sua burocracia é formada, grosso modo, da seguinte forma. Cada sócio tem um assento no "*Board of Governors*" (Conselho de Diretores) representado, em geral, pelo Ministro das Finanças (ou da Economia) de cada país e se reúnem normalmente uma vez por ano<sup>26</sup>. As decisões do dia a dia são tomadas pelo "*Executive Board*", e os seus 24 componentes (Diretores Executivos) são eleitos (ou nomeados) pelos países membros (ou grupo de países) de acordo com um distrito eleitoral proporcional às cotas de cada membro (ou grupo de países)<sup>27</sup>. Exceção é feita aos cinco maiores (E.U.A, Alemanha, Japão, França, e Inglaterra) que ocupam necessariamente cinco cadeiras (uma para cada país). O "*Executive Board*" indica seu "presidente", o "*Managing Director*". Além disso, no primeiro escalão, o Fundo ainda possui um "*First Deputy Managing Director*" e outros dois Vice-Diretores Gerais (Bordo; James, 1999 e IMF, 2001).

As atividades desenvolvidas nos dias de hoje, de certa forma, procuram guardar correspondência com suas funções originais:

I) O FMI ainda considera, como seu principal objetivo, promover a estabilidade, assegurando o bem-estar da economia mundial através de auxílio financeiro e "conselhos". Assim, "(...) *the IMF tries to influence the policies of members, in the belief that poor policies have an adverse effect that extends beyond national frontiers*" (Bordo e James, 1999, p. 5).

Na sua função de monitorar e vigiar os acontecimentos da economia mundial, o FMI usa dois instrumentos principais. O primeiro, mais amplo, considera as inter-relações entre as políticas e performance dos membros com o ambiente econômico como um todo. Vários exercícios e desenvolvimento de modelos utilizando cenários diferentes são implementados. Tais exercícios, executados pelo "*staff*" do FMI, são discutidos e apresentados na publicação "*World Economic Outlook*", entre outras.

---

<sup>26</sup> As principais decisões estão sujeitas a voto dos membros, de acordo com suas cotas, e necessitam de 85% de aprovação. Como os E.U.A possuem cerca de 18% das cotas, nenhuma decisão importante é tomada sem a concordância americana.

<sup>27</sup> "*Each member has 250 basic votes plus 1 additional vote for each SDR 100,000 of quota*" (FMI, 2001, p. 04). Portanto, as cotas definem o poder de voto de cada país. Como um exemplo, o Brasil tem seu voto básico mais 30.361 referentes à sua cota. Por outro lado, os Estados Unidos, além do voto básico, têm também 371.493 correspondentes à sua contribuição no capital do FMI.

No segundo, o FMI promove uma "vigilância bilateral", baseada em consultas regulares de acordo com o artigo IV do Acordo. Mais recentemente, na década de 90, essas consultas têm mantido uma regularidade anual em resposta à crença de que alguns problemas na economia internacional foram frutos de inadequada vigilância<sup>28</sup>.

- 2) Antes de qualquer coisa, o FMI é uma instituição financeira que fornece créditos aos seus membros (que na terminologia do FMI são chamados de "retiradas"). Tais retiradas são proporcionais à cota de cada país. Os créditos têm sido fornecidos em "*tranches*" (unidade de medida que corresponde a 25% da quota do membro<sup>29</sup>). O primeiro "*tranche*" está disponível automaticamente sem restrições. "*Tranches*" adicionais são liberados mediante discussão de políticas a serem implementadas (condicionalidades). Quanto maiores as necessidades, maiores as retiradas e mais severas as condicionalidades<sup>30</sup>.
- 3) Ao FMI também cabe a tarefa de gerar liquidez criando reservas adicionais via emissão de DES (Direitos Especiais de Saque). Atualmente, com o crescente fluxo de recursos do mercado de capitais, é difícil de se imaginar o FMI criando liquidez em resposta a uma necessidade geral. Por isso mesmo, desde a década de 70, nada de DES tem sido criado para essa finalidade.
- 4) Dentro de seus objetivos, outra tarefa atribuída ao FMI é a coleta e disseminação de informações sobre as economias dos países membros. Tais informações são apresentadas de um modo padrão (o que facilita comparações entre países) na publicação "Estatísticas Financeiras Internacionais". Essa maior divulgação de informações vem do pensamento de que a "vigilância" é mais efetiva quando um número maior de dados se torna disponível (a um custo baixo) aos participantes do mercado.

---

<sup>28</sup> Bordo e James (1999) criticam que, em alguns casos, os relatórios sobre os países membros não são suficientemente críticos devido ao "clientelismo" e às boas relações mantidas entre membros do "*staff*" do FMI e do alto escalão dos países. Além disso, o resultado das consultas individuais é divulgado como "informação pública" somente com o consentimento do país membro, de modo que há um viés otimista nos resultados divulgados.

<sup>29</sup> Em Bordo e James (1999), Krueger (1997), Guitian (1995) e IMF (2001) e anexo D, há descrição das principais linhas de crédito do FMI com respectivos prazos, carências e alocações.

<sup>30</sup> O FMI cobra juros sobre seus créditos. Em geral, as taxas são equivalentes àquelas de mercado dos países mais desenvolvidos.

- 5) O FMI, através de seu instituto, fornece treinamento e "assistência técnica" aos países membros sobre assuntos diversos ligados à adoção de padrões internacionais.

### 1.3 - Programas de ajuste: racionalidade, procedimentos e mudança de percepção sobre os problemas

O FMI foi criado há mais de meio século com uma função clara e específica: a promoção da cooperação econômica e financeira entre os membros. Esperava-se que tal cooperação fosse a melhor maneira de atingir os objetivos econômicos considerados essenciais à época, bem como evitar as políticas adotadas pelos países no período entre as duas grandes guerras.

Para esta finalidade, o parágrafo V do artigo I dos Artigos do Acordo estabelecia as condições gerais de um suporte financeiro:

*"To give confidence to members by making the general resources of the Fund temporarily (negrito adicionado) available to them under adequate safeguards (negrito adicionado), thus providing them with an opportunity to correct maladjustment in their balance of payments without resorting to measures destructive of national and international prosperity" (Anexo B).*

Então, desde a sua criação, era previsto que o FMI agiria como uma fonte de recursos financeiros para auxiliar os países membros em dificuldades no balanço de pagamentos. Durante esse relacionamento do Fundo com os seus membros, um conjunto de regras foi desenvolvido e adaptado para possibilitar o uso desses recursos disponibilizados pela instituição. Este corpo de regras e procedimentos ficou conhecido como "condicionalidades", cujo objetivo:

*"(...) is to make as sure as possible that the drawing country pursues a set of policies that are, in the Fund's view, appropriate to its economic situation in general and to its payments situation in particular" (Polak, 1991, p. 24).*

*"(...) is intended to enable a country to achieve a sustainable medium-term balance of payments at an acceptable and sustainable rate of growth, without adverse spillovers to neighboring countries" (IMF, 2001a, p. 07).*

Essa sustentabilidade no balanço de pagamentos, perseguida pelas condicionalidades, pode requerer, eventualmente, uma combinação entre políticas macroeconômicas e reformas estruturais com o objetivo de fortalecer (restaurar) a eficiência da economia e reduzir a vulnerabilidade a choques. Mas essas condicionalidades estruturais devem ser usadas somente na medida da necessidade, ou seja, devem restringir-se àquelas que são estritamente

necessárias ao objetivo a que se propuseram, evitando, assim, a oportunidade e a "tentação" de usá-las para impor reformas indesejáveis aos países (IMF, 2001a).

### **1.3.1 - Por que as condicionalidades são necessárias?**

De acordo com os Artigos do Acordo, o uso dos recursos do Fundo deveria ser temporário e sujeito ao atendimento de determinadas garantias. De outro modo, os países que os recebem devem observar ou se adequar ao "código de conduta" da instituição. Para ser candidato aos recursos, o país membro deve estar experimentando dificuldades no balanço de pagamentos que, por hipótese, são temporárias e geralmente eliminadas mediante a adoção de determinadas medidas (sugeridas pelo FMI) compatíveis com o código de conduta a que os membros se comprometeram.

O fato dos recursos serem temporários e sujeitos a adequadas garantias não só protege os ativos do FMI como também assegura que a expectativa de suporte em situações de dificuldades externas não crie um incentivo para políticas ineficientes, tampouco induza a postergar o ajuste (Masson e Mussa, 1997). Além disso, a busca de socorro junto ao Fundo, para evitar recorrer a medidas que destruam a prosperidade, não implica um ajuste sem dor, mas, sim, a crença de que o suporte financeiro possa ajudar a impedir aquelas medidas que desnecessariamente seriam muito rígidas e prejudicariam o país em dificuldades.

Tais princípios gerais foram materializados em procedimentos operacionais (as condicionalidades) que têm sua racionalidade determinada segundo alguns pontos que, dentre os principais, Guitian (1995) elenca: perigo moral, proteção dos ativos do FMI e a natureza cooperativa do acordo.

### **Risco moral**

Como em outros exemplos da intervenção do governo na economia, a disponibilidade de recursos pelo FMI poderia gerar efeitos indesejáveis sobre os incentivos dos agentes e do próprio governo. É bem provável que um determinado país, na certeza de que será socorrido



pelos recursos do Fundo na eventualidade de problemas, adote um conjunto de políticas menos eficiente do que de outra maneira seria adotado. A este comportamento dá-se o nome de risco moral.

Se, por um lado, é desejável fornecer aos países membros uma certeza no que diz respeito ao uso dos recursos do Fundo, propiciando um razoável apoio que estará disponível aos membros que aceitarem os riscos inerentes à adoção de medidas de maior abertura (o que conduz à automaticidade nos direitos de retiradas), por outro, também importante é a necessidade de proteger os interesses da instituição no sentido de que o desequilíbrio seja superado. "*(...) this line of argument, of course, led in the direction of conditionality in drawing rights and (...) is the one on which consensus was finally reached.*" (Guitian, 1995, p. 796). Assim, uma primeira razão para a imposição de condicionalidades no uso dos recursos do Fundo é a necessidade de conter a ocorrência do risco moral.

Em resumo, a existência dos recursos do Fundo fornece uma garantia aos países membros de que eles serão socorridos na ocorrência de choques adversos que impliquem desequilíbrios externos. No entanto, como na maioria das atividades de seguro, surge a possibilidade de risco moral. O estabelecimento de condições para a disponibilização desses recursos tenta conter a ocorrência de tal distorção.

### **Proteção dos ativos do Fundo**

Uma outra questão que tende a justificar as condicionalidades é a necessidade de proteção dos ativos do FMI. Por meio dos empréstimos aos países membros, o FMI investe seus recursos e, para que eles possam atender ao maior número de membros, a quitação dos débitos não pode ser deixada exclusivamente por conta da performance dos devedores. Assim, as condicionalidades, na medida em que focam sobre a efetividade das políticas econômicas domésticas, são também um instrumento para garantir a qualidade dos ativos do Fundo.

Sob este ponto de vista, é natural que o FMI encoraje seus membros a adotarem políticas corretivas mesmo quando os desequilíbrios ainda não estejam presentes, mas a trajetória da economia se mostre insustentável. Isso reduz não só o custo do ajustamento (pois ele é implementado em uma conjuntura mais favorável) mas também o risco nas operações de

empréstimos. Por outro lado, quando o país em dificuldades adia o ajustamento e o desequilíbrio cresce, os custos se elevam e com eles os riscos no apoio financeiro, de modo que políticas mais efetivas devam ser implementadas.

### **A natureza cooperativa do acordo**

O último aspecto das operações financeiras que justifica a aplicação das condicionalidades abordado por Guitian (1995) é a natureza dos recursos que são disponibilizados para empréstimo. Pelo menos em tese, dado que os recursos são integralizados em quotas pelos membros, todos teriam os mesmos direitos e obrigações sob os Artigos do Acordo. A implicação direta é que qualquer país membro que se encontrar em dificuldades e implementar um esforço de ajustamento terá direito ao uso dos recursos do Fundo.

Portanto, o FMI deverá constantemente ter recursos disponíveis para socorrer um eventual membro em dificuldades. Como o volume de recursos é limitado, para que estejam disponíveis quando necessário, as operações da instituição devem ser temporárias e seus ativos possuírem boas medidas de liquidez, para que possam "girar" e atender às solicitações.

Assim como para proteger seus ativos, a implementação das condicionalidades é justificada sob o argumento de que todos, em princípio, têm os mesmos direitos sobre os recursos do FMI e a prescrição de políticas eficientes implica um rápido retorno deles (e a liquidez necessária). Certamente essa dimensão das condicionalidades está intimamente ligada àquela da proteção dos ativos. No entanto, não é totalmente claro que, para garantir a sua liquidez e a proteção dos ativos, o FMI tenha que interferir nas economias domésticas<sup>31</sup>. Mas é legítimo, segundo as considerações acima, que o Fundo coloque mais peso do que as autoridades locais sobre o objetivo de alcançar a sustentabilidade externa num horizonte menor de tempo.

---

<sup>31</sup> Ver Calomiris (1998), Meltzer (1998), Meltzer e Calomiris (1998), IFIAC (2000) e Feldstein (1998) para argumentação ao contrário e críticas às políticas "intrometidas" do FMI.

Em resumo, as condicionalidades explícitas (ou implícitas) nas operações do FMI representam um instrumento com vários objetivos. O básico é capacitar os membros a superarem os problemas do balanço de pagamentos reduzindo os custos de ajustamento e, portanto, aumentando o bem-estar. Além disso, ajuda a conter o risco moral, protege os ativos do FMI e garante a identidade monetária da instituição (Guitian, 1995).

Antes de prosseguir, é interessante uma breve digressão sobre os instrumentos (ferramentas) utilizados pelo Fundo para o monitoramento dos programas, ou seja, para o acompanhamento das condicionalidades. Dentre as principais, pode-se citar: os Critérios de Performance, as Revisões, as Ações Prévias e "*structural benchmarks*".

Os *Critérios de Performance* representam a mais básica (e, talvez, mais importante) ferramenta do processo de monitoramento. Constituem-se de condições que são previamente acordadas entre o país e o FMI, que, se observadas, geralmente garantem ao país a liberação das parcelas do financiamento. Eles são estabelecidos sobre variáveis econômicas que podem ser diretamente observadas pelo *staff* do Fundo e estão sujeitas ao controle (direto ou indireto) das autoridades locais.

A não observância de um determinado Critério de Performance não indica, necessariamente, uma falha na implementação das políticas. A falha pode ser resultado de uma mudança não prevista nas condições econômicas ou avaliações incorretas no relacionamento entre as variáveis.

Tais critérios são assimétricos no sentido de determinar os "culpados" no caso das falhas. Isso porque, se o critério é observado, a liberação dos recursos é, em geral, efetivada independente do seu resultado. Caso contrário, inicia-se um processo de avaliações e negociações sobre as novas políticas para responderem aos problemas (IMF, 2001a).

Esse processo de negociação dos critérios consiste na segunda ferramenta do monitoramento: as *Revisões*. Inicialmente elas foram pensadas com o objetivo de estabelecer Critérios de Performance que não eram possíveis de serem estabelecidos quando das negociações iniciais do programa. Como, por exemplo, em virtude de incertezas sobre o ambiente econômico no futuro.

Mais recentemente, no entanto, as revisões têm sido parte integrante de quase todos os programas de ajuste, refletindo a possibilidade de que, mesmo atendendo a todos os critérios

de performance, os objetivos finais das políticas sugeridas podem não ser conseguidos. Isto por fruto, talvez, da crescente incerteza sobre o ambiente econômico que tem feito com que as previsões sobre a trajetória de determinadas variáveis econômicas não se sustentem a não ser por um curto espaço de tempo.

A terceira ferramenta utilizada são as *Ações Prévias*. Como o próprio nome diz, são ações que devem ser implementadas antes da assinatura de um acordo, ou mesmo antes que alguma revisão seja negociada. Muitas vezes a adoção de medidas prévias é vista pelo FMI como uma sinalização por parte das autoridades do país membro de seu compromisso com o ajuste.

A quarta e última ferramenta abordada são as *Referências Estruturais (Structural Benchmarks)*. Essa ferramenta cobre a avaliação de mudanças estruturais propostas que muitas vezes não podem ser capturadas por critérios quantitativos em variáveis macroeconômicas. Portanto, são de natureza mais qualitativa e tendem a avaliar a trajetória da economia em direção àquelas reformas. Como exemplo, pode-se citar o andamento de uma eventual proposta de independência do Banco Central ou uma reforma tributária. Como é difícil vincular o desenvolvimento desses processos a resultados quantitativos de variáveis econômicas, eles não são estabelecidos sob a forma de critérios de performance.

Exemplificando, suponha que uma reforma tributária, ainda que não tenha sido implementada, possa estar a caminho se a proposta já foi enviada ao Congresso. Isso seria um indício do início da reforma e uma referência para o Fundo sobre o seu andamento.

Como, em geral, mudanças estruturais no ambiente econômico não são facilmente e nem rapidamente conseguidas, esse critério é bastante flexível e a falha em conseguir implementar algumas reformas não implica a suspensão do acordo. O Fundo tende a avaliar, nesses casos, o esforço das autoridades em implementá-las.

### **1.3.2 - Racionalidade teórica das medidas contidas nas condicionalidades**

Foram vistos acima, em linhas gerais, alguns argumentos que definiram a racionalidade para a implementação das condicionalidades. Como elas são nada mais do que

medidas de política econômica que buscam atingir uma gama de objetivos, subjacente a essas políticas deve estar um sistema teórico que possa efetivamente estabelecer o relacionamento entre o desequilíbrio externo (chamado de necessidade de ajustamento) e as medidas de política para corrigi-los (referido como esforço de ajustamento). Tal sistema visa dar instrumentos aos formuladores de política no sentido da escolha daquela mais eficiente para cada situação.

Ainda que as medidas devam levar em conta as especificidades de cada país e de cada situação, elas exibirão um conjunto básico de características que, se supõe, estejam amparadas na teoria econômica e na realidade. De certa forma, elas mostram também o enfoque, o pensamento do FMI no que se refere às políticas de estabilização.

É disso que se ocupará agora. Descrever um sistema, ainda que informal, mas que justifique e ampare o padrão de medidas adotado pelo Fundo. Ou seja, vai-se descrever a racionalidade, do ponto de vista da teoria econômica, do conjunto de medidas conhecidas como condicionalidades.

### **1.3.2.1 - Necessidade de ajustamento**

Um elemento central na implementação das condicionalidades é uma efetiva avaliação da natureza e das características dos desequilíbrios que serão corrigidos. Na prática, desequilíbrios podem surgir por um leque grande de razões e certamente, na identificação de tais motivos, está o tipo de política mais apropriado. Em linhas gerais, segundo Guitian (1995), um desequilíbrio surge se a soma da demanda pelos recursos excede as quantidades que podem ser geradas pela economia, adicionadas àquelas que podem ser atraídas de fora de uma forma sustentável.

Além disso, um desequilíbrio pode também surgir da ineficiência (distorção) na alocação dos recursos, de modo que a economia possa estar operando abaixo de seu produto potencial. Portanto, é de fundamental importância responder a questões do tipo: qual a origem dos desequilíbrios (interna ou externa)? Qual a sua natureza (temporária ou permanente)? São todas questões que afetam diretamente o desenho das políticas a serem adotadas.

Além dessa descoberta da origem dos problemas, as estratégias de ajustamento aos desequilíbrios embutem também os objetivos aos quais se quer chegar. Dada a ampla lista de possibilidades possíveis, as escolhas refletem tanto considerações de natureza econômica, como de outras naturezas. Os objetivos, no plano econômico, tipicamente deveriam incluir taxas de crescimento sustentáveis, estabilidade nos preços (inclusive o câmbio), nível de desemprego compatível com a estrutura da economia e condições sustentáveis no *front* externo.

Claramente, o sucesso das políticas em todas as dimensões nem sempre é possível. Elas estão limitadas pelo "gap" existente, em geral, entre os recursos que são necessários e aqueles que estão disponíveis para esse fim. Assim, o processo de escolha é complexo e define o padrão das políticas adotadas, bem como sua sustentabilidade. Dentro desse enfoque, as medidas sugeridas pelo FMI trazem consigo, implicitamente, uma escolha de objetivos dentro de tantos possíveis. "*within the broad array of policy goals all countries seek to attain, the IMF's mandate directs its attention toward those of an external nature, e.g., exchange arrangements, exchange rates, and the balance of payments.*" (Guitian, 1995, p. 799).

A citação acima deixa clara a opção do Fundo e salienta a relevância dada pela instituição à performance externa dos países e sua importância para o sistema como um todo. Polak (1991) também desenvolve argumento semelhante, salientando que o objetivo principal do FMI é promover uma posição viável no balanço de pagamentos dos membros, sem recorrer a restrições comerciais ou ao fluxo de capitais. Mas isso não implica que as medidas contidas nas condicionalidades estejam restritas ao gerenciamento da demanda. Há também o reconhecimento por parte do Fundo da importância da taxa de câmbio e outras políticas como valiosos instrumentos do ajustamento, mas com o objetivo explícito da viabilidade do balanço de pagamentos, "(...) *the Fund concern with growth, to the extent that it exists at all, was[is] less pronounced*" (Polak, 1991, p. 29). Mesmo porque crescimento não está entre os objetivos do Fundo. Ele aparece apenas como resultado de se perseguir uma expansão do comércio<sup>32</sup>. Essa omissão não é fruto de um acidente histórico e, sim, uma ação deliberada da maioria dos

---

<sup>32</sup> Certamente, nos dias de hoje, a preocupação com o crescimento entrou em cena como um dos objetivos principais dos programas do FMI, o que fica evidente nas linhas de crédito cujas reformas estruturais tomam papel de destaque. Para maiores detalhes, ver Anexo D, Guitian (1995) e Polak (1991).

membros que não queria qualquer tipo de ambigüidade entre as funções do FMI e do Banco Mundial (Polak, 1991).

Para atender ao(s) seu(s) objetivo(s), muito embora existam diferenças entre os programas do FMI porque levam (ou deveriam levar) em consideração justamente as características específicas de cada país, o corpo das medidas adotadas contempla um conjunto de elementos comuns.

Mesmo porque comuns também são as condições nada alentadoras dos países que recorrem ao Fundo. Em geral, tais países apresentam grandes déficits tanto fiscais como externos, significativas despesas por conta de dívidas acumuladas, alto desemprego freqüentemente combinado com inflação crônica, protecionismo e baixo crescimento agravado por problemas estruturais (Bernstein; Boughton, 1994).

Aqueles elementos considerados comuns no desenho de um programa estão intimamente ligados ao mandato estabelecido nos Artigos do Acordo para a criação do FMI. Lembrando que a prioridade nos programas é a retomada do equilíbrio ou financiamento externo sustentável, os planos de ajuda necessariamente embutem essa prioridade. De acordo com Mussa e Savastrano (1999), a aplicação desses elementos comuns para combater os problemas externos conduziu a um enfoque centrado em três pontos principais:

- I)* garantir o financiamento externo sustentável;
- II)* adotar medidas de restrição da demanda como um dos principais pontos para a redução dos déficits em transações correntes, sobretudo nos estágios iniciais do programa;
- III)* implementar reformas estruturais para que os problemas não retornem.

A confiança em um ou outro enfoque dependerá do diagnóstico que se fez dos problemas. No entanto deve ficar claro que a relação de substituição entre os enfoques não é facilmente implementada. Na prática, o Fundo os insere nos programas mais complementando um ao outro do que substituindo. Como um exemplo, em meio a um problema externo, a opção de contar mais efetivamente com financiamento externo e menos com medidas de restrição da demanda e reformas estruturais é quase impossível, porque as restrições na disponibilidade de financiamento, em geral, acompanham o problema externo.

Assim, a opção do Fundo tem sido contar mais com medidas que restrinjam a demanda e reformem a economia, na esperança de que a confiança seja restaurada e a restrição de financiamento ao país flexibilizada<sup>33</sup>.

Essa disponibilidade de financiamento externo determinará, também, em grande medida, o tamanho do esforço de ajustamento. Em geral, o financiamento externo obtido por um país experimentando problemas no balanço de pagamentos e que recorre ao Fundo mostra-se como uma variável predeterminada, escassa e cara. Na realidade, existe pouca flexibilidade na relação de substituição entre financiamento e ajustamento. Os recursos do Fundo podem ajudar, como um paliativo, a contornar temporariamente a escassez de divisas, mas o país deve rapidamente (tão rápido quanto possível) recuperar sua capacidade de financiamento.

A sugestão do Fundo para recuperar essa capacidade de captar recursos está centrada em princípios que:

*"(...) require that the country not show an ex-ante external financing gap, that it remain current in its debt service commitments, and (with some exceptions in special circumstances) that it eliminate external debt arrears it may have accumulated prior to the program approval. In practice, the guidelines require the staff (...) to assume a coordinating role with the country's creditors in various fore - i.e., the Paris Club, the London Club, and special consultative groups of donors"* (Mussa; Savastrano, 1999, p. 20).

Em resumo, os princípios desse enfoque estabelecem que o país deve priorizar os compromissos financeiros, ainda que o custo interno seja grande. Mesmo porque, na argumentação de Mussa e Savastrano (1999), esses são princípios incondicionais.

Se a restrição ao financiamento é uma realidade e o Fundo prioriza os compromissos financeiros, o ajuste se torna mais urgente e o papel das restrições na demanda mais importante.

---

<sup>33</sup> Cabe salientar que o papel do Fundo é contribuir no desenho de uma estratégia que coloque o país de volta no caminho do financiamento externo. Mas a decisão sobre o teor (enfoque) das medidas efetivamente adotadas para alcançar as metas caberá às autoridades locais que deverão buscar a maneira mais crível de adotá-las. Na prática, essa autonomia dependerá do poder de barganha do país junto ao FMI que estará relacionado ao momento por que passa a economia. Quanto mais difícil a situação e mais urgente o ajuste, menos provável que o FMI abra mão de seu receituário.



Medidas que contenham a demanda (geralmente materializadas em políticas fiscais e monetárias restritivas) procuram, em última instância, restaurar e preservar o equilíbrio entre o gasto e a renda agregada de um país, trazendo-os para perto da capacidade de captar recursos<sup>34</sup>. Além disso, são também os ingredientes mais conhecidos das condicionalidades do FMI. Ou seja, compõem seu pacote tradicional de políticas, independente do país assistido ou da conjuntura externa. Esse padrão é amparado teoricamente, haja vista que

*"(...) conceptually, ascribing to fiscal and monetary policies the key task of restoring and preserving viable external balance can be readily understood in terms of a large class of theoretical models based on, or consistent with, the absorption approach - e.g. the Mundell-Fleming model and the monetary approach to the balance of payments" (Mussa; Savastrano, 1999, p. 22).*

E, segundo ainda os mesmos autores, essas políticas macroeconômicas recomendadas pelo FMI não são, em essência, significativamente diferentes daquelas que a maioria dos economistas recomendariam a países enfrentando problemas sérios no balanço de pagamentos. E ilustram com a conclusão de Richard Cooper, em uma conferência de 1982 sobre condicionalidades, na qual ele argumentou que se dentre os participantes da conferência fossem escolhidos aleatoriamente cinco pessoas e se elas fossem colocadas em uma posição de autoridade em um país com graves problemas externos, sugeririam ajustes semelhantes àqueles propostos pelo FMI. Os autores argumentam que o comportamento é tão pertinente hoje como foi há quase vinte anos<sup>35</sup>.

O mesmo argumento é defendido 15 anos mais tarde por Anne Krueger:

*"Many of the lending changes supported by the Bank and the Fund (in, for example, exchange rates, size of fiscal deficits, trade liberalization, agricultural and energy price reforms, privatization, and tax reform) are ones that would be endorsed in broad outline, if not in detail, by almost all economists" (Krueger, 1997).*

Porém dizer que os conselhos sobre reformas estruturais sugeridas pelo FMI, em geral, têm refletido o consenso por parte dos economistas *"(...) not mean that this advice has not at times gone seriously astray"* (Goldstein, 2000, p. 54).

---

<sup>34</sup> Pois, ex-post, os déficits em transações correntes e, portanto, a necessidade de financiamento externo derivam de um nível de absorção superior ao PNB.

<sup>35</sup> A mesma citação encontra-se em Goldstein (2000, p. 54).

Certamente, a abordagem de restrições na demanda como medida padrão de ajuste está longe de ser uma unanimidade e suscita muitas críticas, sobretudo de que elas levam os países a arcarem sozinhos com os custos do ajuste e preservam o capital financeiro das perdas. Ou seja, a conta do ajuste é toda paga domesticamente. Stiglitz (2002) aborda inúmeras intervenções do FMI onde, de fato, isso pode ter acontecido, sobretudo nas crises mexicana, asiática e russa.

### 1.3.2.2 - Esforço de ajustamento<sup>36</sup>

O esforço de ajustamento estará inevitavelmente ligado às características particulares de cada país e, em certo sentido, tem que se adaptar a elas. Assim, da discussão acima sobre a necessidade de ajustamento pode-se inferir que uma questão chave para conter o desequilíbrio é manter o nível e o crescimento da demanda agregada em estreita relação com os recursos produtivos disponíveis. Isto implica políticas que sejam consistentes com essa restrição.

Duas visões alternativas sobre desequilíbrios no setor externo, levando em conta identidades macroeconômicas, mostram explicitamente aquela restrição. Sob um ponto de vista, os déficits em transações correntes são considerados como o excesso de absorção interna em relação à renda<sup>37</sup>. Formalmente:

$$TC = PNB - A \quad (1.1)$$

Onde:

**TC** = saldo em transações correntes

**PNB** = Produto Nacional Bruto

---

<sup>36</sup> Este termo é definido por Guitian (1995) para referir-se à formulação e implementação das medidas de política para corrigir um desequilíbrio.

<sup>37</sup> Para detalhes, ver Simonsen e Cysne (1995), Sachs e Larrain (1992), Krugman e Obstfeld (2001).

**A** = nível de absorção interna<sup>38</sup>

Portanto, de acordo com 1.1, o saldo em transações correntes será negativo se o nível de absorção interna excede o produto (renda) pertencente aos residentes. Em outras palavras, o país gastou além de suas possibilidades.

O fato de um país incorrer em déficits em transações correntes por si só não é um problema. As dificuldades surgem quando ele não consegue financiar tais saldos negativos com entradas autônomas de recursos externos.

De um outro ponto de vista, o saldo em transações correntes pode também ser definido como:

$$TC = (S_G + S_P) - I \quad (1.2)$$

Onde:

$S_G$  = poupança do governo que equivale a tributos(**T**) menos gastos(**G**)

$S_P$  = poupança do setor privado

**I** = investimentos

A equação 1.2 mostra que, se a poupança interna ( $S_G+S_P$ ) é superior ao nível de investimentos, o país encontra-se em superávit em transações correntes e exporta poupança (ou acumula reservas). De outro modo, a poupança privada estará disponível para financiar os investimentos, os déficits do governo ou para adquirir riqueza externa. Dado o nível de poupança privada, se o déficit do governo e/ou os investimentos elevam-se, o único meio de manter a identidade é a piora no saldo em transações correntes. Por isso, os capitais que ingressam no país para cobrir eventuais déficits em transações correntes são chamados de poupança externa ( $S_E$ ). Manipulando 1.2:

---

<sup>38</sup> A absorção interna limita-se à demanda dos residentes e não à demanda agregada da economia como um todo.

$$(S_E + S_P) = I + (G - T) \quad (1.3)$$

De acordo com a equação (1.3), as poupanças privada e externa são alocadas para financiar investimentos e déficit público. Aqui está uma forma de mostrar, mais uma vez, um dos motivos pelos quais o FMI insiste tanto que os países devedores organizem as contas públicas. Mantido o nível de investimento e poupança privada, uma redução no déficit do governo reduz a dependência de capitais externos.

Deve-se ressaltar, no entanto, que a conclusão acima estabelecida é bastante "fria" e mecânica. Há que se estudar o comportamento geral da economia e buscar soluções, por exemplo, que elevem o nível de poupança privada. Mesmo porque nem todos os problemas externos podem ser atribuídos a erros de políticas ou a excesso de gastos do governo. Pode ocorrer que os déficits em transações correntes sejam o resultado do "gap" existente entre as oportunidades de empreendimentos lucrativos e o nível inadequado de poupança doméstica para financiá-los.

Os déficits também podem surgir de diferentes posições nos ciclos de negócios entre os países, na medida em que poupança e investimento movem-se em sentidos opostos durante o ciclo. Assim, a existência de financiamento pode possibilitar uma trajetória mais suave para o consumo do que aquela que aconteceria no caso da necessidade permanente de equilíbrio nas transações correntes (Masson; Mussa, 1997).

Tendo essas ressalvas em mente, não resta dúvida que, independente do enfoque utilizado, um ajuste fiscal contribuirá para mitigar o problema externo no curto prazo porque influencia, de maneira favorável, tanto a poupança do governo (reduzindo a necessidade de poupança externa para financiar os investimentos) como o nível de absorção, ajudando a reduzir o "gap" existente entre renda e gastos da economia como um todo.

---

Aquela é composta pela soma do consumo, dos investimentos e dos gastos do governo.

A racionalidade econômica para estabelecer limites ao déficit público nas condicionalidades é, portanto, facilmente justificável. Para um país que se encontra em dificuldades no setor externo, em geral, o financiamento externo se transforma em uma efetiva restrição. Se o governo não pode contar com esses recursos para financiar seu excesso de despesa, poderá ainda recorrer ao financiamento interno (ou à monetização dos déficits). No entanto, se a restrição externa já está presente, recorrer ao crédito doméstico rapidamente alcançará um limite. Desse modo, a alternativa que sobra é valer-se da emissão para financiar os gastos e arcar com as conhecidas e difundidas pressões inflacionárias daí originadas.

Assim, o financiamento sustentável do excesso de gastos públicos encontra severas restrições à sua implementação em momentos de distúrbios. Além do que, muitas vezes, o próprio gasto público configura-se como um importante, se não o principal, componente no excesso de gastos em relação à renda, gerando os déficits em transações correntes (conforme discutido pelas equações 1.1 e 1.3 acima). Certamente, o tamanho do ajuste fiscal, definido como um dos critérios de performance do programa, dependerá das condições econômicas do país e será tão mais flexível quanto melhores forem as possibilidades de financiamento.

O descompasso entre a demanda agregada e os recursos disponíveis (que, em última instância, representam descompasso entre poupança e investimento) frequentemente refletem o desequilíbrio fiscal do setor público. A correção desse desequilíbrio compreende a *dimensão fiscal* das medidas que, como receituário padrão, incluem políticas que procuram cortar gastos ou elevar as receitas (ou ambos) para restaurar o equilíbrio do setor público (e, com isso, reduzir a diferença entre a demanda e a disponibilidade de recursos). Organizar as contas públicas pode não ser a solução para todos os problemas externos de um país, mas já é um bom começo.

Definido o alvo a ser atacado, o conjunto de políticas escolhidas também influenciará na performance geral da economia, dependendo se a opção é por maior arrecadação ou corte nos gastos. Se a opção for a redução nos gastos, o equilíbrio será restaurado via redução da participação do Estado na demanda agregada e, portanto, na economia. Por outro lado, a opção de ajuste, via elevação nas receitas, implica, conseqüentemente, em uma menor

participação do setor privado na composição da demanda agregada<sup>39</sup>. Além disso, a escolha também pode influenciar na própria velocidade do ajustamento. Isso porque redução nos gastos e aumento nas receitas não têm a mesma eficiência.

A competência do governo em reduzir gastos excede sua habilidade em elevar tributos. Mais especificamente, é política e legalmente mais fácil reduzir gastos do que aumentar a arrecadação. Então, a opção por corte nas despesas como política de ajustamento é preferível não só por questões econômicas e ideológicas, mas também por políticas e legais.

Se existe uma ligação entre a esfera fiscal e a monetária (e certamente há), a *dimensão fiscal* do gerenciamento macroeconômico não pode ser considerada isoladamente. Tal relação pode surgir na medida em que os gastos públicos interferem diretamente na necessidade de financiamento do governo, com impactos consideráveis sobre a política monetária. "(...) *it highlights the fact that a discrepancy between the supply and demand for money (a money market imbalance) has a counterpart in an imbalance between expenditure and income (a goods market desequilibrium)*" (Guitian, 1995, p. 801).

As tentativas do Fundo em justificar o uso das metas quantitativas no campo monetário como critério de performance estão amparadas, portanto, em uma possível e forte associação existente entre o excesso de crédito doméstico e o excesso de gastos agregados sobre a renda (ou, mais especificamente, entre a esfera fiscal e a monetária).

A ênfase em uma política monetária responsável - que na maioria dos países com problemas externos significa aperto monetário - se justifica na medida em que a emissão pode ser utilizada para financiar gastos e, de certa forma, sugerir que o ajuste fiscal possa ser flexibilizado. O uso desse procedimento para financiar desequilíbrios tem impactos negativos sobre a trajetória dos preços domésticos e pode induzir a um pessimismo sobre a sustentabilidade do ajuste.

Pelo lado externo, uma política monetária frouxa que financie déficits públicos e influencie na trajetória dos preços tem impactos tanto no lado comercial como na conta de capitais. Nas transações de bens e serviços, se a velocidade das mudanças nos preços

---

<sup>39</sup> Inevitavelmente essa escolha traz consigo questões ideológicas sobre a participação do Estado na economia. Não deve restar dúvida sobre qual opção é escolhida pelo FMI, dada a visão atual sobre o papel do Estado na economia.

domésticos é maior do que a externa e não há uma correção do câmbio nominal, o comércio pode se tornar desfavorável ao país com problemas e neutralizar todo o esforço fiscal no que diz respeito ao saldo em transações correntes<sup>40</sup>.

Além disso, dada a ligação entre a política monetária e a taxa de juros, uma condução do volume de crédito doméstico incompatível com a necessidade de financiamento externo e captação de recursos pode provocar taxas de juros não competitivas e a saída de capitais.

A ênfase dada na consistência entre as políticas fiscais e monetária implica também o gerenciamento da capacidade de endividamento do país. Isto porque o fluxo total (interno e externo) de recursos financeiros deve ser compatível com o gerenciamento pelo lado fiscal. A inabilidade nesse gerenciamento pode contribuir para que o país continue vivendo além de suas possibilidades.

A argumentação que procura justificar as medidas de uma política monetária mais apertada com o estabelecimento de tetos para o crescimento do crédito doméstico (ou mesmo limites mínimos sobre o estoque de reservas) é teoricamente amparada no enfoque monetário do balanço de pagamentos<sup>41</sup>.

Apesar das constantes críticas sobre a sustentação teórica do enfoque, sobretudo no que diz respeito à grande evidência empírica que retrata a instabilidade na demanda por moeda e o fraco desempenho de mecanismos operacionais para conduzir a política monetária no curto prazo com base em tetos quantitativos sobre os agregados monetários (utilizados amplamente pelo FMI como critério de performance) "(...) *the specification of monetary policy in IMF-supported programs has remained essentially unaltered*" (Mussa; Savastrano, 1999, p. 29)<sup>42</sup>. Polak (1997) também se refere ao uso do enfoque, salientando que:

*"(...)Fund stand-by and other financial support arrangements continue to be designed around monetary targets as performance criteria for the release of*

---

<sup>40</sup> Por outro lado, a correção cambial, para superar a maior elevação dos preços domésticos, pode implicar perdas para os investidores externos e desestimular o ingresso de capitais de curto prazo, dificultando o financiamento externo.

<sup>41</sup> Para uma breve discussão sobre o enfoque monetário do balanço de pagamentos, ver anexo A

<sup>42</sup> Para argumentação desse tipo de crítica, ver Dill (1982), Taylor (1988), Edwards (1989), Jager (1994) e Dornbush (1991) conforme citado em Mussa e Savastrano (1999).

*successive tranches or as benchmark that play a major role in the reviews of such arrangements" (p.04).*

O mesmo autor argumenta que isso não se constitui em dogmatismo e, sim, representa que os desenvolvimentos recentes não foram considerados confiáveis pela Instituição.

*"It is true that ever since the mid-1970 econometricians inside and outside the Fund have made valuable efforts to build more elaborate models. The insights provided by these papers did not, however, have a significant effect on the programming activities of the organization. (...) for programs design as well as control, the Fund has continued to use a simple model with a number of standard variables, subject to any elaboration on an ad hoc basis" (Polak, 1997, p. 05).*

Além dos aspectos fiscais e monetários, quase sempre os programas do FMI estabelecem também uma performance mínima para as reservas internacionais. A racionalidade, nesse caso, é menos aderente à sua relação com a política monetária (e o enfoque monetário do balanço de pagamentos) e mais a um termômetro sobre a confiança nas políticas e à existência de fundos suficientes para cumprir os compromissos de curtíssimo prazo (inclusive aqueles assumidos com o Fundo).

Se, após as medidas implementadas (inclusive uma eventual desvalorização), as reservas continuam a apresentar um fluxo desfavorável, é sinal de que as medidas não foram suficientes para reduzir os problemas externos e retornar a confiança no país, justamente na área externa que é de crítica importância para o FMI. A queda nas reservas, abaixo do limite estipulado, "dispara o alarme" para a necessidade de correções no programa.

Ou o país não foi capaz de implementar satisfatoriamente os conselhos ou, apesar da implementação, as medidas não foram suficientes para corrigir os problemas e uma renegociação sobre as metas ou o próprio programa de ajuste necessita ser iniciada.

Adicionalmente, o mecanismo de estabelecer um limite mínimo sobre o nível de reservas e, ao mesmo tempo, um teto sobre o crédito doméstico (muito utilizado nos programas) serve ao objetivo comum de uma trajetória mais estável para a base monetária, porque, definindo essa medida como a soma do crédito doméstico do Banco Central e das reservas internacionais, trajetórias da base monetária superiores ao teto acordado só se justificam pelo aumento das reservas.

A lógica para estabelecer os limites da base monetária dessa forma é que, muitas vezes, os países que se deparam com problemas externos e pressões sobre o câmbio,



apresentam uma política monetária mais expansionista do que a demanda pode absorver, permitindo que a base monetária cresça de maneira insustentável. Mesmo nos momentos em que a queda nas reservas já esteja presente (independente de serem provocadas por uma política monetária expansionista ou não), a atitude do banco central em esterilizar essa perda e não permitir a contração da base monetária pode, antes de resolver, agravar ainda mais o problema.

Recentemente, o FMI tem considerado também a necessidade de ir além dos tetos para o crédito bancário, enfocando de maneira mais presente o déficit público, via créditos do Banco Central ou crédito bancário ao setor público. Além do "benefício" pelo lado da redução da absorção interna, o controle dessa variável, pelo lado monetário, impede o efeito deslocamento do investimento privado. Isso porque, se o teto é fixado sobre o crédito bancário como um todo, o financiamento de um crescente déficit público pelo mercado de capitais doméstico eleva a participação do crédito para o setor governamental em detrimento do crédito ao setor privado. Assim, o estabelecimento de um subteto para o crédito ao setor público garante que o efeito deslocamento não ocorrerá (Polak, 1997; Mussa e Savastrano, 1999).

Portanto estabelecer critérios de performance sobre o lado monetário, também visa a assegurar que uma política monetária irresponsável e insustentável não continuará a potencializar os problemas externos<sup>43</sup>.

No esquema até agora considerado para justificar teoricamente (ainda que de maneira superficial) o padrão das políticas estabelecidas nas condicionalidades, a capacidade produtiva da economia e os preços relativos não foram considerados explicitamente (ou seja, foram mantidos constante). No entanto, ambos os fatores são afetados pelas políticas macroeconômicas contidas nas condicionalidades. Um esforço de ajustamento, que seja sustentável no longo prazo, deve levar em conta seus efeitos sobre a capacidade produtiva e os preços relativos. Ou mesmo focar sobre tais fatores de modo que incentivos sejam criados visando à alocação mais eficiente dos recursos.

---

<sup>43</sup> Mussa e Savastrano (1999) argumentam que estabelecer critérios de performance sobre o crédito do banco central é um método muito tosco de garantir o comportamento desejado do agregado monetário, apesar de continuar sendo o procedimento usado pelo FMI.

Isso representa a dimensão das reformas estruturais contidas nas condicionalidades que, em geral, apresentam um conteúdo exigente e que interfere em direitos adquiridos de grupos dominantes na economia doméstica e, por isso mesmo, é reconhecido por muitos países emergentes como a melhor chance para implementar as transformações necessárias visando reduzir a vulnerabilidade do país.

A dimensão estrutural levanta a questão das interações entre os fatores macro e microeconômicos das políticas econômicas. Por exemplo, no campo da política fiscal, a atenção é dada à eficiência e composição dos gastos (bem como à estrutura do sistema de arrecadação), pois não basta apenas gastar de acordo com as receitas. Há que se preocupar também com os incentivos e distorções econômicas que decorrem da política fiscal, buscando sempre a alocação mais eficiente dos recursos. Gastar somente os recursos disponíveis não implica, necessariamente, eficiência.

Por outro lado, no âmbito da política monetária, a taxa de juros desempenha também um papel importante na busca da eficiência microeconômica. Ela é essencial na mobilização de poupança (tanto doméstica quanto externa), bem como na contenção da demanda, o que exige taxas de juros reais internacionalmente competitivas (diga-se, altas o suficiente para compensar o risco e atrair os capitais, sem, no entanto, comprometer a rentabilidade dos empreendimentos).

Por fim, uma outra *dimensão* importante é a esfera *cambial*. A persistência dos desequilíbrios (ou mesmo um de seus motivos) geralmente resulta em padrões de preços domésticos que podem se descolar daqueles externos. Assim, incentivos e distorções são criados (por exemplo, devido a um desalinhamento do câmbio) com implicações sobre a eficiência e competitividade externa do país. Ajustamentos no câmbio ou mesmo a flexibilidade no regime adotado são ingredientes importantes do gerenciamento da economia<sup>44</sup>. "*In their absence, flexibility in other key variables in the economy, such as factor prices - in particular wages - is required to restore competitiveness and balance of payments viability.*" (Guitian, 1995, p. 802).

---

<sup>44</sup> Um aspecto importante que está presente não só nas medidas cambiais, mas no corpo das medidas como um todo, bem como nos recursos que são liberados pelo Fundo, é impedir a introdução ou a intensificação de restrições cambiais como um meio de suportar os problemas no balanço de pagamentos. Se o FMI permitir tal

O esquema descrito ao longo desta seção procurou estabelecer uma lógica ou uma justificativa teórica para o desenho das políticas patrocinadas pelo FMI. Em linhas gerais, elas sugerem que, para lidar com os desequilíbrios externos, apesar das especificidades locais, questões como equilíbrio fiscal, taxas de juros competitivas, alinhamentos dos preços (inclusive do câmbio) e, em alguns casos, flexibilidade no mercado de trabalho são plenamente justificáveis.

### **1.3.3 - Entendendo os programas de ajuste como um processo**

Quando um país membro encontra-se em dificuldades no setor externo, ele pode recorrer ao Fundo em busca de recursos. Em troca, deve concordar com determinadas condições que governarão aquele suporte financeiro. Essas condições, conhecidas como condicionalidades, determinam as políticas consideradas eficientes que o país deverá implementar durante a vigência do acordo. Muitas vezes o compromisso inclui políticas que devem ser implementados antes da liberação da primeira parcela do auxílio financeiro, ou seja, são pré-condições de um programa.

O enfoque adotado nos programas de estabilização econômica promovidos pelo FMI traz consigo critérios quantitativos para avaliar a performance do país e sua resposta às medidas. Valores para variáveis econômicas chave são estabelecidos (como por exemplo, tetos para o déficit público, para o crédito doméstico, bem como limites mínimos para o nível de reservas).

Apesar dessa preocupação com a economia como um todo, a prioridade do FMI é o restabelecimento do equilíbrio externo ou uma posição deficitária sustentável com financiamento externo disponível de acordo com as necessidades. Na maioria dos casos, o Fundo apenas sugere quais políticas são necessárias para alcançar a performance acordada das variáveis-alvo. O país pode ou não concordar com as medidas e indicar alternativas. No entanto, independente se as medidas adotadas são as sugeridas ou não pelo Fundo, o desempenho da economia merece especial "vigilância".

---

recurso, o sistema corre o risco de retornar às políticas bilaterais e discriminatórias que caracterizaram o período

Com esse poder de interferência nas economias domésticas, sobretudo com sua participação nos momentos de crise, o FMI não poderia estar livre de críticas. Se, por um lado, os programas financiados pelo Fundo são acusados de deprimir o crescimento desnecessariamente, prejudicando sobremaneira os países pobres e em desenvolvimento, por outro

*"Some of these criticisms are based on the wishful thinking that there are very easy policy choices, or that there should be virtually unlimited concessional official financing (or grants), for countries with severe balance of payments problems - problems often due, at least partly, to the countries own politics mistakes" (Mussa; Savastrano 1999, p. 3).*

Para melhor entender o enfoque do FMI no que diz respeito aos programas de estabilização e mesmo as críticas a eles direcionadas, é importante compreender como funciona o processo de financiamento de um programa de ajuste.

Antes da descrição do "processo" de financiamento, algumas considerações são relevantes. Primeiro, como o FMI é uma organização internacional, ele deve atender às expectativas de seus membros e tratar razoavelmente todos da mesma maneira (certamente reconhecendo as individualidades e circunstâncias de cada um). Assim, um certo padrão e grau de conservadorismo em suas ações é tanto "desejável" como inevitável.

Segundo, o próprio Artigo I dos artigos do acordo afirma que os recursos devem ser temporários e, portanto, os ajustes devem levar em conta essa restrição. Assim, as condicionalidades incorporam esse fato e impõem aos países requisitantes políticas que garantam (pelo menos em tese) que os recursos logo retornarão. Portanto, uma das primeiras metas será retornar o país ao ponto de equilíbrio no setor externo (a viabilidade do balanço de pagamentos constitui-se no principal alvo dos programas do Fundo). Essa prioridade tem o objetivo de evitar que os membros não sejam capazes de cumprir com os seus compromissos financeiros e comerciais e sejam "excluídos" da comunidade financeira internacional. Conter esse risco é importante.

Terceiro, especial atenção e respeito devem ser dados às autoridades nacionais no que se refere ao direito de determinar suas próprias políticas (o que é garantido no parágrafo 4 das

---

entre as guerras, além de se afastar do objetivo de liberalização do comércio internacional.

diretrizes sobre condicionalidades, Anexo C). A experiência e a lógica econômica e política têm mostrado que os programas de ajuste apresentam melhores resultados quando as medidas sugeridas estão em perfeita harmonia com o desejo das autoridades locais<sup>45</sup> (Stiglitz, 2002).

Ao país, dependendo das condições econômicas, é dada a possibilidade de modificar as políticas (não os objetivos) para cumprir os compromissos firmados se as condicionalidades impostas encontram muitos obstáculos internamente, salientando que, em muitas situações práticas, ao FMI e suas condicionalidades é dado o papel de "bode expiatório" na implementação de políticas que dificilmente seriam adotadas por iniciativa doméstica (principalmente aquelas que refletem reformas estruturais). Desse modo, as autoridades "lavam as mãos" e o ônus e a fúria doméstica recaem sobre uma instituição multilateral e que é menos sensível aos apelos políticos domésticos. *"This implies that there is an unavoidable political economy component to IMF conditionality"* (Mussa; Savastrano, 1999, p. 07).

Quarto, o critério utilizado pelo FMI para liberar os recursos em prestações é perfeitamente justificável. Um exemplo pode ser esclarecedor. Suponha um país que se encontre com problemas no balanço de pagamentos como resultado de um excessivo financiamento do déficit público via expansão monetária. Nesse caso, os recursos do FMI proporcionarão um alívio temporário das pressões sobre o balanço de pagamentos enquanto as políticas sugeridas ainda não apresentam resultados. A necessidade de ajustamento é clara, com ou sem a participação do Fundo, e os recursos disponibilizados permitirão que o ajuste seja feito de forma mais gradual (dependendo da situação). Mas pode ter como efeito perverso a acomodação das autoridades na implementação das medidas. Daí a necessidade da liberação dos recursos em prestações, condicionadas à performance do país.

---

<sup>45</sup> Na prática, isso não acontece com frequência. Dada a natureza restritiva dos programas de ajuste, os membros só recorrem ao Fundo quando os problemas são sérios (e muitas vezes a crise já se instalou). Em tais circunstâncias, o poder de barganha dos países com problemas é muito pequeno, de modo que a grande parte dos programas é implementada a "duas" e não a "quatro" mãos.

### 1.3.3.1 - As fases do processo

Os programas do Fundo podem ser considerados como um processo que toma várias direções dependendo dos eventos econômicos que se apresentam, das políticas implementadas e da resposta do "staff" do FMI a esta dinâmica.

Esse processo envolve dois agentes principais: o primeiro é um país encontrando dificuldades em seu balanço de pagamentos e o outro, o FMI, uma instituição multilateral com autoridade e disponibilidade de recursos, disposto a auxiliar o membro em dificuldades em troca da implementação de algumas medidas.

Mesmo com a crescente evolução e complexidade dos problemas, bem como do desenvolvimento do sistema financeiro internacional nas últimas cinco décadas, "(...) *the core process underlying IMF-supported programs has proved to be remarkably resilient in its main features*" (Mussa; Savastrano, 1999, p. 08). De fato, o processo de ajuda, independente da facilidade (ou auxílio) requerida, envolve, desde os tempos iniciais, seis fases: requisição, projeto, negociação, aprovação, monitoramento e conclusão.

Um programa de ajuda começa quando um país, encontrando dificuldades no setor externo, solicita ajuda. Nessa etapa, pode ser que algumas medidas sugeridas pelo Fundo devam ser previamente implementadas. Isso porque na sua tarefa de vigilância constante (Artigo IV dos Artigos do Acordo) aos países membros, o FMI possa ter detectado os problemas. Em outros casos, os "conselhos" só acontecem efetivamente após a aprovação do acordo.

Freqüentemente, as autoridades domésticas atrasam o pedido de ajuda até o limite, piorando e acentuando os desequilíbrios. Como consequência, os programas começam em meio a crises, necessitando de uma resposta rápida para normalizar o balanço de pagamentos, o que tende a justificar o caráter restritivo das políticas. Mas a lógica pode ser facilmente invertida. Sendo o remédio, amargo, os países atrasam ao máximo o pedido de ajuda, deixando aberta uma outra possibilidade de causa e efeito. As políticas são duras porque são implementadas em situações de crise, ou a crise se instala porque os países atrasam o pedido de socorro justamente pelo rigor dos conselhos. Há uma tendência a ficar com a segunda justificativa. No capítulo seguinte, essa idéia será melhor trabalhada.

Solicitada a ajuda, o departamento responsável pelo relacionamento com o país prepara o projeto do programa de ajustamento, que leva em conta as características do país e a natureza do desequilíbrio.

*"The blueprint also contains a preliminary assessment of the proximate and underlying sources of the aggregate imbalances that have caused the deterioration of the country's balance of payments, gauges the size of the external desequilibria, evaluates the authorities' response to the unfolding crisis, and outlines the central elements of an adjustment program that could warrant financial support from the IMF"* (Mussa; Savastrano, 1999, p. 10).

O projeto é repassado às demais áreas do Fundo para comentários e possíveis correções. Após, o texto com as considerações dos demais departamentos é remetido à direção para análise.

Analisado e aprovado esse anteprojeto pela direção do Fundo, uma nova fase se inicia. A fase de negociação. Uma missão do FMI (ou uma missão do país vai ao Fundo) visita o país para negociar o programa. A tarefa da missão é revisar as estimativas e verificar se as linhas gerais do plano ainda são adequadas quando confrontadas mais de perto com a situação do país<sup>46</sup>.

Negociações concentram-se principalmente sobre as metas e as políticas necessárias para alcançá-las. Os países em geral discutem menos as metas e mais as políticas. A tensão nas negociações fica maior quando algumas medidas sugeridas pelo FMI devem ser implementadas antes da aprovação do acordo, como uma pré-condição à liberação da primeira parcela de recursos, ou quando reformas estruturais não desejadas pelos países são propostas.

Essa tensão pode crescer bastante dependendo da situação do país. Como salientado anteriormente, as solicitações de auxílio são feitas frequentemente em meio a crises o que reduz o poder de barganha do país que solicita ajuda. Nessa situação, as medidas impopulares impostas pelo FMI podem gerar muito descontentamento interno e prejudicar sua implementação.

---

<sup>46</sup> Stiglitz (2002) critica de maneira irônica o procedimento padrão do FMI. Segundo ele, a visita ao país cliente tem por objetivo apenas aperfeiçoar o relatório e suas recomendações, sem grandes possibilidades de discussão. "Na prática, tal minuta é, em geral, aquilo que se conhece como uma matriz, com parágrafos inteiros sendo copiados do relatório de um país e inseridos no de outro. Os processadores de texto tornam essa tarefa mais fácil" (p. 77).

Terminadas as negociações, o resultado é sumarizado em um instrumento chamado de "Carta de Intenções", onde os objetivos do programa, os conselhos, a liberação dos recursos e a performance que a economia deverá alcançar são listados. Ela representa a solicitação formal dos recursos e marca o término da fase inicial da negociação. Esse é o principal instrumento para cumprir os objetivos das condicionalidades, pois reflete o resultado de discussões de política entre a instituição e o país membro (Polak, 1991).

Os membros do staff do Fundo responsáveis pela missão preparam o relatório final contendo as possíveis modificações do projeto negociado com o país solicitante, a avaliação sobre a viabilidade do programa e os principais riscos e incertezas que podem afetar os resultados. Como antes, o relatório final é repassado aos demais departamentos para comentários e comparação com o projeto inicial, checando se os objetivos permanecem consistentes com o programa de ajuste e com a gravidade do problema. Feitos os ajustes necessários, o projeto (e a Carta de Intenções) vai para aprovação. A aprovação cabe ao "*Executive Board*", que se reunirá para dar sua posição.

Em geral, as recomendações constantes no relatório final são aprovadas. Não porque os Diretores Executivos sempre acatam as recomendações, mas, sim, porque eles sinalizam para o "*staff*" as estratégias de ajustamento que os países que eles representam consideram fundamentais para corrigir os problemas. Como das 24 cadeiras do "*Executive Board*", oito pertencem aos países mais ricos, de certa forma a visão desses países exerce considerável influência sobre as condicionalidades do FMI e endossam a posição da comunidade internacional sobre os programas de ajuste financiados pelo FMI.

Com a aprovação do "*Executive Board*", a primeira parcela dos recursos é liberada. O que acontece depois e o desenvolvimento do programa fazem parte da quinta fase do processo: o monitoramento. Essa é a fase mais longa e acontece enquanto durar o programa (em alguns casos, o monitoramento continua mesmo depois de liberadas todas as parcelas do financiamento). O monitoramento envolve algo mais do que simplesmente comparar os resultados alcançados com os acordados. "*It entails a continuous assessment by the staff of developments in the borrowing country and of their implications for the attainment of the main goals of the program*" (Mussa; Savastrano, 1999, p. 13).



Em determinados momentos, o monitoramento adquire um papel fundamental para o desenvolvimento do programa, pois a distância entre os critérios de performance<sup>47</sup> acordados e aqueles apresentados pela economia determinará se ela está se afastando dos objetivos (e em que dimensão) e, eventualmente, disparando o alarme, inclusive com suspensão das novas parcelas do financiamento. Isso provoca, quase sempre, a correção (revisão) de políticas para que o desvio seja corrigido (quando possível). Essas revisões eventualmente implementadas não têm como objetivo simplesmente renegociar as condicionalidades acordadas no início do programa. Mas, sim, estabelecer novos critérios de performance que não podiam ser especificados quando das primeiras negociações. Além disso, é uma forma de superar os problemas apontados anteriormente quanto ao uso dos critérios de performance (ver nota 47 abaixo).

Em casos extremos, quando a revisão não é possível, o acordo é suspenso. Se o país ainda deseja participar de um programa de ajuda financiado pelo FMI, um novo acordo deve ser negociado passando pelas mesmas fases anteriores.

Se o caso extremo não acontece, após as revisões necessárias um acordo é considerado formalmente concluído quando a última parcela da ajuda financeira é liberada. Mesmo

---

<sup>47</sup> Os critérios de performance têm como objetivo básico monitorar se o programa de ajustamento de um membro está no caminho certo. Caso contrário, ações corretivas são propostas. Ao mesmo tempo, eles são o elo de ligação entre a continuidade do financiamento e a implementação de certas medidas negociadas, assegurando ao país que "fez o dever de casa" a sua recompensa. Por isso, é preferível que os critérios sejam claramente especificados, facilmente verificáveis e as variáveis envolvidas estejam sujeitas ao controle ou direta influência das autoridades (IMF, 2001a).

Entretanto a efetividade desse instrumento está diretamente ligada à confirmação se eles são os indicadores corretos para as variáveis alvo. Se o critério de performance representa ele mesmo a variável alvo, não surgem maiores problemas. Por exemplo, se o critério for que 50% dos produtos importados serão liberados até determinada data, nenhuma ambigüidade surgirá.

Problemas podem aparecer quando tetos (ou limites mínimos) são vinculados a variáveis intermediárias. Por exemplo, quando o alvo é o balanço de pagamentos e tetos são estabelecidos sobre o crédito doméstico. Ou seja, um crescimento do crédito doméstico acima de  $x$  por cento, acredita-se, pode implicar um déficit no balanço de pagamentos que exceda o alvo  $y$ . Se a relação entre  $x$  e  $y$  permanece sempre, não existem maiores complicações. Mas pode acontecer que, apesar do país implementar um crescimento do crédito doméstico abaixo de  $x$  por cento, ainda assim realize um déficit no balanço de pagamentos acima de  $y$ . Ou, em outro caso, o país pode exceder o teto de expansão do crédito e ainda assim seu déficit no balanço de pagamentos ser inferior a  $y$ . Nesses casos, qual deveria ser a atitude do FMI? Interromper a liberação dos recursos ao país que superou o teto de  $x$  por cento (que era o critério de performance), mas ainda mantém o déficit no balanço de pagamentos dentro do limite  $y$  (que, em última instância, é o objetivo do programa)?

Tais problemas são o preço que se paga quando a liberação das parcelas é usada como o meio de prolongar a influência do Fundo sobre um país e, ao mesmo tempo, quando os membros querem uma garantia de que, se seguirem as medidas conforme acordadas, os recursos serão liberados (Polak, 1991).

porque, quando os recursos forem totalmente distribuídos, o poder de monitoramento do Fundo diminui. Portanto é de se esperar que o monitoramento seja mais efetivo e as metas mais factíveis de serem alcançadas no início do programa, onde o custo para o país em dificuldades de não cumprir o acordo é alto. Quanto mais o tempo passa e menor parcela da ajuda falta para ser liberada, maior é o incentivo para não cumprir o acordado.

O fato do programa chegar formalmente à fase de conclusão não significa, necessariamente, que o relacionamento entre o Fundo e o país volta ao padrão anterior (vigilância). Tudo dependerá do progresso conseguido na eliminação dos desequilíbrios e do ambiente econômico externo. Se o ambiente não apresenta uma ameaça, a performance do país passa a ser monitorada de maneira menos intensa pelo FMI, como procede com os demais países através de sua tarefa de vigilância. Se as condições são menos favoráveis, o país estará apto a requerer um novo acordo para completar e consolidar os avanços do programa anterior.

Cabe salientar também que a conclusão de um programa não implica necessariamente que as principais metas (quantitativas) foram atingidas.

*"Completion of an IMF-supported program does imply that, in the IMF's view, the country made substantial and satisfactory progress toward the primary objectives of its adjustment program (especially toward viability), and that the policies of the authorities were broadly in line with the (often revised) understandings reached with the IMF during the life the arrangement"* (Mussa; Savastrano, 1999. p. 17).

#### **1.3.4 - Evolução das atuações do FMI**

O mecanismo descrito anteriormente fornecerá o pano de fundo para um exame da evolução das condicionalidades, tendo como exemplos os períodos de maior turbulência no passado.

#### **1.3.4.1 - Regras sob Bretton Woods**

As práticas adotadas pelo Fundo durante Bretton Woods refletiam a prevalência de um sistema regido por regras, período no qual a economia mundial teve uma certa estabilidade nos preços, crescimento e uma marcha em direção a maior liberdade comercial. Nesse período, um certo consenso emergia sobre como o Fundo deveria agir e usar seus recursos. Ao Fundo caberia julgar os membros que requisitassem recursos no que se referia à compatibilidade de suas políticas internas em relação à reversão dos desequilíbrios.

Dentro dessa perspectiva, o FMI desenvolveu os acordos de "*stand-by*" como o principal instrumento para atender às necessidades dos membros. Junto com os recursos (ou mesmo antes deles) vinham as condicionalidades. No início, o mecanismo foi concebido principalmente por precaução para atender aos membros que, mesmo que ainda não mostrassem problemas no balanço de pagamentos, sentiam que poderiam apresentá-los num futuro próximo (daí o nome "*stand-by*"). Segundo Guitian (1995), tais acordos representaram a primeira manifestação formal da instituição no sentido de que a assistência seria mais efetiva se fosse acompanhada por políticas destinadas a corrigir os desequilíbrios externos.

A formulação de critérios quantitativos permitiu também o desenvolvimento de uma característica que se tornou a marca das operações do FMI: a liberação de recursos efetuada em prestações, de acordo com o cumprimento das metas pelo país receptor. Frequentemente a liberação das prestações era atrasada devido ao não cumprimento de determinados objetivos. Novas negociações eram iniciadas na busca de superar os obstáculos que impediram o cumprimento do acordo. Existia a possibilidade de emendas ao acordo original para cobrir alguma distorção criada e, eventualmente, até a completa substituição do compromisso, caso o anterior não fosse factível.

#### **1.3.4.2 - Adaptações nos anos 70**

No início dos anos 70, com o fim do padrão cambial vigente na era Bretton Woods, o regime monetário baseado em regras foi substituído por um discricionário que tem prevalecido até os dias de hoje. Concomitantemente a essa mudança de regime, as crises do

petróleo (1974 e 1979) trouxeram profundas mudanças na dimensão dos desequilíbrios externos e com eles a necessidade de adaptações por parte do FMI.

Embora o papel do FMI em lidar com crises financeiras ainda não tivesse se desenvolvido, a semente para a transformação foi plantada nessa época, com o advento do primeiro choque do petróleo.

Dados os superávits externos conseguidos pelos países exportadores de petróleo e sua incapacidade (sem auxílio) de financiar o crescente déficit dos países importadores (sobretudo aqueles em desenvolvimento), o FMI e a OCDE passaram a examinar como aqueles superávits podiam ser melhor reciclados. Pela primeira vez na história de Bretton Woods, o problema de desequilíbrios não podia ser resolvido dentro do grupo de países desenvolvidos (Boughton, 1997).

A solução encontrada foi a clássica intermediação financeira onde os bancos dos grandes centros financeiros tratavam de repassar os "petrodólares" dos países superavitários aos deficitários. Isso permitiu que os países importadores de petróleo conseguissem recursos abundantes a baixo custo, atrasando os ajustes necessários para corrigir o problema. Quando as condições econômicas mundiais mudaram<sup>48</sup>, eles não foram capazes de assimilar o choque.

O tamanho e as características dos desequilíbrios externos que vieram então à tona mostraram que a combinação de ajustamento e financiamento contida nos acordos de "*stand-by*" não era mais apropriada. Novos acordos que introduziam facilidades exigindo padrões mais baixos de condicionalidades e recursos a prazos mais elásticos foram implementados.

À medida que os problemas se agravavam, mudou-se a percepção da solução em direção a um maior ajustamento e à aplicação de medidas específicas (descobria-se que o problema não era assim tão temporário e que só o financiamento era inadequado). As condicionalidades (bem como a elevação nos volumes de recursos a cada operação) foram disparadas e tornaram-se mais abrangentes, objetivando corrigir os desequilíbrios estruturais

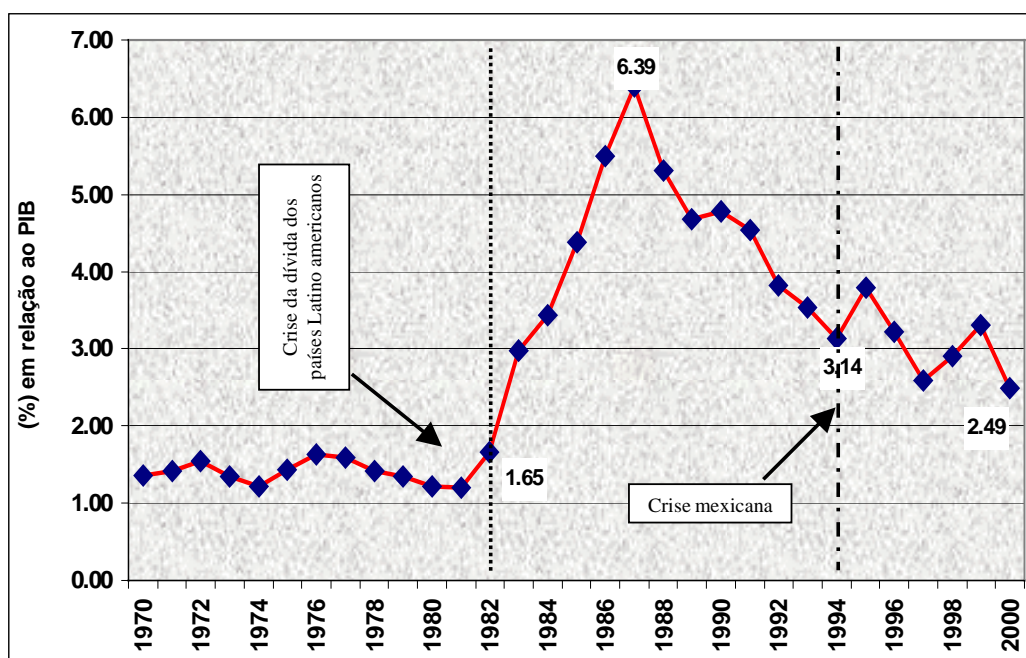
---

<sup>48</sup> No início, a reciclagem não trouxe grandes problemas devido ao "*boom*" nos preços das "*comodities*" exportadas pelos países devedores e ao baixo nível das taxas de juros, o que permitia que as receitas das exportações fossem suficientes para arcar com os compromissos financeiros. No final dos anos 70 e início dos anos 80, a combinação do segundo choque do petróleo e do efeito "Volcker" (que elevou a taxa de juros americana e deprimiu o mercado exportador dos países devedores), rapidamente mudou as condições da economia mundial e os problemas dos países importadores de petróleo (e endividados) tornaram-se latentes.

na produção, comércio e preços, que, acreditava-se, implicavam problemas no balanço de pagamentos<sup>49</sup>.

"(...) the important adaptation to the IMF lending practices in the 1970s led to the Executive Board to undertake a second general review of conditionality in 1978-1979. This review concluded with the adoption of a decision setting out broad guidelines on the use of IMF resources". (Guitian, 1995, p. 808).

GRÁFICO 1.2 - Uso de recursos do FMI e do Banco Mundial como proporção do PIB - América Latina e Caribe - 1970-2000.



Fonte: Banco Mundial (2002)

Essas novas diretrizes encorajavam os membros a solicitarem auxílio antes que a crise efetivamente estivesse presente<sup>50</sup> e reconheciam que o processo de ajustamento deveria se prolongar a médio prazo. As novas condições também elevaram definitivamente o volume de recursos que o Fundo (e o Banco Mundial) passou a disponibilizar para a América Latina, não só em termos absolutos mas também como participação no PIB da Região. Durante o período

<sup>49</sup> Para detalhes sobre a adaptação dos programas de ajuste durante o período, ver Guitian (1995).

<sup>50</sup> No entanto, Sachs (1999) argumenta que, sendo o remédio prescrito pelo FMI muito amargo, os países atrasaram seu pedido de auxílio até o limite, quando a crise já batia à porta.

de 1970 a 1982, a média de recursos do Fundo e do Banco Mundial em relação ao PIB destinados à Região alcançou 1,41%. Após a primeira crise mexicana que disparou o que ficou conhecido como a "crise da dívida" dos países latino-americanos, essa participação média atingiu 4,54% do PIB Regional no período de 83 a 87, com o ápice acontecendo em 1987.

No início da década de 90, com o retorno da Região ao mercado internacional de capitais, a participação do FMI e do Banco Mundial foi-se reduzindo, tomando novo fôlego após a crise mexicana de 1994.

#### **1.3.4.3 - Novos desafios: a década da crise das dívidas**

A década de 80 certamente é marcada na história econômica mundial como o período onde as dificuldades dos países devedores em continuarem servindo suas dívidas foram marcantes. Essa possibilidade ameaçou colocar em colapso o sistema mundial de fluxos de capitais e foi o marco de uma mudança no papel do FMI como "*crisis manager*".

Basicamente, todos os países que sofreram com a crise do início dos anos 80 estavam seguindo políticas inconsistentes que, invariavelmente, incluíam grande endividamento externo para sustentar o gasto interno e problemas na administração pública (Boughton, 1997). O Fundo reconhecia essas deficiências, como também o faziam muitos analistas, mas o sentimento não era desesperador tanto que, até o final de julho de 1982, portanto poucos dias antes da crise chegar, os bancos continuavam a emprestar para o México.

O sentimento (inclusive do Fundo) era de que o México conseguiria segurar a situação até dezembro, quando o novo governo assumiria. Mas os investidores não esperaram e em meados daquele ano "*(...)new money dried up, and Mexico faced a crisis that could be resolved only through international coordination*" (Boughton, 1997, p. 17).

Nesse ponto, o FMI desempenhou um papel importante que exigiu um enfoque novo sobre o padrão de suas condicionalidades. A solução do problema exigia a participação de todos os agentes envolvidos, inclusive os credores. Como de costume, o FMI participou com recursos e prescrição de políticas. No entanto, mais do que nunca, elas estavam centradas no

esforço de ajustamento dos países devedores. Essa estratégia baseava-se na noção de que não havia substitutos para um forte gerenciamento macroeconômico nos países devedores. Políticas sustentáveis eram consideradas uma condição necessária para a solução das dificuldades, condição que as condicionalidades do FMI buscavam criar.

Apesar da importância desses ajustes, estava claro que, embora necessários, eles não eram suficientes para superar o problema. Essa avaliação conduziu a uma importante inovação nos programas de ajuste: a introdução de um pacote conjunto de empréstimos. O FMI passou a exigir um esforço conjunto, inclusive dos credores, como um pré-requisito para a realização de um acordo com o aval da instituição. Iniciava-se a prática que ficou conhecida como "empréstimo conjunto", onde, pelo menos em tese, os credores financiavam o "gap" existente entre as necessidades do país e os recursos disponibilizados pelo FMI. O Fundo tornava-se a plataforma onde as estratégias cooperativas seriam desenvolvidas e implementadas.

Essa nova maneira de enfrentar os problemas deixou clara a dificuldade de conciliar interesses divergentes. Cada parte exercia pressão sobre a estratégia que melhor defendia seus interesses. Os devedores realçavam a importância do financiamento e os credores, a do ajuste. Estava em jogo a questão da substitubilidade ou complementaridade dos financiamentos em relação aos ajustes. "*Possibly undue weight was given to the apparent substitutability between adjustment and financing.*" (Guitian, 1995, p. 809). Mas essa discussão ocultava o fato de que o ajuste estrutural e o financiamento complementam um ao outro. Quanto mais crível o ajustamento, maior é o financiamento. E, quanto maior o financiamento, mais factível passa a ser a estratégia de ajustamento<sup>51</sup>.

Apesar da possibilidade do peso maior indevidamente dado à relação de substituição entre financiamento e ajuste, a estratégia do FMI de envolver e exigir uma negociação prévia entre credores e devedores como pré-requisito à sua participação, de certa forma, reduziu a possibilidade do "perigo moral" nas duas frentes, tanto por parte dos credores como dos devedores. Isso porque a necessidade de ajustamento contribuía para conter o problema pelo lado dos devedores. E, ao mesmo tempo, a exigência de que os credores dessem suporte ao

---

<sup>51</sup> Para detalhes sobre essa relação de complementaridade e substitubilidade entre financiamento e ajuste, ver Bird (1998) e capítulo 2 adiante sobre as críticas ao FMI.

ajustamento renegociando seus créditos ou mesmo injetando recursos novos, continha o problema também pelo lado dos credores.

Conforme Guitian (1995), muitas das adaptações das condicionalidades permanecem até hoje. A ênfase sobre a eficiência e as ligações entre as performances micro e macroeconômicas, bem como a importância de adequado financiamento foram, pelo menos no discurso, incorporadas aos pacotes de ajuda do FMI.

#### **1.3.4.4 - Anos 90: crise mexicana, difusão da filosofia liberal e a transição das economias planificadas para economias de mercado**

Com o episódio de 1994, o México foi novamente protagonista de um novo rumo para o papel do FMI como gerenciador de crises. No início daquele ano, a economia mexicana já apresentava sinais de fraqueza mas a situação era considerada pelos analistas e investidores bem superior àquela da década passada (Sachs, Tornell e Velasco, 1995). No entanto, no decorrer do ano, vários choques foram minando e deixando à mostra os problemas mexicanos. A revolta dos Zapatistas e o assassinato do candidato à presidência líder nas pesquisas (Luiz Donaldo Colosio), nas palavras de Boughton (1997) agiram como uma tempestade tropical, "(...) *washing away the smooth surface and exposing policy weaknesses and inconsistencies*" (p. 5).

As fraquezas da economia mexicana basicamente surgiam de uma taxa de juros relativamente baixa para tentar proteger um sistema bancário frágil, a tentativa de manter uma taxa de câmbio que se tornara incompatível com a política monetária expansionista e a dependência de capitais de curto-prazo (os tesobonos) para financiar o déficit externo (Eichengreen, 2000 e Boughton, 1997).

Essa combinação de problemas rapidamente mudou o sentimento dos agentes em relação à economia mexicana. Rumores de uma violenta desvalorização e o baixo nível de reservas internacionais (bem como as notícias de que os Zapatistas tinham avançado em suas posições) dispararam uma corrida contra a moeda mexicana, o que forçou o governo a desvalorizar o peso. As expectativas efetivamente se auto-realizaram.



Mas a desvalorização não foi suficiente para conter os ânimos e, após somente dois dias de tentativas de segurar o peso, o governo mexicano deixou sua moeda flutuar. O fato é que os fundamentos da economia mexicana não pioraram de um dia para o outro. Certamente as políticas daquele país tinham defeitos que precisariam ser remediados eventualmente, mas não deveriam ser uma ameaça à sua viabilidade. Esse, de certa forma, era o sentimento dos agentes à época, inclusive do Fundo. O que aconteceu foi que repentinamente (motivado pelos choques descritos acima) o desejo, o sentimento dos investidores mudou. Uma situação que era perfeitamente financiável pela manhã passa a não ser mais pela tarde. O interessante é que, nesses casos, os choques em si não são as causas dos problemas, eles apenas mudam as opções de financiá-los (Sachs; Tornell; Velasco, 1995).

Sob determinado ponto de vista, a crise financeira do México do início dos anos 90 se diferenciava daquelas anteriores enfrentadas pelo FMI, pois a ação teve que ser rápida e em grande escala. Não era mais como os problemas no balanço de pagamentos tradicionalmente manuseados pelo Fundo, onde a solução podia esperar alguns meses enquanto se negociavam os termos do acordo. Agora, cada dia de atraso representava muito para a economia doméstica.

A velocidade das decisões e o volume de recursos envolvidos na ajuda ao México, sem precedentes nas operações do FMI até então, refletiram o julgamento de que, agindo de outra maneira, a crise teria se intensificado de tal forma que o México não seria capaz de manter a conversibilidade de sua moeda em relação ao dólar.

A percepção era de que, sem a efetiva intervenção, o "efeito tequila" ameaçaria outros mercados emergentes. A preocupação que um risco sistêmico colocasse em perigo todo o sistema estava presente no discurso do Diretor Geral do FMI, Michel Camdessus, no dia seguinte à aprovação ao pacote.

*"We (...) had the responsibility not only to provide financial support for Mexico's program and thereby to give confidence to Mexico, but also to respond to the systemic implications of the Mexican crisis and to give confidence to the international financial system. (...) The crisis of confidence in Mexico could have raised doubts about the situation in other countries as well - doubts not warranted by fundamentals" (Camdessus, 1995, p. 01).*

Baseado no caso mexicano e esperando que as necessidades futuras seguissem a mesma regra, o Fundo negociou uma linha de crédito de US\$ 47 bilhões para lidar com as

novas ameaças à estabilidade do sistema monetário internacional. Essa nova fase mudaria também uma característica fundamental dos auxílios do FMI. Conforme os Artigos do Acordo, a instituição não poderia disponibilizar seus recursos (pelo menos naquelas magnitudes) a menos que o país receptor adotasse determinadas políticas. Com a nova realidade das crises onde a rapidez nas ações passou a ser primordial, como o FMI poderia se resguardar?

A resposta foi uma intensificação da vigilância para ajudar os países a evitarem as crises e deixar o Fundo munido de um maior aparato (inclusive com novas linhas de crédito) quando elas fossem inevitáveis e um programa de ajuste fosse implementado.

Além do evento mexicano, a década de 90 também testemunhou mudanças de pensamentos e realidades econômicas (que representaram direta ou indiretamente a difusão da filosofia baseada em princípios democráticos e de liberdade), em que os interesses e direitos coletivos deram lugar aos individuais. Ao mesmo tempo (e certamente influenciada por essa filosofia), a década presenciou o desafio de integrar as economias ex-socialistas/comunistas ao regime de mercado. O desafio do FMI era adaptar-se a essa nova conjuntura.

Até recentemente, a visão dominante sobre o papel do Estado era bem clara e refletia a noção de que, além de ofertar bens públicos e corrigir falhas de mercado, o Governo também deveria atuar ativamente na estabilização das flutuações econômicas. Mas o papel do Governo tem gradualmente mudado. Em vez de um governo diretamente envolvido no processo produtivo via produção e distribuição de bens e serviços, a nova visão dá a ele o papel de diretamente fomentar as forças do mercado, garantindo a competição e encorajando a iniciativa privada. *"Thus, instead of competing and interfering with market forces, governments are to focus on establishing a framework in which those forces can operate efficiently."* (Guitian, 1995, p. 812).

Na nova percepção, a responsabilidade básica do Estado pode ser agrupada em três categorias. Primeiramente, caberia ao Estado fornecer um ambiente estável tanto institucional quanto econômico. Segundo, o Estado deveria proteger, manter e aumentar a infra-estrutura da economia. Terceiro, oferecer um ambiente legal que garanta os direitos de propriedade e dêem suporte às forças de mercado.

Claramente esse pensamento vai ao encontro das políticas do FMI onde um ambiente econômico estável passa por políticas fiscais e monetárias sólidas, bem como financiamento externo sustentável. Todas, características importantes e que estão presentes nas condicionalidades do Fundo. Além disso, a ênfase colocada pela instituição em relação à competição e à abertura favorecem um ambiente propício às forças de mercado.

Esse novo e importante desafio que se apresentou para a economia mundial, bem como para o FMI, abrangia as principais atividades do Fundo: a provisão de assistência na implementação de políticas macroeconômicas e no desenvolvimento do aparato legal, a vigilância e avaliação da extensão em que os conselhos são implementados e os resultados alcançados, o que envolve o exercício das condicionalidades e, finalmente, o suporte financeiro para auxiliar as medidas de ajuste e cobrir os problemas no balanço de pagamentos surgidos durante o processo.

Mas as condicionalidades e avaliações de políticas estão baseadas em elementos institucionais e econômicos que as economias em transição para o mercado não possuíam. Era preciso, portanto, complementá-las com instrumentos focando sobre aspectos microeconômicos e institucionais da reforma, precisando o FMI adequar suas condicionalidades às necessidades dessas economias<sup>52</sup>.

Pela discussão precedente, pode-se concluir que o FMI tem se movido e tentado adaptar-se em direção às exigências que as mudanças no ambiente econômico provocam. Nesse sentido, os programas e as condicionalidades têm acompanhado os desafios. Importante, então, é avaliar se as mudanças têm acontecido na medida e no tempo das necessidades e se têm sido capazes de, se não resolver definitivamente, pelo menos apontar caminhos corretos à solução dos problemas, minimizando os efeitos colaterais das medidas.

Como o FMI hoje já não exerce as funções primárias para as quais ele foi constituído (mesmo porque elas já não existem mais), à medida que suas atribuições são expandidas, começam a interferir diretamente sobre reformas econômicas que trazem consigo mudanças institucionais nos países que estão em dificuldades, e torna-se mais difícil minimizar os efeitos colaterais de suas medidas. Na maioria das vezes, tais reformas implicam interferência

---

<sup>52</sup> Guitian (1995) descreve alguns instrumentos que foram desenvolvidos para esse fim.

direta nas instituições políticas democraticamente constituídas e imposição de mudanças que, de outra forma, ainda que possam ser necessárias para dar maior eficiência à economia, não seriam implementadas. Tais assuntos, mais que um simples plano de ajuste (que não é tão simples assim), envolvem questões de soberania nacional e de exacerbação de sentimentos nacionalistas. Talvez, por isso, o FMI tem sido colocado em tamanho destaque recentemente e a relação de amor e ódio (mais ódio do que amor) tem ficado tão evidenciada.

## 2. – PRINCIPAIS CRÍTICAS AO FMI

A participação do FMI como “adviser” ou fornecedor de recursos aos países membros está, quase sempre, diretamente ligada a dificuldades que tais países apresentam no setor externo. E, na maioria dos casos, pode ser notada a presença de crescentes e persistentes dificuldades no balanço de pagamentos (BP).

Para os países que apresentam déficits no BP, existem algumas estratégias para lidar com o problema. Uma delas é ignorá-los, sob o argumento de que os déficits não são importantes no longo-prazo. De acordo com Bird (1997), a idéia é que o desequilíbrio entre poupança e investimento, que é refletido no saldo deficitário em transações correntes, será automaticamente corrigido, pois financiamentos externos privados estarão disponíveis na medida da necessidade. Por trás desse raciocínio, está a existência de uma correlação positiva de longo-prazo entre investimento e poupança, de modo que o desequilíbrio seria apenas um desvio daquela tendência.

Quando os déficits no balanço de pagamentos não são automaticamente eliminados (pois são crônicos e persistentes) ou o seu ajustamento automático é muito lento e não totalmente certo, o mercado privado externo pode não estar preparado para financiá-los. Nesse caso, os governos deverão implementar políticas que reduzam a duração do mecanismo de ajustamento, ou que melhorem a confiança do mercado (através da melhora no fluxo de informações) ou que eliminem definitivamente o excesso de investimentos onde o ajuste automático não prevalece.

Dado que um déficit em transações correntes também pode ser mostrado como um excesso de despesa sobre a renda, o ajustamento requer ou elevar a renda ou reduzir a despesa. No entanto, por qualquer uma das visões que se escolha (excesso de despesa ou excesso de investimentos), se a opção é por financiamento, o país perderá reservas ou solicitará empréstimos internacionais. Não há como fugir a essa realidade.

Mas deve estar claro que, na decisão entre ajustamento ou financiamento, está implícita uma escolha intertemporal entre reduzir despesas no presente ou no futuro. O fato é que não é possível deixar de arcar com esse compromisso em algum momento no tempo. Seja

no presente (caso de ajustamento) ou em algum momento no futuro (no caso de financiamento), a renda deverá superar a despesa interna (ou a poupança superar o investimento). Então, claramente, a opção de financiar um déficit implica “passar a conta” para as gerações futuras. Em geral, essa é a primeira opção dos governos.

A escolha ótima dos governos dependerá de seus custos relativos e a decisão final pode estar restrita por vários fatores:

*i)* A necessidade de se manter no poder pode levar os governos a ponderarem fortemente os custos políticos e não só os econômicos. Assim, uma estratégia de ajustamento pode não ser implementada devido aos grandes custos políticos. Sachs (1999) argumenta que esse talvez tenha sido o motivo da demora do governo brasileiro em desvalorizar o câmbio quando o Brasil começou a perder reservas a uma velocidade muito grande em meados de 1998. Houve uma troca entre a reeleição do Presidente Fernando Henrique e o câmbio.

*ii)* A opção por financiamento pode também não estar disponível. Se o volume de reservas é muito baixo, a estratégia de financiar os déficits com perda de divisas pode não ser viável. Por outro lado, e também por causa do baixo nível das reservas, o mercado privado internacional pode estar receoso em oferecer os capitais necessários ao financiamento dos déficits.

Em tais circunstâncias, o país pode recorrer ao FMI e, de certa forma, superar a segunda restrição. No entanto, outras serão impostas visto que, em geral, os empréstimos do Fundo virão acompanhados de prescrição de políticas que objetivam resolver os problemas externos do país.

Por trás do receituário do FMI, via de regra, estão: redução na demanda, elevação das taxas de juros e equilíbrio no orçamento público. Tais políticas não são recebidas livres de críticas tanto em nível interno como internacionalmente.

Essas críticas são variadas e abundantes. Algumas abordam as políticas adotadas em casos específicos, outras englobam as ações da instituição como um todo. A quantidade e a intensidade dessas críticas aumentam, sobretudo, em meio aos distúrbios enfrentados pelas economias em desenvolvimento. Mas isso parece bastante lógico, pois é quando o Fundo tem oportunidade de responder rapidamente aos distúrbios e os resultados das políticas anteriores (ou mesmo novas) podem ser avaliados. Muitas vezes os erros ou acertos de políticas não

podem ser mensurados imediatamente após a sua implementação e serão melhor avaliados quando, ao longo do tempo, os agentes absorveram as medidas e os incentivos (e distorções) criados e promoverem sua resposta.

A força que dirige a maioria das críticas no que tange ao enfoque utilizado pelo FMI tem sua origem na distância existente entre os objetivos considerados desejáveis pela maioria das pessoas, tais como: crescimento, estabilidade dos preços, combate à pobreza, etc. e aqueles perseguidos pelas políticas do FMI, pelo menos no curto prazo. Claramente, aquelas não são metas iniciais dos programas, muito pelo contrário. Como salientado no capítulo anterior, um dos objetivos principais das políticas sugeridas pelo Fundo é o retorno para uma situação externa sustentável tão rapidamente quanto possível. E, muitas vezes, esses objetivos externos são incompatíveis com outros domésticos. Ainda que se possa argumentar que as políticas do Fundo fortalecerão a economia no futuro, é inegável que o ajuste proposto no curto prazo é difícil e oneroso para a economia.

O objetivo no que segue será elencar as principais críticas enfrentadas pelo FMI seja pelo seu receituário, seja pelo próprio papel que o Fundo desempenha (ou deveria desempenhar) na nova arquitetura financeira internacional.

## **2.1 - Ajustamento e Financiamento: substitutos ou complementares?**

A crítica abordada a seguir não se refere a uma atuação específica do FMI e, sim, a aspectos mais gerais da performance do Fundo. Para o seu desenvolvimento, construiu-se um sistema teórico informal que permitirá perceber alguns pontos sobre a política ótima que o Fundo deveria adotar.

Como já salientado, os países não podem evitar indefinidamente o ajustamento no caso de déficits no balanço de pagamentos. O que eles podem fazer é escolher a distribuição intertemporal ótima do ajustamento. Se a opção é adiar o ajustamento ou distribuí-lo de maneira mais suave entre as gerações, duas condições são necessárias:

**a)** Possuir um volume suficiente de reservas;

**b)** Possuir capacidade para captar recursos no mercado internacional (endividamento ou elevação do passivo externo líquido).

A segunda opção depende essencialmente da credibilidade do país. Se o país não possui reservas nem credibilidade, a implicação lógica é que o ajuste terá que ser implementado no presente.

Se, por um lado, a possibilidade de financiamento permite que o ajustamento seja adiado (ou melhor distribuído no tempo), por outro, ela provocará uma elevação dos custos (não descontados) que o país terá que pagar, dado que os empréstimos, além de serem liquidados no futuro, também acarretam pagamento de juros.

*“While rapid adjustment involves sacrifices of consumption early on, external financing involves subsequent sacrifices of consumption, with the size of these sacrifices varying with the rate of interest.”*(Bird, 1997, p. 1.410)

Na citação acima, supõe-se que não há restrições ao financiamento, de modo que a opção do país estará vinculada exclusivamente à comparação entre a sua taxa de desconto e as taxas de juros. Entretanto, para muitos países, a realidade não é essa. Eles deparam-se com efetivas restrições ao financiamento, de modo que a escolha ótima intertemporal não pode ser feita. Eles serão forçados a implementar ajustes no presente.

A efetiva ocorrência de restrições afeta não somente a distribuição intertemporal, mas, também, a estrutura e o tipo do ajustamento, com impactos sobre o seu custo total. Onde há limites significativos ao financiamento, o retorno ao equilíbrio externo terá que ser conseguido rapidamente.

Na implementação de um ajuste, em geral, é mais fácil para os governos atuarem sobre a demanda do que sobre a oferta, e os ajustamentos irão focar na redução da demanda agregada. Ou seja, o ajustamento de curto-prazo se dará ou sobre o consumo, e/ou sobre o nível de investimento, e/ou sobre os gastos do governo. Um obstáculo a ser superado é que reduções no consumo ou nos gastos correntes do governo (salários, subsídios etc.) podem ocasionar fortes dificuldades sociais e pressões políticas, inviabilizando a sua implementação.

A alternativa mais fácil, portanto, é a redução dos investimentos tanto privados como por parte do governo. O problema é que a lógica desse tipo de ajustamento traz consigo uma inconsistência dinâmica, porque a redução nos níveis de investimento tem efeitos adversos



sobre a oferta agregada futura. Mesmo que o equilíbrio seja alcançado no curto-prazo, no longo-prazo o desequilíbrio poderá retornar na intensidade em que a oferta agregada futura seja função dos investimentos e demanda atuais. Sob outro ponto de vista, focando sobre a poupança e o investimento, um déficit em transações correntes equivale a um nível de investimento superior ao nível de poupança. Como é difícil elevar a poupança no curto-prazo, o ajuste se dará pela redução nos investimentos. Mas isso tenderá a deprimir a renda no futuro e, portanto, reduzir a poupança futura abaixo daquela que existiria caso este tipo de ajuste não fosse implementado. E, desse modo, o desequilíbrio externo poderá retornar com maior intensidade, exigindo ainda maiores sacrifícios.

Enquanto não se pode negar o conflito existente entre crescimento e ajustamento, duas qualificações são importantes. Primeiro, se os problemas no balanço de pagamentos freqüentemente têm sua origem em políticas monetária e fiscal que aquecem a demanda, empurrando a economia para além de sua capacidade produtiva, as políticas de contenção da demanda podem conduzir a uma melhora no comportamento do balanço de pagamentos, sem afetar significativamente o produto e o emprego.

Segundo, esse conflito tende a desaparecer no longo-prazo se nada é feito, porque, no curto prazo, se os problemas no balanço de pagamentos não são resolvidos, o país terá que utilizar todas as suas reservas. Quando isso acontecer, certamente o acesso ao mercado de capitais também deverá ficar comprometido, dificultando o financiamento da situação. Assim, com ou sem um programa de ajuste financiado pelo FMI, as políticas de contenção da demanda terão que ocorrer mais cedo ou mais tarde. O que sugere que a escolha do país não será entre ajustamento e crescimento e, sim, entre crescimento hoje ou no futuro.

Se as restrições ao financiamento não estão presentes (ou são reduzidas), pode haver uma mudança de enfoque no ajustamento, com alterações importantes nas medidas adotadas. O enfoque poderá centrar-se no lado da oferta (ajustes estruturais), onde a ênfase é colocada na correção de desequilíbrios macroeconômicos via elevação da oferta agregada, estimulando a poupança (via crescimento da renda) em vez de reduzir os investimentos (e, por conseqüência, a demanda agregada). Certamente, no futuro, ainda será necessária a redução na despesa. Mas a conjuntura estará mais favorável dado que o sacrifício será na forma de redução na taxa de crescimento do padrão de vida e não no seu nível, como aconteceria no caso de um ajuste pelo lado da demanda.

Pode-se pensar que a opção pelo financiamento representa um meio de driblar o ajustamento, existindo então um "trade-off" entre financiamento e ajustamento. Mas Bird (1997) chama a atenção de que o "trade-off" existente é entre financiamento externo e a velocidade e, portanto, a natureza do ajustamento, já que, inevitavelmente, ele terá que acontecer. Assim, não se pode substituir indefinidamente ajustamento por financiamento. Enquanto o financiamento é um substituto para os ajustes de curto-prazo na demanda, ele também é um complemento para os ajustes de longo-prazo e focados nos problemas estruturais.

*"It can be argued that long-term adjustment and supply-based adjustment is superior, because it protects economic growth, helps avoid social costs and political resistance, and therefore enhances the probability of implementation."* (Bird, 1997, p. 1.412)

A questão então é: pode-se esperar que o mercado forneça o financiamento necessário ao ajustamento de longo-prazo? Essa opção implica não uma redução mas, ao contrário, uma elevação dos déficits no curto-prazo, visto que o financiamento externo é um complemento (e não um substituto) para o ajustamento. Eles devem vir conjuntamente, complementando um ao outro. Se um deles está ausente na política adotada, dificilmente o objetivo será alcançado.

Se o país não pode contar (ou se o mercado não se dispõe a lhe oferecer) com este tipo de financiamento em quantidade suficiente, um círculo vicioso é criado, na medida em que financiamento inadequado impede o êxito do ajustamento estrutural que, por sua vez, aumenta a desconfiança dos agentes externos em fornecer novos fluxos de créditos.

O desafio é inverter tal dinâmica, ou seja, conseguir os créditos necessários ao êxito do ajustamento estrutural, de forma a reduzir a demanda por créditos adicionais e restabelecer a confiança. Assim, se no curto-prazo o ajustamento estrutural requer maior volume de recursos, no longo-prazo essa necessidade será reduzida. Conforme Bird (1997):

*"Taking a long-term view, structural adjustment programs that succeed will require less external finance than demand-based adjustment programs that persistently fail because of their in-built political and intertemporal inconsistencies"* (p. 1.412)

No entanto, na prática, o mercado não possui essa visão de longo-prazo, de modo que os financiamentos não serão suficientes para se implementar o ajuste estrutural, ou serão ofertados a custos elevados, de modo que os países não terão a opção do "mix" ótimo de

políticas (talvez por falta de informação ou na desconfiança de que os governos não cumprirão os compromissos de um ajuste estrutural).

Na falta de financiamentos, os ajustes estarão centrados predominantemente pelo lado da demanda (com resultados no curto prazo) e menos focados sobre os ajustes de longo prazo necessários. Mas, como salientado anteriormente, visto que o ajustamento pelo lado da demanda é ineficiente e não efetivo, as expectativas pessimistas do mercado quanto à capacidade de ajustamento serão auto-realizáveis. E, no futuro, será ainda mais difícil conseguir os recursos necessários para financiar os desequilíbrios.

Respondendo à questão feita anteriormente, se o mercado possui uma visão de curto-prazo, os financiamentos necessários ao ajustamento estrutural não serão fornecidos, e essa visão criará maior volatilidade nos fluxos. Em alguns momentos, o mercado pode superofertar recursos, excedendo sua quantidade ótima. Isso poderá incentivar os governos a postergar o ajustamento (pois reduzirá o custo social e político), aprofundando os desequilíbrios macroeconômicos e tornando o ajuste futuro muito mais difícil.

Se o fluxo de capitais é muito volátil e na fase otimista o governo adia os ajustes, certamente quando a fase pessimista chegar e o fluxo de capitais for desfavorável ao país, o governo será forçado a adotar políticas de ajustamento a curto-prazo muito mais contracionistas do que aquelas que anteriormente seriam necessárias, elevando o custo social e permanecendo com o problema da ineficiência e falta de efetividade.

Se o mercado privado não oferta a quantidade ótima de recursos, aqui surge um papel importante para as agências internacionais de financiamento, em especial, para o FMI. Bird (1997) aponta três tarefas importantes para o Fundo:

- a)** Corrigir os erros de informação do mercado, fazendo com que os agentes estejam melhor informados e prestem mais atenção aos fundamentos macroeconômicos dos países e menos a aspectos conjunturais. Essa tarefa pressupõe que o próprio FMI esteja bem informado.
- b)** Aumentar o comprometimento dos governos com o processo de ajustamento. A questão é se as condicionalidades impostas atualmente são a melhor maneira de conseguir isto.

- c) O próprio Fundo deve fornecer os créditos para reduzir a distância entre o ótimo e o atual nível de financiamento.

Esta última tarefa certamente implica para o FMI um papel de fornecedor de recursos a longo prazo. Entretanto esse não foi o papel do Fundo durante a década de 80 e nem faz parte de suas atribuições.

Durante boa parte dos anos 70, com o aumento da capacidade de empréstimo dos bancos internacionais (petrodólares), os empréstimos foram concedidos em grande parte sem imposição de condicionalidades e com reduzidas taxas de juros. Existia, desse modo, um grande incentivo aos governos para optarem pelo financiamento dos desequilíbrios.

TABELA 2.1 - Fluxo de investimentos diretos e de *portfolio* para a América Latina, em milhões de dólares correntes - 1977-94<sup>53</sup>

Anos	Investimentos Diretos (A)	Investimentos em <i>portfolio</i> (B)	Créditos do Banco Mundial (C)	(A)+(B)+(C)	Saldo na conta de capitais
1977	2,349.62	19.82	5,471.60	7,841.03	-110.53
1978	3,090.64	415.40	6,033.00	9,539.04	-84.53
1979	5,046.12	622.82	6,883.30	12,552.24	-16.29
1980	5,807.55	1,188.77	8,132.70	15,129.02	-29.57
1981	8,179.13	2,302.74	9,394.90	19,876.77	-52.08
1982	6,210.51	4,382.36	10,714.80	21,307.67	-64.82
1983	5,064.24	675.88	12,366.20	18,106.32	-81.39
1984	4,241.81	-99.05	12,565.60	16,708.36	-63.48
1985	5,820.06	-1,572.10	17,370.80	21,618.76	-4.98
1986	4,036.78	-3,003.32	24,142.70	25,176.16	39.18
1987	5,497.85	-1,955.50	31,535.90	35,078.25	77.57
1988	8,599.83	4,280.75	30,442.30	43,322.87	70.90
1989	7,232.61	1,846.80	30,583.10	39,662.51	29.37
1990	6,880.32	11,378.83	35,841.30	54,100.45	43.04
1991	11,272.82	16,904.98	36,952.60	65,130.40	318.14
1992	12,776.40	39,951.37	35,001.40	87,729.18	358.11
1993	10,241.06	75,745.67	36,181.70	122,168.43	363.52
1994	12,861.01	69,698.12	37,299.40	119,858.53	590.08

Fonte: Banco Mundial (2002)

Um argumento sistematicamente utilizado para essa opção baseava-se na idéia de que a crise do petróleo era um choque passageiro, de modo que o ajuste era inapropriado. Com o

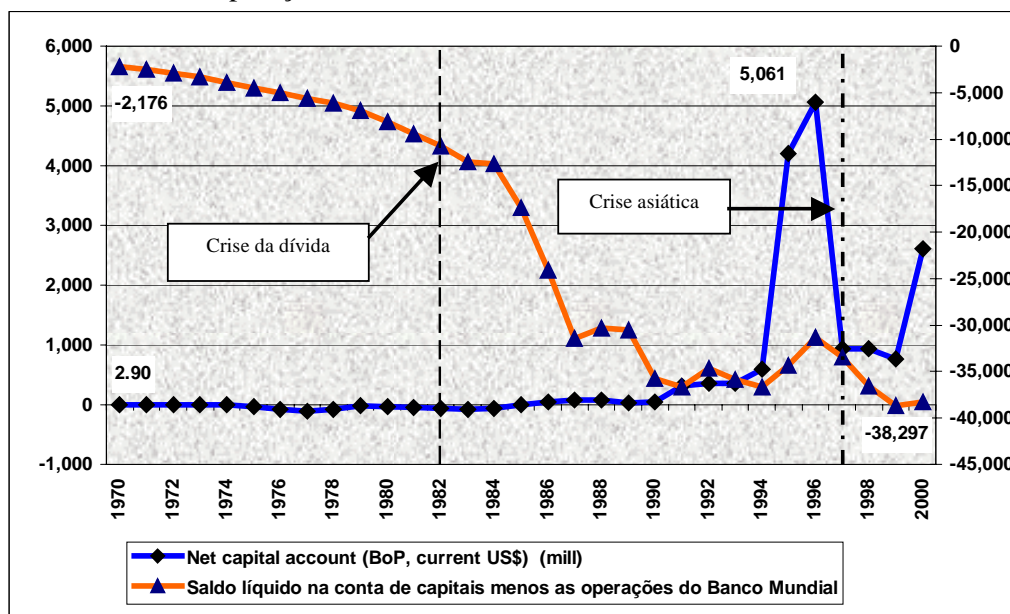
<sup>53</sup> A descrição das variáveis encontra-se no Anexo G.

segundo choque do petróleo, essa interpretação mudou e as instituições financeiras internacionais começaram a salientar a necessidade de ajustamento.

A crise da dívida no início dos anos 80, com a conseqüente redução dos fluxos voluntários de capitais aos países em dificuldades no balanço de pagamentos, implicou maiores condicionalidades e um movimento em direção ao ajustamento, em vez do financiamento, como o mais apropriado aos desequilíbrios.

Não só era crescente o movimento em direção ao ajustamento, como também crescia o consenso sobre os componentes do mesmo - o que ficou conhecido na literatura como o Consenso de Washington. Nessa nova abordagem sobre os componentes do ajustamento, enquanto o gerenciamento macroeconômico tradicional continuava importante, eles deveriam ser complementados por políticas de mudança estrutural (ou do lado da oferta).

GRÁFICO 2.1 - América Latina - saldo líquido na conta de capitais com e sem as operações do Banco Mundial, em US\$ milhões - 1970-2000.

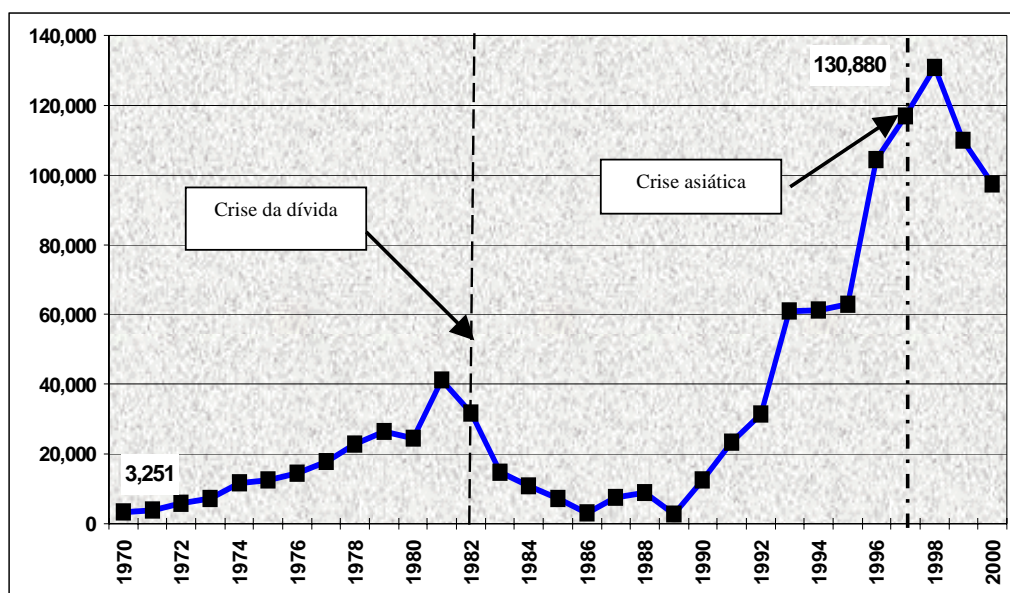


Fonte: Banco Mundial (2002)

O Fundo alegava estar orientando suas condicionalidades em direção ao ajustamento estrutural (redução da regulação do estado e melhora na eficiência da atividade econômica), inclusive com a introdução das linhas de crédito SAF ("*Structural Adjustment Facility*") e

ESAF ("*Enhanced Structural Adjustment Facility*"). Mas apesar do crescente número de países atendidos com os recursos do Fundo e do Banco Mundial, não houve significativo aumento na disponibilidade de empréstimos aos países. Na maior parte da segunda metade da década de 80, as amortizações de empréstimos pelos países em desenvolvimento excederam a entrada de recursos novos (Bird, 1997). De fato, para a América Latina como um todo, durante o final da década de 70 até o início dos anos 90, o saldo líquido na conta de capitais manteve-se relativamente equilibrado (com pequenos déficits anuais no início do período), apresentando uma tendência a saldos positivos somente na década de 90, apesar dos fluxos de capitais privados e oficiais que ingressaram no período (tabela 2.1 e gráficos 2.1 e 2.2).

GRÁFICO 2.2 - Fluxo líquido de capitais privados para a América Latina, em US\$ milhões - 1970-2000.



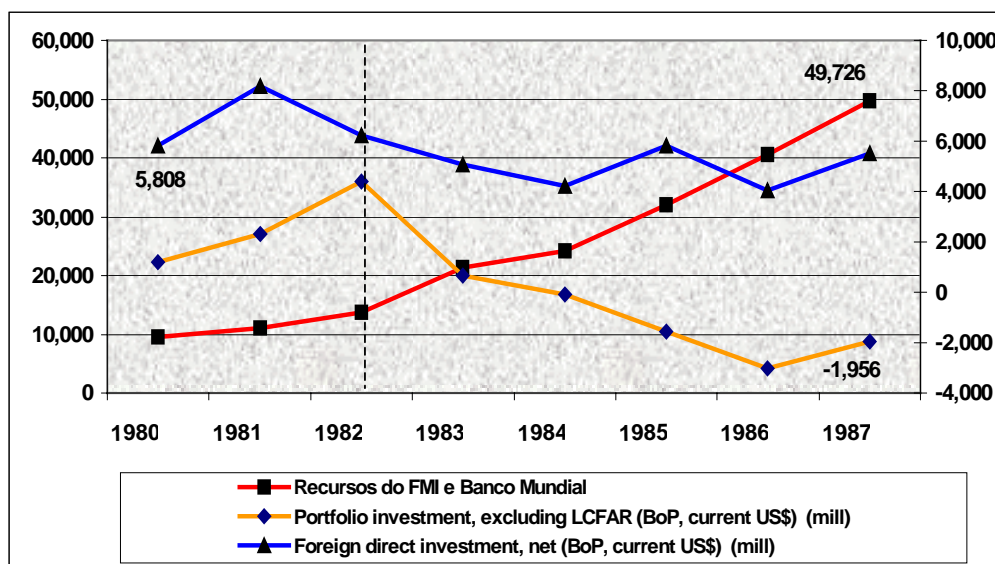
Fonte: Banco Mundial (2002)

A combinação de saldos positivos na soma de investimentos diretos, de "*portfolio*" e recursos do Banco Mundial junto com saldos líquidos negativos na conta de capitais só poderia ter vindo de efetivas restrições no volume de empréstimos aos países latino-americanos, ou mesmo de um volume de amortizações que superou as entradas de recursos, corroborando o argumento de Bird (1997). Além disso, conforme gráfico 2.1, fica evidente que os saldos superavitários (ou mesmo os pequenos déficits) na conta de capitais da América Latina dependeram dos repasses do Banco Mundial. Do contrário, o efeito líquido teria sido

um dreno ainda maior de recursos da região com o pagamento de compromissos que superaram durante todo o período considerado as entradas de capitais privados, mesmo após os anos 90 onde o fluxo positivo de capitais privados na Região apresentou um crescimento acentuado (gráfico 2.2).

Aqui começam as inconsistências no que se refere à ação e retórica do FMI. Como já salientado, o ajustamento estrutural é coerente com a elevação da entrada de capitais no curto prazo (complemento). Acelerar o processo de ajustamento só é coerente com redução nos empréstimos internacionais (ou na disponibilidade de recursos), se o enfoque é direcionado para o lado da demanda. Nesse caso, o ajustamento de curto-prazo age como um substituto ao financiamento externo. Mas isso ia de encontro à retórica do FMI que sugeria uma mudança de enfoque no sentido de ajustes estruturais, os quais exigiam uma ação simultânea e no mesmo sentido entre ajustamento e financiamento externo.

GRÁFICO 2.3 - América Latina - capitais privados e de agências multilaterais, em US\$ milhões - 1980-1987



Fonte: Banco Mundial (2002)

Como não foi isso o que aconteceu (a tabela 2.1 e os gráficos 2.1 a 2.3 assim o demonstram), pode-se presumir que o financiamento externo permaneceu uma efetiva restrição, e que existiu, na realidade, uma contínua e mesmo realçada ênfase sobre o

ajustamento pelo lado da demanda. “(...) *during the 1980s, and outside Asia, adjustment, to the extent it occurred, took place by means of investment falling rather than saving increasing*” (Bird, 1997, p. 1.416).

De acordo com Knight e Santaella (1994), os programas do Fundo não mudaram e permanecem baseados na redução da demanda agregada. Uma das conclusões robustas de pesquisas empíricas sobre os efeitos dos programas do FMI é que eles têm um significativo efeito adverso sobre o investimento doméstico. De fato, a redução no investimento é o principal componente na redução da absorção (Bird, 1997).

A redução da disponibilidade de recursos externos para financiar os desequilíbrios no balanço de pagamentos levou os países em desenvolvimento a um desenho de ajustamento focado na demanda que funcionou como um substituto ao financiamento, e, não, a um ajustamento no longo-prazo direcionado para o lado da oferta. E tudo isso com o aval do FMI. Essa forma de ajuste é ineficaz para reduzir a vulnerabilidade dos países a choques externos, implicando, ao contrário, um enfraquecimento no balanço de pagamentos no futuro, na medida em que afeta adversamente a renda e, portanto, a poupança.

A lógica é a seguinte. Ao país com problemas é solicitado elevar o nível de reservas e melhorar o saldo em conta corrente. Para conseguir esse resultado, o país deve elevar exportações ou reduzir importações, ou ambos. Como as exportações não podem aumentar de um dia para o outro, a saída é a redução nas importações sem a imposição de tarifas ou desvalorizações exageradas. Só existe um caminho para que as importações se comportem como o esperado: redução no consumo de produtos importados, ou seja, políticas de contenção da demanda (Stiglitz, 2001).

O relatório apresentado pela *International Financial Institution Advisory Commission*<sup>54</sup> reconhece que as crises sempre aconteceram e continuarão acontecendo. Entretanto, a frequência e a magnitude das crises recentes colocam em dúvida o atual sistema de gerenciamento do sistema financeiro internacional. Ele também salienta que o FMI:

---

<sup>54</sup> Daqui em diante, também chamada indistintamente de IFIAC ou "*Meltzer Commission*", foi uma Comissão estabelecida pelo Congresso americano sob o comando de Allan Meltzer para considerar o futuro papel de sete instituições multilaterais, dentre elas, o FMI.



*“(...) has given too little attention to improving financial structures in developing countries and too much to expensive rescue operation. Its system of short-term crisis management is too costly, its responses too slow, its advice often incorrect, and its efforts to influence policy and practice too intrusive.” (IFIAC, 2000).*

Muito embora as operações de salvamento tenham sido cada vez mais “caras”, isso não implicou, necessariamente, maior disponibilidade de recursos aos países visando reformas. Parece que os recursos do FMI e do Banco Mundial não tiveram o efeito catalisador esperado e ingressaram nos países em desenvolvimento, sobretudo na América Latina, justamente para compensar a queda nos fluxos privados e a aceleração das amortizações, e o financiamento externo continuou a ser uma restrição que levou os ajustes a se concentrarem, via de regra, sobre a contenção da demanda.

## **2.2 - Ênfase sobre reformas institucionais**

Depois da participação do FMI no episódio da crise da dívida dos países em desenvolvimento durante os anos 80 e, posteriormente, na década de 90, na Crise do México, o Fundo voltou a ser foco de atenção quando da crise dos países asiáticos. E, ali, mais especificamente sobre a atuação do FMI no caso da Coreia, é que surgem novamente mais fortes as críticas quanto à forma de atuação e mesmo a real necessidade do Fundo<sup>55</sup>.

À medida que a crise tomou conta da Tailândia, os investidores ficaram preocupados e rapidamente ela se espalhou para os demais países (Filipinas, Malásia e Indonésia). Todos os países foram forçados a abandonar o câmbio fixado ao dólar e deixar que o mercado determinasse seu valor. Todos esses países precisavam reduzir os déficits em transações

---

<sup>55</sup> Carvalho (2000) identificou as críticas direcionadas ao FMI durante a crise Asiática em duas alas: a da "direita" e a da "esquerda". Pela esquerda, o problema de liquidez é o argumento principal para condenar como desnecessárias, em um momento de crise, as reformas estruturais propostas pelo FMI. Ademais, esses críticos alegavam que o Fundo estava patrocinando o aumento no desemprego e o aprofundamento da recessão.

Dentre os autores considerados da ala esquerda pode-se encontrar essa argumentação em Feldstein (1998); Stiglitz (2000, 2001 e 2002); Sachs (1998, 1998a e 1999); Radelet e Sachs (1998); Krugman (2000c) e Carvalho (2000).

Pelo lado da direita, os economistas apontavam principalmente para a possibilidade de perigo moral gerado pelas garantias implícitas dadas aos investidores estrangeiros nas operações do Fundo. Além disso, alegaram que o problema na Ásia era de insolvência (e não de liquidez), realçando que os problemas tinham sua origem nas políticas erradas das autoridades domésticas. Como seus expoentes tem-se Allan Meltzer, Charles Calomiris e Anna Schwartz.

correntes, aumentando suas exportações e reduzindo importações, objetivo que exigia redução no nível de absorção interna das economias. Segundo Feldstein (1998), o remédio mais apropriado seria uma variante das tradicionais políticas do FMI, combinando redução nos gastos do governo, elevação das taxas de juros e aperto monetário. Mesmo nos países onde o Governo gera poupança, a adoção de uma combinação de aumento nos impostos e redução nos gastos reduzirá o déficit em conta corrente.

TABELA 2.2 - Indicadores de alguns países asiáticos - 1996-1998

Países	1996			1997			1998		
	(A)	(B)	(C)	(A)	(B)	(C)	(A)	(B)	(C)
Índonésia	1.16	-3.37	7.8	-0.67	-2.27	4.6	-2.95	4.29	-13.13
Malásia	2.02	-4.42	8.6	2.92	-5.93	7.8	ND	13.20	-7.36
Tailândia	2.34	-8.05	6.4	-2.07	-2.00	-0.4	-7.70	12.73	-10.77
Rep. da Coreia	0.10	-4.42	7.1	-1.27	-1.71	5.5	ND	12.73	-6.69
<i>Países Selecionados</i>									
Argentina	-2.21	-2.53	5.53	-1.46	-4.21	8.11	-1.49	-4.89	3.85
Brasil	ND	-3.00	2.66	-7.31	-3.78	3.27	-7.76	-4.30	0.22
México	-0,22	-0.70	5.15	-1.08	-1.86	6.77	-1.45	-3.78	5.03

Fonte: Banco Mundial (2002) e Eichengreen (1999).

**Notas:**

(A) Déficit público como percentual do PIB.

(B) Saldo na conta corrente como percentual do PIB.

(C) Crescimento real do PIB (%).

Mas esse não foi o papel do FMI. Ele agiu além do que tinha feito na América Latina nos anos 80. No caso da Ásia, o Fundo tomou a frente como principal provedor de recursos. Em troca, exigiu mudanças profundas na estrutura econômica, bem como no comportamento político dos países daquela região. Tudo isso aplaudido de perto pelos países desenvolvidos e detentores das maiores cotas do Fundo. (Feldstein, 1998 e Carvalho, 2000).

O caso da Coreia é ainda mais importante pois sua situação era significativamente diferente dos demais países, pois ela não enfrentava um excessivo déficit em transações correntes e nem sua moeda estava sobrevalorizada (Feldstein, 1998).

A economia coreana foi colocada em dúvida em meados de 1997, porque suas empresas e instituições financeiras possuíam débitos de curto-prazo em moeda estrangeira que de longe excediam sua disponibilidade de divisas. Em outubro de 1997, os bancos comerciais americanos estimaram que os compromissos de curto-prazo da Coreia (US\$ 100 bilhões) superavam em três vezes suas disponibilidades de divisas. Com os investidores apreensivos, a

moeda coreana foi atacada (Stiglitz, 2002). Mas, como o débito total em moeda estrangeira da economia coreana não ultrapassava 30% de seu PIB (estava entre os menores dos países em desenvolvimento), claramente o caso coreano era de falta de liquidez e não insolvência<sup>56</sup>, de modo que austeridade fiscal e aperto monetário só aprofundariam a crise (Radelet e Sachs, 1998)<sup>57</sup>.

Insolvência diz respeito a um devedor (país, empresa etc.) que não é capaz de honrar seus compromissos no presente nem no futuro. Isso porque, mesmo com as receitas futuras, o devedor não é capaz de quitar seus débitos. Por outro lado, um devedor a que falta liquidez enfrenta uma escassez momentânea de recursos para servir seus débitos, embora seus ganhos futuros superem suas obrigações.

Uma crise de liquidez acontece quando devedores solventes não são capazes de conseguir recursos novos ou reescalonar seus débitos pendentes até que as receitas futuras se apresentem. Em princípio, nessa situação, os mercados de capitais poderiam fornecer recursos novos para que o devedor solvente possa arcar com suas obrigações no curto-prazo e, no futuro, todos os débitos sejam quitados. Mas, por que os mercados nem sempre se comportam desta maneira? A resposta consiste em um problema de ação coletiva. Suponha que os credores, individualmente, sejam pequenos para suprir as necessidades do devedor. Se os credores como um grupo desejam emprestar recursos novos, mas individualmente não o fazem se os demais também não participarem, uma crise de liquidez pode ocorrer. Essa situação é resultado de um equilíbrio racional, se cada credor, individualmente, não empresta, porque ele espera que os outros farão o mesmo.

Considere a ilustração inspirada em Radelet e Sachs (1998). Imagine que o devedor tenha débitos da ordem de  $D$  para com um grande número de credores. No primeiro período, ele deve amortizar  $\omega D$  e no período seguinte quitar a dívida total:  $(D - \omega D) + (D - \omega D)r = D(1 - \omega)(1 + r)$ . Além disso, o devedor tem um investimento com

---

<sup>56</sup> Radelet e Sachs (1998) analisaram o comportamento de algumas variáveis durante o período de 1994 a 1997, utilizando um modelo econométrico (Probit) e concluíram que "*(the) evidence strongly suggests that these crisis are indeed crisis of liquidity not solvency*" (p. 26).

<sup>57</sup> Parece fato que, mesmo concordando que os problemas asiáticos, sobretudo o coreano, eram de liquidez e não de insolvência, os autores das críticas "à esquerda" discordam em relação às políticas que deveriam ser adotadas. Enquanto Feldstein (1998) sugere uma variante das políticas adotadas nos anos 80, Radelet e Sachs (1998) argumentam que os apertos monetário e fiscal só pioraram a situação.

ganhos futuros projetados no período dois, de  $Y_2$ , onde o valor presente desse ganho é superior ao valor presente dos débitos. Formalmente:

$$\frac{Y_2}{(1+r)} > \varpi D + \frac{D(1-\varpi)(1+r)}{(1+r)} \Rightarrow \frac{Y_2}{(1+r)} > D.$$

No entanto o devedor não possui recursos no primeiro período para honrar seu compromisso de  $\varpi D$ , visto que o investimento só terá maturado no período seguinte. Nessa situação, se o devedor fica inadimplente e os credores aceleram suas solicitações de amortizações, o investimento não terá tido tempo suficiente para maturar e gerar a renda projetada, de modo que  $Y_1 < D$ .

Se o valor de  $Y_1$  é dividido *pro-rata* a cada credor, todos sairão perdendo, realizando suas expectativas iniciais quando solicitaram o pagamento antecipadamente. O equilíbrio bom seria o devedor tomar emprestado novos recursos no montante  $N = \varpi D$  e, no futuro (período dois), servir  $[D(1-\varpi) + N](1+r)$  que, por hipótese, é menor do que  $Y_2$ . Como cada credor individual é pequeno para suprir as necessidades do devedor (ou não o querem fazer por questões de gerenciamento de risco), sua parcela de recursos disponível para empréstimos ( $\theta$ ) é menor do que as necessidades do devedor:  $\theta < \varpi D$ . Se somente poucos credores estão preparados para emprestar no primeiro período, o devedor irá inadimplir do mesmo jeito e esses credores sairão perdendo mais do que os outros. Para que o devedor não fique inadimplente,  $n$  credores (onde  $n = \frac{\varpi D}{\theta}$ ) devem estar dispostos a emprestar. Claramente existe a possibilidade de múltiplos equilíbrios nesta situação. Se os credores emprestam, tudo acaba bem (o equilíbrio bom). Se eles, individualmente, não emprestam na crença de que os outros também não emprestarão, todos saem perdendo e, ao final, o devedor entra em colapso como os credores esperavam.

Retornando ao caso asiático, as medidas, originalmente sugeridas pelo FMI para tratar do mal por que passavam aquelas economias, não levavam em conta a percepção de uma crise de liquidez e o esquema acima. Elas são tradicionalmente adotadas pelo Fundo para tratar de desequilíbrios especificamente da conta corrente que, em muito casos, são potencializados (ou mesmo originados) por indisciplina fiscal. Mas, no caso dos países asiáticos, o problema era fundamentalmente na conta de capitais, pois aqueles países tinham absorvido grandes fluxos de capitais a curto-prazo e esses recursos foram utilizados internamente para adquirir ativos

sem liquidez e de longa maturidade<sup>58</sup>. Um descasamento entre os recursos captados e suas aplicações marcou as operações daqueles países e, na primeira desconfiança, os problemas surgiram (Sachs e Radelet, 1998). Usando o exemplo acima, aqueles países não possuíam o volume de recursos ( $\omega D$ ) para honrar os compromissos, apesar de suas receitas futuras em valor presente serem maiores que os débitos:  $\frac{Y_2}{(1+r)} > \omega D + \frac{D(1-\omega)(1+r)}{(1+r)} \Rightarrow \frac{Y_2}{(1+r)} > D$

TABELA 2.3 - Débitos de curto prazo e reservas de alguns países asiáticos, em US\$ milhões - 1997 e 1998.

Países	Junho de 1997			Junho de 1998		
	Débitos de curto prazo (A)	Reservas (B)	(A)/(B)	Débitos de curto prazo (A)	Reservas (B)	(A)/(B)
Indonésia	34.661	20.336	1,704	27.658	17.950	1,541
Malásia	16.268	26.588	0,612	11.199	19.702	0,568
Tailândia	45.567	31.361	1,453	27.767	25.785	1,077
Rep. da Coréia	70.612	34.070	2,073	33.161	40.835	0,812
<i>Países Selecionados</i>						
Argentina	23.891	19.740	1,210	34.570	22.769	1,518
Brasil	44.223	55.849	0,792	52.978	69.615	0,761
México	28.226	23.775	1,187	28.209	30.646	0,920

Fonte: Radelet e Sachs (1999) e Eichengreen (1999).

O que a Coréia precisava era de uma ação coordenada dos bancos credores de modo a reestruturar seus débitos de curto-prazo e conseguir recursos adicionais no curtíssimo prazo para honrar os compromissos mais urgentes, porque os bancos (investidores), agindo individualmente, têm um forte incentivo a não reescalonarem seus empréstimos em uma situação de excesso de obrigações de curto-prazo em relação às reservas (problemas de coordenação). Temendo o colapso das reservas e a depreciação da moeda local, o comportamento racional é antecipar o processo e trocar moeda local por dólares o mais rápido possível. Em outras palavras, faz sentido acompanhar o "estouro da manada" e engrossar a fila da corrida (Sachs, 1998).

<sup>58</sup> Eichengreen e Hausmann (1999) dão o nome de "Original Sin" ao fato dos mercados financeiros não serem completos, o que os fragiliza e os torna propensos a crises.

A corrida nem sempre ocorre quando os credores temem que o banco (ou país) tenha feito maus investimentos, mas quando os credores individualmente temem que os outros estão retirando seus recursos do banco (país)<sup>59</sup>.

Nesse caso, ao FMI caberia fornecer um empréstimo ponte temporário e, então, articular com os bancos comerciais estrangeiros uma renegociação em grupo. Não foi esse o papel do FMI:

*"Instead, the FMI organized a pool of \$ 57 billion from official sources – the IMF, the World Bank, the U.S. and Japanese governments, and others – to lend to Korea so that its private corporate borrowers could meet their foreign currency obligations to U.S, Japanese, and European banks. In change for those funds, the IMF demanded a fundamental overhaul of the Korean economy and a contractionary macroeconomic policy of higher taxes, reduced spending, and high interest rates"* (Feldstein, 1998. P. 26).

O Fundo apontou os problemas estruturais da economia coreana e disse que forneceria os recursos quando a Coréia alterasse as características de sua economia. Acontece que as deficiências apontadas estão entre as politicamente mais sensíveis não só na Coréia, mas em qualquer outro país: regras do mercado de trabalho, regulações sobre a estrutura das corporações, relacionamento entre o governo e as empresas e comércio internacional.

O mesmo FMI, que meses antes da crise utilizava os países asiáticos como exemplos a serem seguidos, passou a feroz crítico da estrutura econômica e dos governos daqueles países. Nem mesmo os 25 anos de sucesso alcançado por eles, muito em função da atuação daqueles mesmos governos, foram suficientes para amenizar a conclusão de culpados sentenciadas pelos "juizes" (Stiglitz, 2002).

É importante lembrar que, em geral, o FMI não pode iniciar um programa unilateralmente para um país membro. Ele desenvolve programas de ajustamento quando é procurado pelos seus membros. Assim, o país é um cliente do FMI. As instituições políticas do país é que deveriam determinar a estrutura e a natureza da economia. O desespero de uma nação por recursos no curto-prazo não dá ao FMI o direito moral de substituir seus conselhos técnicos por julgamentos sobre o processo político de uma nação. Conforme Feldstein (1998):

---

<sup>59</sup> Radelet e Sachs (1998) argumentam que esse esquema de insolvência-liquidez é um dos principais enfoques para explicar o comportamento de manada em mercados financeiros, onde os credores agem com base nas ações de outros credores e não com base na solidez do devedor ou na sua própria informação privada..

*“The IMF should provide the technical advice and the limited financial assistance necessary to deal with a funding crisis and to place a country in a situation that makes a relapse unlikely. It should not use the opportunity to impose other economic changes that, however helpful they may be, are not necessary to deal with the balance-of-payment problem and are the proper responsibility of the country’s own political system”* (p. 27).

TABELA 2.4 - Taxas de crescimento percentual do PIB real para alguns países asiáticos

Países	Médias dos períodos			Crescimento no ano		
	1981-1985	1986-1990	1991-1995	1996	1997	1998
China	10,80	7,70	12,07	9,58	8,84	7,80
Coreia do Sul	7,83	9,49	7,47	6,75	5,01	-6,69
Filipinas	-1,14	4,74	2,19	5,85	5,19	-0,58
Indonésia	5,67	7,14	7,87	7,64	4,70	-13,13
Hong Kong	5,66	7,6	5,35	4,49	4,97	-5,31
Malásia	5,15	6,91	9,47	10,00	7,32	-7,36
Tailândia	5,45	10,34	8,66	5,88	-1,45	-10,77
Singapura	6,27	8,45	9,14	7,54	8,67	0,06

Fonte: Banco Mundial (2002).

Nota: o PIB real é igual ao PIB nominal cotado na moeda local a preços constantes de 1995.

O recente desempenho da economia coreana (e dos países asiáticos em geral) antes da crise, combinando um persistente alto crescimento econômico (tabela 2.4), baixa inflação e reduzida taxa de desemprego, sugeria que a estrutura econômica daqueles países, no geral, poderia estar bem adaptada ao estágio presente do seu desenvolvimento político e cultural. Ainda que seja desejável uma mudança em direção ao padrão ocidental, certamente uma conjuntura de crise não deve ser o melhor momento. A mudança deve ser gradual e sem grandes choques, a não ser que seja inevitável para recompor a credibilidade do país. Segundo as críticas, esse não era o caso da Coreia.

Quando uma crise como a da Coreia se apresenta (crise de liquidez), a necessidade mais premente é persuadir os credores externos a continuarem emprestando, renegociando e rolando os empréstimos a vencer no curto-prazo. Para atingir esse objetivo, os credores devem estar convencidos de que a escassez de divisas é temporária e não um problema de insolvência. Quando o Fundo enfatiza fortemente os problemas institucionais e estruturais vividos pelo país, ele sinaliza em sentido contrário. Os credores que ouviram as recomendações do FMI só podiam concluir que a Coreia era incapaz de honrar seus compromissos mesmo no médio prazo, a não ser que sua economia passasse por profundas transformações. Em virtude do tamanho das mudanças propostas pelo Fundo, os investidores

podiam estar céticos sobre se realmente a Coreia conseguiria concluir tais reformas<sup>60</sup>. "Foi como gritar fogo em um teatro lotado" (Stiglitz, 2002, p. 133).

Assim, ao contrário do que se esperava, o anúncio do programa do FMI serviu antes para minar a confiança na economia coreana, do que para reestabelecê-la. De fato, após o anúncio do programa pelo FMI, as agências internacionais de avaliação de risco reduziram o "status" dos títulos coreanos para "junk bonds". Como se não bastasse, em dezembro de 1997, as reservas coreanas estavam reduzindo a uma taxa de \$1 bilhão ao dia (Feldstein, 1998 e Radelet; Sachs, 1998).

As medidas tradicionais de aperto fiscal e monetário, com maior taxa de juros e menor crédito não foram suficientes para retornar a confiança na economia coreana. Ao contrário, agravaram o problema da liquidez e levaram muitas instituições financeiras à falência que, de outra forma, não quebrariam, potencializando os problemas de confiança que buscavam resolver.

*"In short, the IMF medicine seems to be adding to the financial panic. (...) It is not surprising that high interest rate have failed to attract capital from abroad as the IMF hoped. In fact, the IMF programmes seem to have accelerated the withdrawal of foreign capital"* (Sachs, 1998, p. 17).

Parece que a estratégia do FMI e da comunidade financeira internacional de priorizar o retorno da confiança via políticas fiscais e monetárias restritivas, independente de serem elas a causa ou não dos problemas, tem falhado. *"Since these measures damage the economy, businesses, and banks, they may not restore confidence"* (Tobin, 1998, p.01).

Comprovadamente, foi um erro de estratégia do FMI (Sachs, 1998; Stiglitz, 2000; Radelet; Sachs, 1998 e 1999; Stiglitz, 2002, cap. 4 e Tobin, 1998). Eichengreen (1999) também concorda que políticas contracionistas não eram o remédio adequado para os males sofridos pelas economias asiáticas, sobretudo no caso da Coreia do Sul.

Segundo o seu argumento, *"(...) monetary and fiscal profligacy was not endemic in Asia in the period leading up to its crisis"* (Eichengreen, 1999, p. 20). Mas salienta que, com a

---

<sup>60</sup> O contra-argumento é que a confiança do mercado não seria restaurada sem a sinalização de que as reformas começaram. O tratamento só dos sintomas da doença sem tratar a raiz dos problemas não é o melhor caminho para restaurar a confiança (Goldstein, 2000 e Mussa; Savastrano, 1999).



mobilidade de capitais característica dos mercados atuais, a linha que separa os mercados financeiros domésticos e internacionais é muito tênue, tornando-se muito difícil superar os problemas no balanço de pagamentos sem também consertar o sistema financeiro doméstico<sup>61</sup>.

Se o sistema financeiro é fortemente regulamentado e com controles de capitais, os problemas no balanço de pagamentos têm sua origem em problemas na conta corrente e na escassez de divisas para financiá-los. Eliminando os déficits em transações correntes (possivelmente com políticas de austeridade), automaticamente regulariza-se a situação externa.

Mas, com alta mobilidade de capitais, o problema é transferido para a conta de capitais que requer, para sua estabilização, restaurar a confiança dos investidores no sistema financeiro doméstico. Isto exige reformas que tornem as operações das instituições mais transparentes, que regulem o mercado e que criem mecanismos de supervisão.

Eichengreen (1999, p. 21) alega que, apesar da urgência das reformas para restaurar a confiança nos mercados domésticos, nem o FMI, nem qualquer outra instituição financeira internacional possui capital humano para aconselhar os países em todas essas áreas. Nesse sentido, o FMI também falhou ao tentar ser o mestre regulador do sistema financeiro de todos os países.

Indo mais longe ainda nas críticas, argumenta-se que muitas características das políticas do Fundo foram (e são), na verdade, “*replays*” das políticas que os Estados Unidos e o Japão têm tentado impor à Coreia. Medidas que podem até ser úteis para uma reestruturação da economia coreana, mas que já foram previamente rejeitadas. Sendo assim, o FMI usa o poder de coerção em um momento de fraqueza do país para impor suas políticas. Isso torna o Fundo cada vez menos legítimo aos olhos dos países em desenvolvimento e salienta ainda mais a questão da opção de recorrer a ele somente quando a situação é irreversível.

*“The IMF should eschew the temptation to use currency crises as an opportunity to force fundamental structural and institutional reforms on countries, however useful they may be in long term, unless they are absolutely necessary to revive access to international funds. It should strongly resist the pressure from the United States,*

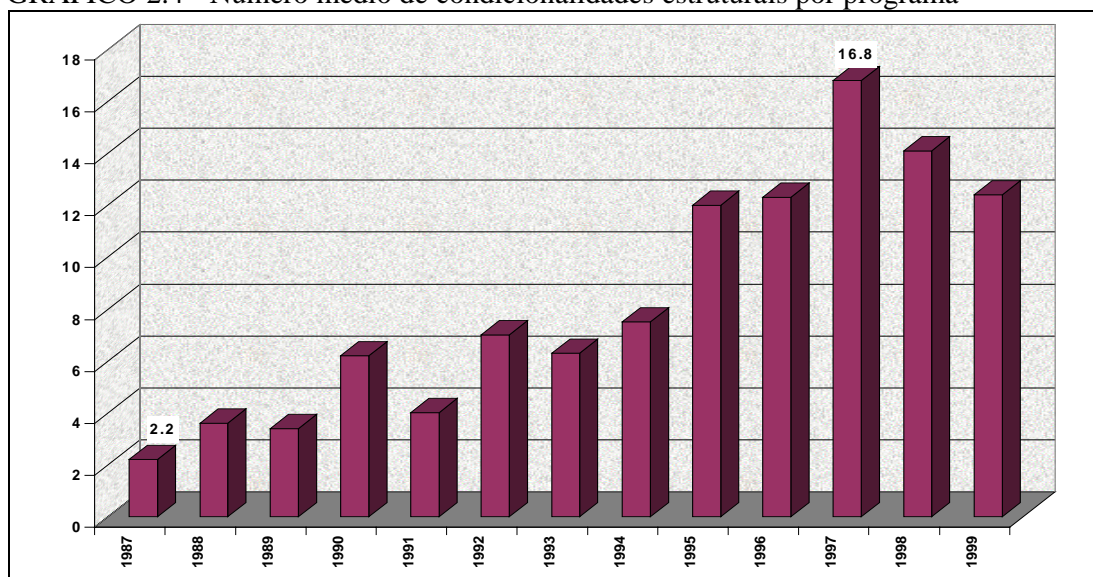
---

<sup>61</sup> Aqui há uma discordância com a linha de críticas contidas em Feldstein (1998).

*Japan, and other major countries to make their trade and investment agenda part of the IMF funding conditions" (Feldstein, 1998, p. 32).*

Como exemplo, o "pedido" para a Coréia abrir seu setor automobilístico refletia, tão somente, pressão do Japão e Estados Unidos. Isso realça um problema preocupante com o Fundo: a falta de uma auto-restrição institucional que o deixasse imune a pressões desse tipo e prevalecesse o caráter cooperativo da instituição. Com a divisão dos países em devedores e credores estruturais, a essência do comportamento cooperativo fica prejudicada. Cientes disso e da baixa probabilidade de necessitarem recorrer ao Fundo, os países desenvolvidos têm poucas dúvidas na hora de aprovar a expansão do poder e do papel do FMI (Kapur, 1998).

GRÁFICO 2.4 - Número médio de condicionalidades estruturais por programa<sup>62</sup>



Fonte: IMF (2001a)

Nota: Refere-se ao total de critérios de performance, "benchmarks", ações prévias e revisões que contenham condicionalidades estruturais para as linhas de "stand-by", EFF, ESAF e PRGF

A alegada intromissão do Fundo nas economias é corroborada pelos dados apresentados no gráfico anterior, onde claramente tem existido uma tendência de crescimento das "condicionalidades estruturais", tomando impulso na metade da década de 90 e atingindo o ápice na crise asiática. Apesar da crescente imposição de reformas, o fato é que isso não tem

<sup>62</sup> Condicionalidades estruturais, como definido por Goldstein (2000), são aquelas políticas que diferentemente do gerenciamento da demanda agregada, visam melhorar a eficiência no uso dos recursos, elevando a capacidade produtiva da economia. Dentre outras, pode-se citar: liberalização comercial, liberalização do mercado de capitais, mudanças nos regimes cambiais, privatizações, mudanças no mercado de trabalho, etc.

impedido que os distúrbios sejam cada vez mais severos e periodicamente retornem aos mesmos países<sup>63</sup>.

Mas há uma aparente incoerência nesse comportamento. Dadas as características das recentes crises centradas muito mais em problemas na conta de capitais, a necessidade é de uma ação rápida por parte do FMI. Quando o Fundo expande seu papel e suas condicionalidades, invariavelmente resulta em perda de precioso tempo nas negociações e, freqüentemente, o uso do desespero dos países para impor políticas. Aí está o sentido da incoerência ser apenas aparente pois, na verdade, trata-se de uma decisão deliberada no sentido de forçar as reformas (Kapur, 1998).

Com ações desse tipo, o FMI, além de desencorajar os países a buscarem auxílio em momentos que precedem as crises, impede que os programas sejam melhor negociados e obtenham o apoio interno à sua implementação.

O que se vê atualmente é uma forte rejeição ao nome FMI pela sociedade dos países que se submeteram à prescrição de suas políticas. Conforme Bird (1997), a literatura sobre negociações mostra uma distinção entre “*advisers*” como oráculos ou como parceiros. A primeira visão considera os “clientes” como “potes vazios” que devem ser completados com a visão dos conselheiros. Enquanto que, na segunda, a tarefa é ajudar o parceiro, encontrando, em sua própria experiência e conhecimento, o curso das ações necessárias para resolver os problemas. Desse modo, os conselhos do Fundo são mais prováveis de serem seguidos onde os países/governos sentem-se integrados ao processo de negociação.

Agindo como um oráculo, o Fundo vai de encontro ao discurso de liberalização e transparência nos números e informações sugeridas aos países. Se ele não permite que o acordo seja discutido domesticamente e atropela as instituições democraticamente instituídas, ele demonstra que a negociação faz parte apenas da retórica. *"In theory, the Fund supports democratic institutions in the nations it assists. In practice, it undermines the democratic process by imposing policies* (Stiglitz, 2000, p. 3). Embora oficialmente ele não imponha nada, apenas negocie as condições do acordo, o poder de negociação está apenas de um lado da mesa (o lado do FMI, é claro).

---

<sup>63</sup> Para uma descrição detalhada sobre a evolução das "condicionalidades estruturais", áreas e programas de

Conclusão semelhante pode ser encontrada no relatório da IFIAC (*International Financial Advisory Commission*), cujo argumento enfatiza que uma das principais razões para os fracassos dos planos do FMI é que, quando os países recorrem a ele, em geral, já estão mergulhados em crises. Talvez porque o FMI seja visto como um “oráculo” que impõe somente remédios amargos.

Com atitudes assim, o Fundo tende a perder, inclusive, sua condição de "senhor da verdade". Como salienta Stiglitz (2002), a instituição tem se tornado cada vez mais obscura e menos transparente, fechando-se em suas posições de maneira quase dogmática. Além das informações não serem irradiadas de dentro para fora, o mais grave é que cada vez menos as informações externas tendem a penetrar na organização. Ou seja, cada vez menos os países conseguem dizer ao Fundo que suas condições específicas devem ser levadas em conta. Que eles não são somente "potes vazios" a serem preenchidos com os conselhos do oráculo. O argumento do Fundo é de que ele não pode ser hesitante em suas políticas, com pena de perder a credibilidade perante o mercado. Mas, ironicamente, ao não permitir o questionamento às suas políticas, é justamente isso que acontece quando as suas previsões não são bem sucedidas.

"Para o FMI a falta de um conhecimento mais detalhado sobre os países é questão de menor importância, porque se inclina para a adoção da abordagem padronizada" (Stiglitz, 2002, p. 63), com o questionável engessamento do receituário padrão de corte nos gastos. A implicação lógica é que reduzir despesa deprime a renda, que aliada à desvalorização da moeda geralmente melhora o saldo em conta corrente. Ou seja, o ajuste centrado na redução da despesa e, portanto, um ajuste de curto-prazo (IFIAC, 2000).

O que é mais grave e salientado pelo relatório da "*Meltzer Commission*" é que tais ajustes propostos aconteceriam, da mesma maneira, forçados pelo mercado, caso o FMI não existisse. O Fundo impõe restrições (muitas vezes atropelando as instituições domésticas) que, de toda forma, seriam impostas pelo mercado. Ou seja, não há vantagens em termos de resultados para a economia doméstica em recorrer ao FMI. Assim, a intervenção do Fundo só

traria problemas de “moral hazard”<sup>64</sup>, na medida em que os recursos que ingressam no país são subsidiados e permitem apenas honrar os compromissos de curto-prazo. Não há uma divisão do risco com os investidores internacionais e a conta é toda absorvida pela economia doméstica.

Enquanto é difícil saber o que exatamente aconteceria na ausência do FMI, recentes pesquisas sobre o resultado das condicionalidades mostram que :

*“(...) it is now becoming increasingly well-accepted that Fund-supported programs lead to an improvement in the current account balance and the overall balance of payments. The results for inflation are less clear cut. (...) In the case of growth, the consensus seems to be that output will be depressed in the short run as the demand-reducing elements of the policy package dominate.” (Khan & Haque, 1998, p. 19).*

O relatório da "Meltzer Commission" afirma também que a nova função adotada pelo Fundo como uma fonte de empréstimos de longo-prazo condicionados à concordância do país devedor em implementar determinadas políticas que reformem a economia, fizeram as nações mais pobres crescentemente dependentes do FMI (como mostrado na tabela 2.5 abaixo). Devido a essa dependência, a influência do FMI nas economias de tais países tem crescido consideravelmente, e isto tem dado ao Fundo um grau de interferência nas políticas domésticas sem precedentes para uma instituição multilateral.

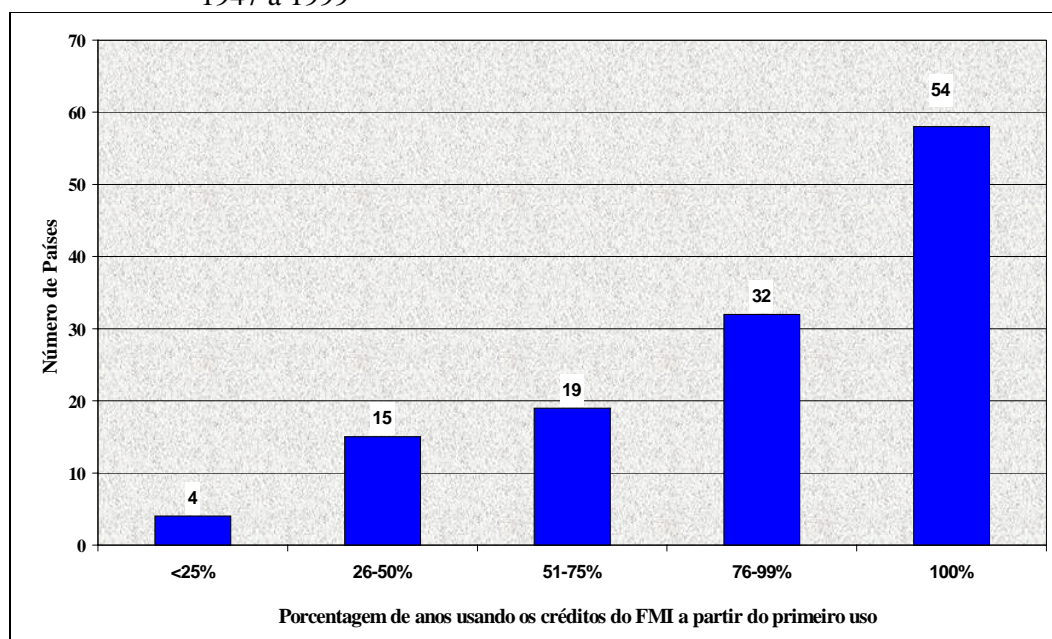
*“Some agreements between the IMF and its members specify scores of required policies as conditions for continued funding. These programs have not ensured economic progress. They have undermined national sovereignty and often hindered the development of responsible, democratic institutions that correct their own mistakes and respond to changes in external condition” (IFIAC, 2000).*

O gráfico e tabela 2.5 desmentem o caráter temporário no uso dos recursos do Fundo que é sugerido pelas orientações quanto às condicionalidades e operações da instituição (ver Anexos B e C). Os números mostram que, uma vez solicitado o auxílio do FMI, é provável que o país se torne dependente dele nos períodos seguintes. Tanto que, dos 124 países utilizados na comparação gráfica, 86 (ou seja, aproximadamente 70% deles) estiveram usando os recursos do FMI 76% do tempo ou mais desde a primeira retirada. O que é uma medida conclusiva sobre a ineficiência dos programas e da dependência gerada.

---

<sup>64</sup> Essa é a visão do que é descrito por Krugman (2000b) e Carvalho(2000) como a crítica ao FMI da "ala direita", encabeçada por Allan Meltzer.

GRÁFICO 2.5 - Porcentagem de anos usando créditos do FMI após o primeiro uso - 1947 a 1999



**Fonte:** Vasquez (1999) e IFIAC (2000)

**Nota:** as informações dizem respeito aos países que, após o primeiro uso de recursos do Fundo, continuaram utilizando recursos posteriormente. Por exemplo, um país que tenha pela primeira vez usado os recursos do FMI em 1994 e os utilizou novamente em 1997 permaneceu no Fundo durante 20% do tempo desde o primeiro uso. Os dados não incluem países que foram ao FMI pela primeira vez em 1995 ou depois disso.

Um outro resultado que corrobora esse raciocínio está presente no trabalho de Knight e Santaella (1994). Eles tentam identificar, através de estudo econométrico usando probit, quais variáveis são importantes para aprovação de um acordo com o FMI. Essa importância diz respeito especificamente ao fato de elevar a probabilidade de um programa de ajuste acontecer. Dentre as variáveis utilizadas, uma que merece destaque é a presença de acordos anteriores com o Fundo. A conclusão dos autores foi que o fato do país anteriormente ter participado de algum programa financiado pelo FMI relaciona-se positivamente com a probabilidade de um acordo. "(...) *our priors is the fact that dummy indicating that a country has previously had an arrangement with the Fund also exhibits substantial explanatory power* (Knight e Santaella, 1994, p. 24).

TABELA 2.5 - Dependência do FMI para financiar ajustamentos - 1949-1999

	Número de anos no Fundo				
	< 10	10 – 19	20 – 29	30 – 39	≥40
Número de Países	29	25	46	20	4

Fonte: IFIAC (2000) e Vásquez (1999).

Przeworski e Vreeland (2000) e Conway (2000) também chegaram a resultados semelhantes. "(...) *when many governments in country's past have been under IMF agreements and when many other countries around the world are participating, a government is more likely to enter into an IMF program*" (Przeworski e Vreeland, 2000, p. 394). Já o trabalho de Conway (2000) buscou relacionar quais variáveis aumentavam a probabilidade de um país sair de uma crise. O fato de já ter participado anteriormente de um programa do FMI reduziu a probabilidade de sair de uma crise. "(...) *there is evidently a weakening of a country participating in repeated and prolonged IMF programs that exists independently of other country specific effects*" (Conway, 2000, p. 04). Portanto os estudos reforçam as conclusões retiradas do gráfico e tabela 2.5<sup>65</sup>.

Para complementar a argumentação sobre as dúvidas colocadas na eficiência dos conselhos do Fundo, uma análise da tabela 2.6 permite algumas conclusões. Primeiro, avaliando-se a liberação de 75% ou mais dos recursos pactuados como uma medida de aderência ou implementação das condicionalidades, menos da metade de todos os acordos durante o período de 1973 a 1997 passariam no teste. Segundo, a taxa de aderência é maior para as operações de Stand-By, onde a quantidade de reformas estruturais sugeridas é menor. Terceiro, os dados parecem indicar uma tendência a queda na taxa de aderência aos

<sup>65</sup> Porém a interpretação de Knight e Santaella (1994) para o resultado não é de dependência e, sim, de parceria.

"(...) *it is also plausible that, other things equal, countries that have had arrangements with the Fund in the past will be more likely to enter into an arrangement in a subsequent period. The reason is simply that the authorities of a country are familiar with the Fund's operating procedures when they have negotiated a past arrangement and implemented the adjustment program that was supported by it*" (p. 17).

programas do Fundo. Ou seja, se a medida é considerada como o sucesso do país em implementar as políticas sugeridas, os números não são muito animadores<sup>66</sup>.

TABELA 2.6 - Percentual de us dos empréstimos liberados pelo FMI

Acordos	Percentual dos empréstimos liberados						Nº de acordos
	Y<25 (a)	25≤Y<50 (b)	50≤Y<75 (c)	75≤Y<100 (d)	Y=100 (e)	75≤Y (f)=d+e	
<b>Todos os acordos, por subperíodos</b>							
1973-77	36,5	7,1	5,9	5,9	44,7	50,6	85
1978-82	19,4	16,1	10,5	12,9	41,1	54,0	124
1983-87	12,9	15,8	19,4	7,9	43,9	51,8	139
1988-92	17,5	15,1	20,6	14,3	32,5	46,8	126
1993-97	27,0	19,1	26,2	11,3	16,3	27,6	141
<b>Período Completo</b>							
Stand-By	23,1	13,4	15	9,5	39,0	48,5	441
EFF	33,3	22,2	19,0	15,9	9,5	25,4	63
SAF/ESAF	9,0	18,9	27,0	12,6	32,4	45,0	111

Fonte: Mussa e Savastrano (1999), Goldstein (2000) e IMF (2001a).

Para atender a uma sempre crescente necessidade de créditos, o Fundo tem respondido via periódicas chamadas para acréscimos de quotas e elevação dos recursos disponíveis (como mostra o gráfico 2.6).

Toda a argumentação e números apresentados mostram indícios da ineficácia dos “conselhos”. Isto porque, se você está doente e segue o receituário do médico, a tendência é que fique curado. Se a frequência das visitas, bem como a quantidade de remédios que você

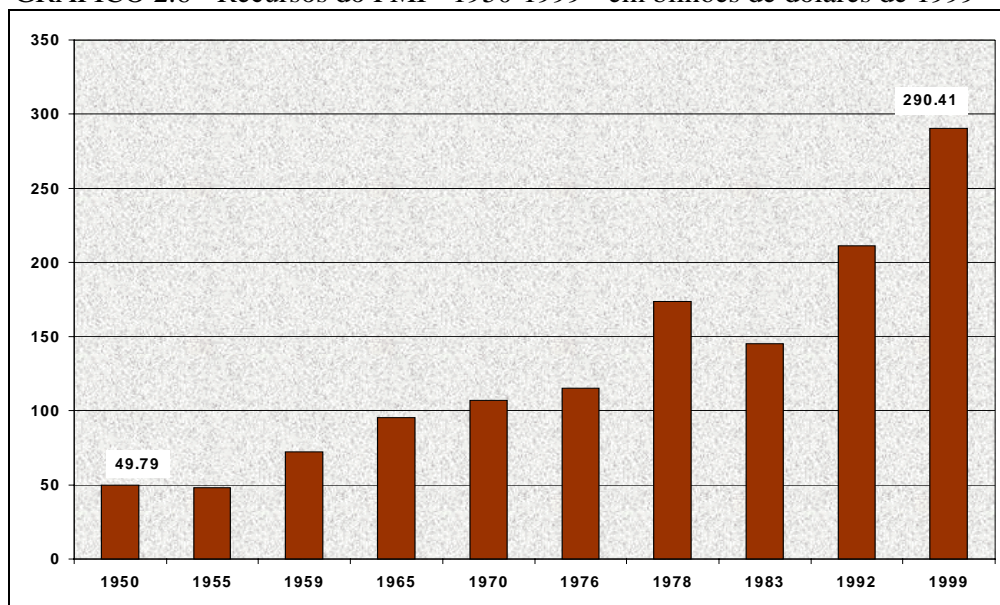
<sup>66</sup> Algumas considerações, no entanto, devem ser salientadas. Primeiro, os dados do último sub-período podem estar subestimados, visto que alguns acordos ainda estavam em vigor (sobretudo aqueles assinados em 1997). Segundo, Mussa e Savastrano (1999) levantam a possibilidade de, em alguns casos, a suspensão dos recursos ter acontecido devido à solicitação dos países tendo em vista a recuperação da economia ou condições mais favoráveis no ambiente externo. Particularmente acredito que tais casos representaram uma pequena minoria que não afetam as conclusões.

O que é corroborado por Goldstein (2000) que apresenta o resultado de vários outros estudos e conclui que "(...)existing studies suggest that compliance with Fund conditionality has been a serious problem, including the Fund's structural policy conditionality. The compliance problem has been getting more serious over time" (p. 48).



toma estão aumentando, talvez seja hora de mudar de médico, ou trocar a dose do medicamento.

GRÁFICO 2.6 - Recursos do FMI - 1950-1999 - em bilhões de dólares de 1999



Fonte: IMF (2000).

Trocar a dose ou o medicamento pode significar uma agenda menos ambiciosa para o FMI. O Fundo não deveria usar seu poder para impor reformas, dedicando-se prioritariamente a dar conselhos que, se seguidos, retornem a confiança ao país. Não deve ser esquecido que devedores e credores é que devem primeiramente ser responsáveis por suas ações. Os recursos do FMI não podem servir ao objetivo de socorrer investidores internacionais. Se uma agenda menos ambiciosa é aprovada, os escassos recursos (tanto financeiros como humanos) do FMI podem ser concentrados para prevenir crises, trabalhando em parceria com os países que ainda não foram atacados, onde algo ainda possa ser feito. Quando a crise já se instalou, não adianta mais tomar as medidas preventivas.

Contra-argumentando, o Fundo tem usado o caso mexicano como referência para as reformas estruturais. Só que esse exemplo está longe de ser um sucesso. O salário mínimo, no

México, representa 28% de seu valor real de 1976 e a renda *per capita* se equipara àquela de 1960 (Carvalho, 2000).

*"Real income per capita in 1997, despite ups and downs, was no higher in 1997 than twenty years earlier. (...) Mexico's total (public and private) external debt, expressed in 1996 U.S. dollars, has grown fivefold over the period since 1973, or fourfold when expressed on a per capita basis. Real wages are lower and the burden of financing the debit is much higher for each Mexican worker"* (IFIAC, 2000, p. 27).

Além disso, a antecipação do pagamento dos compromissos assumidos com o FMI e outros países durante a crise de meados dos anos 90, apontada como evidência do sucesso das políticas, é enganosa.

*"It was politically advantageous to have Mexico repay that loan in advance of the scheduled date. Mexico did so by borrowing longer term in Europe at higher interest rates than it paid on ESF loans. Largely as a result, Mexico's current total public and total foreign debt exceeds its 1994 debt* (Schwartz, 1998a , *apud* Carvalho, 2000, p. 261).

### **2.3 - Liberalização do Mercado de Capitais**

Suponha que você desembarque em um mundo que funcione à base de pão-de-queijo, e que o comércio internacional dessa mercadoria seja altamente imprevisível e volátil por razões não totalmente conhecidas. Além disso, alguns poucos países têm acesso ao pão-de-queijo importado e seus benefícios, enquanto outros são excluídos do comércio embora não coloquem barreiras que justifiquem a exclusão. Com alguma regularidade, os países que têm acesso aos benefícios do comércio experimentam um "*boom*" de importações, que deixa todo mundo melhor por um tempo. No entanto, repentinamente e sem relação com as circunstâncias, a oferta da mercadoria importada desaba. Isso implica que nem todas as famílias agora poderão ter pão-de-queijo no café da manhã e precisarão se ajustar à nova realidade (um ajuste doloroso na maioria das vezes). Como se não bastasse esse infortúnio ao país, por razões também pouco entendidas, muitos outros deparam-se com a mesma restrição. Mas a situação, em geral, não é duradoura. Algum tempo depois, um novo ciclo recomeça com um "*boom*" de oferta de pão-de-queijo.

Diante da situação, seu anfitrião lhe pede uma orientação sobre como poderiam eles conviver com o problema do pão-de-queijo? O que fazer para que a oferta e consumo da

gulseima matinal fosse mais estável?. Após meditar sobre o assunto, sua recomendação é que todos os controles sobre o comércio de pão-de-queijo sejam eliminados. Mesmo que o pão-de-queijo seja uma mercadoria diferenciada e possa não se comportar como as outras.

Agora, substitua o pão-de-queijo por fluxo de capitais, o estranho planeta por países em desenvolvimento e você pelo FMI. A descrição se ajustará bem ao mundo atual, com o FMI abraçando a bandeira da liberalização total da conta de capitais como o remédio milagroso para todos os males do mercado internacional de capitais, a ponto, inclusive, de sugerir que ela faça parte dos objetivos da instituição.

A ilustração acima, por mim apropriada e adaptada do exemplo encontrado em Rodrik (1998), introduz o teor das críticas que serão abordadas nesta seção.

Dentre as reformas estruturais freqüentemente propostas pelo FMI aos países em desenvolvimento, talvez a de maior impacto tenha sido a busca desenfreada pela liberalização do mercado de capitais. Muitas vezes, não porque os países precisassem atrair poupança externa (do contrário não teriam acumulado tamanho volume de reservas), mas por pressão internacional. Uma mudança que provocou:

*"(...) a flood of short-term capital - that is, the kind of capital that looks for the highest return in the next day, week or month, as opposed to long-term investment in things like factories. In Thailand this short-term capital helped fuel an unsustainable real estate boom. And, as people around the world have painfully learned, every real bubble eventually bursts, often with disastrous consequences" (Stiglitz, 2000, p. 56).*

*"At least in part, the Asian financial crisis has its roots in attempts at financial reforms in East Asia in the early 1990s that were aimed at upgrading financial institutions, but in fact left the economies exposed to the instabilities of the international financial markets" (Radelet; Sachs, 1998, p. 12).*

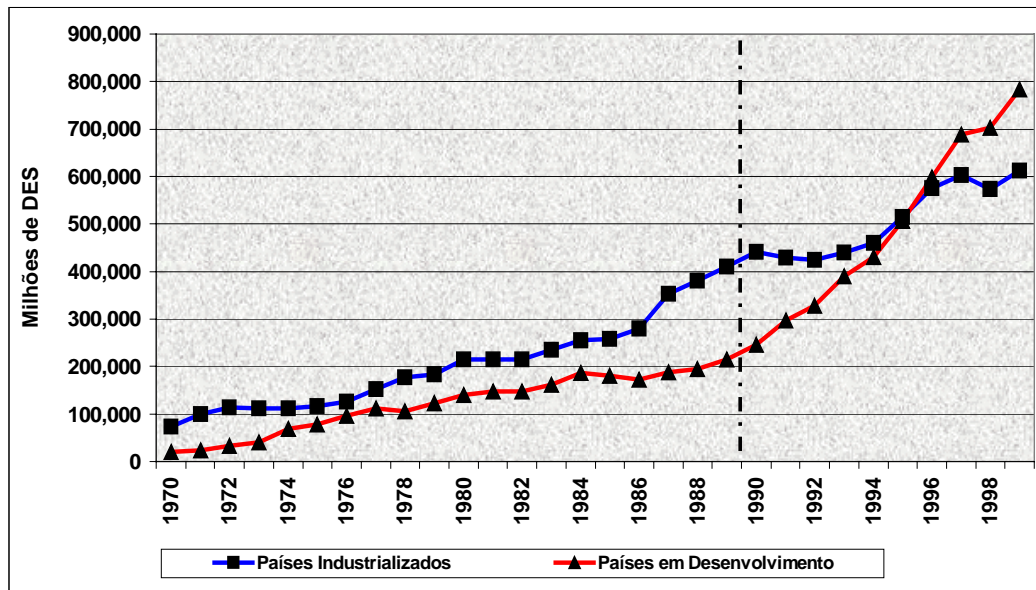
Isto porque a rápida expansão na liberdade do fluxo de capitais não foi seguida pela regulação e supervisão necessária. *"Ironically, East Asia became vulnerable to external financial shocks in part because it attempted to reform its financial markets in the 1990s in a market-oriented manner" (Radelet; Sachs, 1998, p. 13).* No relatório da *"Meltzer's Commission"*, a mesma conclusão é alcançada. *"Mexico, Asia and, subsequently, Russia and Latin America show the risk to international financial stability created by large short-term, foreign-denominated lending to countries with weak financial an banking systems" (p. 28).*

Muito embora "*(...) the evident facts that excessive private external short-term debt was, if not a cause of the crisis, a serious aggravation of it*", o FMI e o Tesouro americano condicionaram a concessão de empréstimos ao aprofundamento da liberalização (Tobin, 1998, p. 10). Ironicamente, o "veneno" que era um dos responsáveis pela doença do paciente, foi justamente o remédio receitado para a cura.

A rápida expansão na liberdade e a enxurrada de capitais de curto prazo obrigaram os países emergentes a adotarem, como medida de segurança, o acúmulo de divisas para se protegerem de eventuais ataques. Tal comportamento tomou mais fôlego quando alguns países asiáticos que possuíam grandes volumes de reservas não sofreram problemas mais sérios. A lição que ficou, erradamente e suportada pelo FMI, é que acumular reservas seja um seguro contra as crises. Saída infeliz para países (como o Brasil) que poderiam utilizar as escassas divisas para modernizar a economia em vez de acumular ativos financeiros.

O gráfico que se segue comprova o comportamento. Até o final dos anos 80, os países desenvolvidos mantinham um volume maior de reservas, embora o crescimento desses ativos fosse aproximadamente igual entre os dois grupos de países. No entanto, a partir dos anos 90, sobretudo após meados da década, a velocidade com que os países em desenvolvimento acumularam ativos estrangeiros líquidos foi bem maior, o que proporcionou, inclusive, um estoque superior àquele dos países industrializados. E nem por isso o mundo ficou mais estável.

GRÁFICO 2.7 - Evolução das reservas internacionais - 1970 a 1999



Fonte: IMF (2000)

Ao contrário do que se esperava, os países que conseguiram atrair grandes fluxos de capitais e acumular reservas, precisam estar conscientes de que a continuidade desse fluxo está longe de ser automática. Depende em grande medida do sentimento do mercado em relação às políticas, sentimento que pode mudar repentinamente e com ele secar o fluxo de recursos. Portanto, a estabilidade que se esperava com a maior liberdade dos capitais transformou-se numa fonte adicional de instabilidade, dependendo fundamentalmente dos sentimentos do mercado, que podem não estar preocupados ou sintonizados com medidas socialmente ótimas (Camdessus, 1995 e Stiglitz, 2000).

*"One should also notice that markets is a euphemism for financial investors that helps to disguise the fact that "markets" are not disinterested referees of what is "sound" or "promising" for economies involved. Investors, naturally, will not have favorable perceptions of policies that may go against their interests, be they "sound" or not (Carvalho, 2000, p. 242).*

Apesar desse risco, o FMI caminha cada vez mais em direção à completa liberalização da conta de capitais, contemplando, em suas medidas de política, ações que preservem e acalmem o sentimento do mercado. Stiglitz (2001) argumenta que a visão dominante dentro do FMI é caracterizada por um "fundamentalismo" de mercado, onde predomina *"a strong belief that markets, by and large, work well, and governments, by and large, work poorly"* (p. 15). Mas, continua Stiglitz, existe uma incoerência intelectual nesse comportamento. Como o

FMI é, ele próprio, um corpo governamental, é de se esperar que a instituição esteja sujeita às mesmas falhas e ineficiência que os governos nacionais.

Segundo Stiglitz (2002), parece pairar uma confusão por parte do Fundo entre ciência e ideologia.

"Uma das importantes distinções entre ciência e ideologia é que a ciência reconhece as limitações do que sabe. Sempre há incerteza. Porém, o FMI nunca gosta de discutir as incertezas associadas às políticas que recomenda, mas gosta de projetar uma imagem de instituição infalível. Essa postura e mentalidade dificultam que ele aprenda com os erros do passado - como o Fundo pode aprender com esses erros se não consegue admiti-los? Apesar de muitas organizações desejarem que os estranhos acreditem que elas são infalíveis, o problema com o Fundo Monetário Internacional é que ele muitas vezes age como se quase acreditasse em sua infalibilidade" (p. 280).

Outra incoerência é que o FMI tenta justificar suas intervenções em momentos de crise com o objetivo de impedir que os problemas contaminem as economias vizinhas. Mas essa justificativa é uma pesada crítica ao próprio "fundamentalismo" de mercado do FMI, pois, implicitamente, admite falhas de mercado inerentes ao sistema. O que, por si só, deveria ser um motivo para não propor a completa e irrestrita liberdade de entrada e saída de qualquer tipo de recursos.

Na visão do FMI, os investidores internacionais e especuladores cumprem o papel positivo de colocar disciplina aos governos que, de outra maneira, esbanjariam recursos (Carvalho, 2000). O que, em alguns casos, não deixa de ser verdade.

Nesse sentido, esbanjando ou não recursos, com o sistema financeiro global totalmente integrado, os países emergentes correm o risco de perder completamente a liberdade para implementar políticas que, apesar de favorecerem a sociedade como um todo, podem afetar os sentimentos do "mercado". Como nos países emergentes o fluxo de capitais de curto-prazo é desproporcionalmente grande, o preço a se pagar pela integração pode ser muito alto, sem os comprovados benefícios da liberalização total de qualquer tipo de capital sem nenhuma seleção. Conforme Rodrik (1998): *"We have no evidence that it will solve any of our problems and some reason to think that it may make them worse"* (p. 03).

Rodrik (1998) fundamenta sua afirmação em um estudo onde relaciona crescimento econômico, inflação e investimentos, com a liberalização da conta de capitais. Os resultados foram conclusivos: *"There is no evidence in the data that countries without capital controls*

*have grown faster, invested more, or experienced lower inflation*" (Rodrik, 1998, p. 08). Como não encontrou a relação prometida entre as variáveis, Rodrik (1998) conclui que "(...) *the benefits of removing capital controls remain to be demonstrated*" (p. 10).

De certa forma, Stanley Fischer, em palestra enquanto Diretor do FMI, apresenta o mesmo argumento, estabelecendo que a busca do benefício máximo com a liberalização ainda é uma questão em aberto. "(...) *the question of how to maximize the benefits of international capital flows while minimizing their potential adverse effects is certain to remain high on the agenda*" (Fischer, 1999, nota 21). Muito embora, na mesma palestra, permaneça a diretriz geral do Fundo na completa liberalização da conta de capitais.

As medidas têm sido, portanto, impostas, apesar de não existirem provas definitivas que demonstrem que elas estimulam o crescimento econômico. Isso porque a liberalização não foi precedida da implementação de "redes de segurança" que protegessem os países menos desenvolvidos (Stiglitz, 2002, cap. 1).

Além do fato de não haver um consenso sobre os benefícios da conta de capitais totalmente livre, a postura confiante na rápida liberalização financeira, como medida suficiente, por si só, para o mercado funcionar bem, é enganosa. Stiglitz (2002) salienta que falta ao FMI, além de uma maior sensibilidade ao contexto social, "(...) um entendimento de questões básicas fundamentais tanto em relação aos processos econômicos como aos políticos", que dão origem a erros de ritmo e seqüência no processo de reformas, que estão ligados à crença no que ele chama de "fundamentalismo de mercado". Acreditar que a mão invisível de Smith funcione perfeitamente e conduza a resultados eficientes requer condições restritas (entre elas, completude dos mercados e informações perfeitas)<sup>67</sup>. Mas estas são exatamente condições dificilmente encontradas nos países em desenvolvimento. Então, pensar que a "mão invisível" funcione sob estas condições é acreditar cegamente "em um modelo simplista de economia de mercado" (Stiglitz, 2002, p. 108 e Tobin, 1998).

Um sistema, funcionando bem, requer não somente a completa liberdade de entrada e saída, mas também uma infra-estrutura regulatória e legal bem desenvolvida, muito mais do que exige a abertura comercial. Isto porque a falta desse aparato permite que os capitais que

---

<sup>67</sup> Para uma leitura sobre os resultados sobre o ótimo de Pareto quando os mercados são incompletos e as informações imperfeitas, ver Greenwald e Stiglitz (1986).

transitem entre fronteiras sejam muito menos regulados do que os domésticos e, portanto, mais instáveis. "*Vulnerability to crisis becomes greater as financial markets become less regulated and more internationally open*" (Tobin, 1998, p. 01).

É bem verdade que, não existindo uma contrapartida internacional para as leis de falência e nem o socorro de última instância (como os Bancos Centrais domésticos), aumenta a insegurança dos investidores estrangeiros. Talvez essa insegurança seja também um dos motivos que leva os capitais de curto-prazo a oscilações muito maiores do que aquela verificada nos ativos domésticos (Eichengreen, 1999).

Mas não se deve interpretar essa regulação necessária como uma simples intervenção que distorce os incentivos de mercado. Conforme Redelet e Sachs (1999), em todas as principais economias industrializadas "*(...) financial transactions are heavily supervised and regulated*" [e os mercados financeiros] "*(...) are far from being free and open, as is sometimes supposed*" (p. 11). Afinal, os recursos captados externamente devem ser um aliado no desenvolvimento do país e, não, mais uma causa de distúrbios.

Sem uma rede de proteção (regulamentações), avalia Stiglitz (2002), os pequenos países em desenvolvimento são como pequenos barcos em mares agitados. "Uma liberalização rápida do mercado de capitais, da maneira imposta pelo FMI, equivale a fazer com que eles façam uma viagem a mares revoltos antes que os furos em seus cascos tenham sido consertados, antes que o capitão tenha recebido treinamento e antes que os coletes salva-vidas tenham sido colocados a bordo" (Stiglitz, 2002, p. 44).

Uma analogia muito interessante foi feita por Frankel (2001) - e aqui adaptada - comparando os mercados financeiros atuais a uma super auto-estrada que leva os motoristas rapidamente a qualquer lugar que desejarem. A mensagem é que os mercados financeiros são úteis e ajudam os países a financiarem investimentos e, portanto, o crescimento econômico, suavizando as flutuações. No entanto acidentes acontecem e tendem a ser grandes, muito maiores do que quando as estradas não eram boas. Então, o problema é com as auto-estradas? Pode ser que não. Talvez elas não sejam ruins. Os motoristas é que precisam dirigir agora mais cautelosamente, a sociedade impor limites de velocidade, e os carros necessitam de "*airbags*". O que não pode acontecer é que "*fusquinhas*" sejam colocados para circular nas super auto-estradas lado a lado com Mercedes, Volvos, BMW's etc.



Apesar da natureza volátil que os capitais têm tomado na tentativa de enfrentar os problemas, o Fundo tem optado por realçar as fraquezas estruturais dos países como a fonte dos desequilíbrios (como aconteceu no caso das economias asiáticas), mesmo que a própria instituição admita que o mercado de capitais nem sempre age de acordo com os fundamentos das economias e reconheça a sua pouca habilidade para lidar com o problema.

*"(...) while market sentiment is supposed to be determined by underlying fundamentals, it is sometimes more volatile than the underlying economic fundamentals suggest that it should be. We have not found a satisfactory way to deal with this problem (...) in such circumstances, there will be little the Fund can do, aside from trying to limit spillover effects" (Camdessus, 1995, nota 33).*

Agindo assim, o Fundo minimiza a culpa do "mercado" e coloca os investidores externos como espectadores inocentes nos episódios de crises (Carvalho, 2000). A atitude de culpar somente os devedores pelos problemas é, no mínimo, estranha, visto que um acordo de empréstimo envolve invariavelmente duas partes, credor e devedor. Quando algo sai errado, em geral, é fruto de erros de ambas as partes. Do devedor que utilizou com ineficiência os recursos e do credor que avaliou mal a capacidade de pagamento do devedor.

Na argumentação de Richards (1998), a comunidade internacional também usou dessa estratégia na crise da dívida dos anos 80. Quando a terapia sugerida veio corrigir políticas econômicas mal concebidas e adotadas anteriormente, o peso da culpa foi colocado inteiramente sobre os países devedores<sup>68</sup>. Ignoradas foram as políticas agressivas dos bancos internacionais em reciclar e "empurrar" os petrodólares aos países em desenvolvimento, de uma maneira indiscriminada e arriscada. Além das políticas monetárias e fiscais (sobretudo os grandes déficits fiscais americanos) que alimentaram e elevaram rapidamente as taxas de juros internacionais de uma maneira não prevista. Ou seja, não se dividiu a culpa para os problemas.

Com o diagnóstico dos desequilíbrios tendo sua origem internamente e não numa eventual fragilidade do sistema como um todo e da estratégia de liberalização completa do mercado de capitais, uma abrangente reforma deve ser implementada para restaurar a

---

<sup>68</sup> Não que os países em desenvolvimento foram personagens inocentes no episódio. Muitos dos recursos captados durante a década de 70 foram utilizados de uma maneira não eficiente, financiando consumo e empreendimentos de retornos questionáveis. Mas nem por isso deve-se atribuir-lhes toda a culpa e, no outro extremo, colocar os credores como espectadores inocentes.

confiança no país, a começar por um aperto fiscal e monetário com o objetivo de estabilizar o câmbio e conter a saída de capitais.

A crise asiática foi um exemplo contundente desse erro de avaliação por parte do FMI.

"Funcionários do Fundo, sediados na China, tinham tanta certeza de seus conselhos que até pediram uma mudança nos instrumentos de formação de empresas para exercer mais pressão sobre os países em desenvolvimento com o intuito de fazer com que abrissem seus mercados de capitais. Enquanto isso, os líderes dos países asiáticos, e principalmente os ministros de finanças com quem me encontrei, estavam aterrorizados. Eles visualizavam o dinheiro de curto prazo que chegava com mercados de capitais liberalizados como a fonte de seus problemas. Eles sabiam que o maior problema, uma crise que devastaria suas economias e sociedades, ainda estava por vir, e temiam que as políticas do Fundo Monetário Internacional os impedissem de tomar atitudes que, na opinião deles, acabariam com a crise, ao mesmo tempo que as políticas nas quais insistissem só piorariam os impactos em suas economias, se ocorresse uma crise. Entretanto sentiram-se impotentes para agir. Eles até sabiam o que poderia e o que deveria ser feito para prevenir uma crise e minimizar os estragos, mas sabiam também que o FMI os condenaria se realizassem essas ações e temiam a conseqüente saída do capital internacional" (Stiglitz, 2002, p. 129).

Com essa postura, a mensagem que os países emergentes recebem é que uma dolorosa e abrangente reforma vem junto com o auxílio do FMI e eles deveriam, portanto, evitar recorrer ao Fundo até o último momento, quando a situação já é grave e o remédio muito mais doloroso. Isto sugere que os países que recorrem ao FMI colocam um alto "preço sombra" sobre as condicionalidades que acompanham os programas do Fundo, visto que, em geral, a taxa de juros cobrada pela instituição é mais baixa do que aquela que o país conseguiria captar (se conseguir) no mercado (Goldstein, 2000).

## **2.4 - Perigo Moral**

Essa linha de crítica leva em consideração os incentivos e comportamentos que as ações do FMI implicam.

Na literatura sobre risco moral, em linhas gerais, o problema surgirá, em maior ou menor intensidade, em sistemas financeiros que apresentam as seguintes características:

- i)* Bancos têm limitadas exigibilidades (ativos líquidos) disponíveis;

- ii) Mercado tem informação assimétrica sobre a exposição dos bancos;
- iii) Bancos são salvos com alguma probabilidade quando estão com problemas.

Essas características criam incentivos para os bancos se exporem excessivamente. E, quando a fiscalização não é rigorosa, os participantes do sistema podem elevar ainda mais sua exposição tomando recursos externos. Então, em maior ou menor grau, perigo moral é um problema inerente a qualquer sistema financeiro.

De outro modo, pode-se dizer que, no Sistema Financeiro Internacional, o problema de perigo moral surge como consequência de garantias implícitas (ou explícitas) que são oferecidas aos investidores. Tais garantias surgem, por exemplo, da disposição dos governos locais e mesmo da comunidade internacional em socorrer os participantes do mercado financeiro doméstico. Isso cria um incentivo aos investidores estrangeiros e domésticos a não “*hedgiar*” suas operações e, além disso, de se arriscarem mais na busca de ganhos. Cria também um ambiente favorável para que os problemas não sejam resolvidos em virtude do financiamento fácil, mas de curto-prazo, que as garantias proporcionam. Essa excessiva confiança em operações de risco é que é a raiz dos problemas de fragilidade financeira (Eichengreen; Hausmann, 1999).

Taxas de câmbio fixadas, mas ajustáveis, também representam, implicitamente, uma garantia e são, portanto, uma das fontes de perigo moral porque estimulam empréstimos em moeda estrangeira não “*hedgiados*”. Nesse caso, há a percepção por parte dos agentes (investidores) internacionais – e a própria história mostra – que tal regime não é sustentável no longo prazo, o que incentiva as entradas de capitais apenas de curta maturação e aumenta a possibilidade de crises na medida em que se concentram as obrigações dos devedores ao curtíssimo prazo. E, a qualquer choque negativo temporário que possa minar a capacidade do país em gerar divisas, uma corrida pode acontecer. “(...) *these unhedge, short-term, foreign-currency-denominated liabilities are a time bomb waiting to explode*” (Eichengreen; Hausmann, 1999, p. 02).

Na ausência de garantias, pode ser ótimo para os bancos se protegerem do risco de variações cambiais. Mas, na presença de garantias do governo, o incentivo à proteção é

eliminado, porque passa a ser ótimo aumentar a exposição, visto que ganharão mais caso o câmbio não se desvalorize. No caso de mudanças no câmbio, eles serão socorridos<sup>69</sup>.

A tabela 2.7, com dados relativos às economias da Ásia, salienta e ilustra este raciocínio. Pode-se verificar que os incentivos para tomar empréstimos sem uma cobertura foram grandes. A volatilidade da taxa de câmbio desses países, comparada àquela de economias mais sólidas, levou os agentes a acreditarem que as autoridades os estavam protegendo contra variações cambiais. Dado que as taxas fixadas de câmbio não são sustentáveis no longo-prazo, a consequência é a concentração dos fluxos em capitais de curto-prazo. Conforme Eichengreen; Hausmann (1999), no caso da Ásia:

*“This encouraged capital inflows that were substantially short term in nature, and in particular in the form of foreign currency borrowing. Such borrowing was largely unhedged because of expectations that relatively stable exchange rates would be maintained indefinitely”* (p. 10).

TABELA 2.7 - Taxa de juros e variação cambial dos países asiáticos, Janeiro de 1991 - Junho de 1997

País	Diferencial na taxa de juros <sup>a</sup>	Apreciação média anual do câmbio <sup>b</sup>	Volatilidade da taxa de câmbio <sup>c</sup>
Indonésia	11,5	-3,8	0,7
Coréia	4,1	-3,2	3,4
Malásia	1,6	1,2	2,6
Filipinas	6,5	0,9	3,8
Tailândia	4	-0,3	1,2
<b>Comparativos</b>			
Alemanha	1,2	-2,0	6,4
Japão	-2,2	2,5	10,7

**Fonte:** Eichengreen e Hausmann, (1999).

a. Taxa de juros local menos LIBOR (US\$) para os países do leste asiático. Para o Japão e a Alemanha, LIBOR local menos LIBOR (US\$). "Spread" em pontos percentuais.

b. Variações percentuais em relação ao dólar americano. Um sinal negativo indica depreciação.

c. Desvio padrão do desvio percentual da taxa de câmbio de uma regressão sobre o tempo.

<sup>69</sup> Essas conclusões são encontradas no trabalho de Burnside, Eichenbaum e Rebelo (1999).

### 2.4.1 - O mau precedente

A crise mexicana de 1994/95 é vista como um divisor de águas sobre a nova postura do Fundo, e colocou definitivamente em cheque a efetividade do FMI em impedir tais acontecimentos. O caso mexicano é relevante para tais conclusões, na medida em que o México tinha sido o maior recebedor isolado dos recursos do FMI e, conseqüentemente e conjuntamente aos recursos, vinham os “conselhos” e condicionalidades impostos pelo Fundo. Como os problemas não foram resolvidos, ou as políticas do FMI não funcionaram, ou o FMI continuou a emprestar ao México apesar do não cumprimento das condicionalidades.

Os recursos oferecidos pelo FMI e pelo Tesouro americano permitiram ao governo mexicano “(...) *to maintain its debt payments, support insolvent Mexican banks, and protect many insolvent bank borrowers from being forced to repay their debts*” (IFIAC, 2000). O auxílio ao México contribuiu também para a crença de que os bancos internacionais tinham uma rede de segurança que não estava disponível aos investidores em ativos reais, que deveriam assumir os riscos de seus investimentos externos.

Os credores externos não sofreram grandes perdas e passaram a conta ao povo mexicano via elevação da dívida. Além disso, a redistribuição de renda, no sentido daqueles relativamente mais ricos, passou a ser uma característica das operações de salvamento subseqüentes (Vásquez, 1999). Calomiris (1998) complementa que, além da redistribuição de riqueza dos contribuintes em direção a setores influentes politicamente, as operações de salvamento ainda promovem a continuidade da exposição a riscos e investimentos ineficientes, além de minar o processo natural de desregulamentação e reformas políticas e econômicas que de outra maneira seriam promovidas pela competição.

A mensagem passada aos investidores foi clara e, após 1995, com a experiência mexicana em mente, os investimentos em ativos reais declinaram, mas os empréstimos bancários aumentaram (Meltzer, 1998).

Com esse comportamento de impedir ou reduzir as perdas dos investidores internacionais, o exemplo do programa mexicano enviou a mensagem errada aos agentes. Implicitamente ele sinalizou que, se as firmas e bancos locais, ou mesmo o governo, incorressem em grandes obrigações em moeda estrangeira, o FMI forneceria as divisas

necessárias para honrar as garantias. Após tudo, os credores receberam sua recompensa e os contribuintes mexicanos ficaram com a conta.

O recado foi entendido e nos acontecimentos da Rússia já foi sentido.

*"IMF, US and German government policies encouraged banks and financial institutions to believe that a Russia default on its debt would be avoided. (...) If Mexico was critical to the stability of the United States, the reasoning went, surely Russia was more critical. On this reasoning, interest rate of 40%, 50% or 100% seemed to be gift to international lenders - default premiums without comparable default risk"* (Meltzer, 1998, p. 14).

Nesse cenário, o FMI encontra um sério dilema quando algum país membro não pode honrar seus compromissos em moeda estrangeira. Uma estratégia é convencer os credores a rolar os empréstimos existentes e fornecer novos créditos, garantindo-lhes que os compromissos serão honrados. Implicitamente, o FMI concede essa garantia, à medida que os programas de ajuda são implementados e os recursos são destinados aos pagamentos dos compromissos de curtíssimo prazo. Isso contraria um princípio do bom funcionamento do mercado, onde aqueles que se envolvem em riscos deveriam ganhar ou perder de acordo com o resultado de suas decisões (Calomiris, 1998).

Uma das grandes críticas a esta estratégia é que ela, de certa forma, encoraja os investidores a assumirem ainda maiores riscos no futuro.

*"(...) banks that expected loans to be guaranteed by governments do not look as carefully as they should at the underlying commercial credit risks. And when banks believe that the availability of dollars to meet foreign exchange obligations will be guaranteed by the IMF, they do not look carefully at the foreign exchange risk of the debtor countries"* (Feldstein, 1998, p. 30).

No caso da Ásia, sobretudo na Coréia, o FMI confirmou seu incentivo ao "risco moral" na medida em que rapidamente assumiu a postura de provedor de recursos, não esperando uma primeira negociação entre credores e devedores<sup>70</sup>. Desse modo, o Fundo tem

---

<sup>70</sup> Na verdade, houve uma socialização dos empréstimos privados a partir do momento em que o Banco da Coréia creditava aos bancos comerciais as divisas necessárias para cumprirem suas obrigações. Assim, os credores externos foram protegidos (com as reservas fornecidas pelo FMI) e o Banco da Coréia tornou-se o novo credor dos bancos comerciais domésticos e, em contrapartida, o devedor do FMI. "Por conseguinte, de certa forma, foi um empréstimo de emergência aos bancos internacionais, tanto quanto foi aos países com problemas" (Stiglitz, 2002, p. 131).

Na Indonésia, as operações de salvamento não foram diretas, visto que a maioria das obrigações de curto-prazo eram devidas por instituições não-financeiras. Mas o resultado foi o mesmo, pois o Banco da

se transformado em um provedor de primeiros recursos e não de últimos, como seria de se esperar. Isso impede a negociação entre as partes diretamente interessadas, reduzindo as perdas dos investidores e incentivando atitudes mais agressivas na busca de maiores ganhos, o que tem agravado e tornado mais freqüente a ocorrência de crises.

Os partidários do risco moral como principal problema nas operações do FMI argumentam que a causa da crise nos países asiáticos foi de insolvência e não de liquidez. Discordam daqueles (como Sachs, Stiglitz, Feldstein, Radelet entre outros) que atribuem a concentração de capitais de curto-prazo às inconstantes preferências dos investidores externos e à liberalização desenfreada do mercado de capitais.

A concentração de capitais voláteis, alega Calomiris (1998), é um sintoma da fraqueza das economias que não conseguem atrair recursos no longo-prazo. E o transbordamento da crise a outros países reflete não um comportamento irracional, "*(...)[it] results from reasonable concerns on the part of bank depositors, and are predictable historical phenomena*" (p. 289). De modo que essa preocupação não deveria justificar as operações de socorro.

Uma outra possibilidade de perigo moral, além daquela discutida acima, que resulta do comportamento dos investidores externos, é destacada por Meltzer (1998). Segundo ele, o conhecimento e a garantia da disponibilidade de recursos do FMI a taxas subsidiadas pode atrasar as reformas por parte dos países. O FMI minimiza essa possibilidade, alegando que nenhum governo perseguiria políticas que conduzam à perda de produto, desemprego e redução no padrão de vida, como aconteceu no México, Argentina, Brasil, Coréia entre outros, somente porque o FMI disponibilizará recursos. Mesmo porque, na argumentação de Guitian (1995), um dos objetivos das condicionalidades é justamente evitar tal comportamento.

Meltzer (1998) discorda da defesa do Fundo. "*This defense shows little understanding of the way the financial problem develops*" (p. 17). Certamente, as autoridades econômicas domésticas não estão em seus cargos para produzirem crises. Mas há que se ponderar os incentivos e escolhas que afetam suas decisões. Por exemplo, em um momento crítico, elas

---

Indonésia gastava suas reservas para fornecer dólares ao mercado de câmbio a uma taxa mais barata, facilitando o pagamento dos empréstimos e reduzindo o custo dos serviços do débito em moeda doméstica.

podem decidir entre iniciar uma reforma e implementar políticas que impeçam uma crise que se aproxima ou continuar contando com os capitais de curto-prazo e oferecendo garantias cambiais a investidores relutantes, o que pode agravar a crise no futuro.

Esse comportamento parece irracional mas é perfeitamente justificável. Primeiro, a aplicação de um programa de estabilização não é garantia contra a crise. Há a possibilidade de que ela não venha mesmo que as políticas de estabilização não sejam implementadas, ou que chegue quando o mandato da autoridade já tenha vencido. Segundo, as políticas de estabilização não são implementadas sem custos (do contrário as autoridades não seriam tão relutantes em implementá-las) e podem não ser aprovadas pelo congresso, gerar protestos da oposição e o descontentamento dos eleitores. E, no fim, há sempre a especulação de que as medidas foram desnecessariamente restritivas e a crise pode não chegar de fato. E, de uma forma ou de outra, o FMI e seus recursos estarão disponíveis se o país precisar.

Para que esse tipo de perigo moral aconteça, é suficiente

*"(...) that the existence of subsidized loans from the IMF modifies the finance minister's evaluation of the costs he faces. The very large increase in the number of countries experiencing large crisis in recent years suggests that a change of this kind has occurred"* (Meltzer, 1998, p.18).

Meltzer (1998) também contesta duramente outra linha de defesa do FMI para suas operações. Segundo o autor, por diversas vezes Michael Mussa e o próprio Stanley Fisher<sup>71</sup> compararam os pacotes de ajuda que protegem bancos internacionais ao salvamento de apenas alguns passageiros do Titanic (supondo que não há salva-vidas para todos). O problema nessa argumentação é que não há diferença entre as perdas individuais e sociais no caso do Titanic. Os outros navios e seus capitães não aprendem com o salvamento (a não ser o fato de colocarem salva-vidas para todos os passageiros, que é um resultado bom). No caso do México e da Ásia, existiram grandes diferenças entre as perdas dos bancos internacionais e a dos países e seus cidadãos. *"Bankers learned that the IMF and the US Treasury would lend to reduce losses to large banks and financial institutions"* (Meltzer, 1998, p. 19). É como se os capitães dos navios tivessem aprendido que não são necessários botes salva-vidas para todos,

---

<sup>71</sup> Michael Mussa foi Diretor do Departamento de Pesquisa e Stanley Fisher "First Deputy Managing Director" até meados de 2000.



pois o resgate certamente virá, mesmo que seja somente para alguns ocupantes dos navios (incluindo, é claro, a tripulação).

Mas aos malefícios do risco moral não deve ser dado mais destaque do que o necessário e a possibilidade de ocorrência não deve ser o único e exclusivo motivo para que ações de auxílio (salvamento) não sejam implementadas. Utilizando novamente a analogia da auto-estrada, pesquisas demonstram que os motoristas reagem a mecanismos de proteção, como os cintos de segurança e os "airbags", dirigindo de modo mais imprudente do que sem eles. Mas isso não é motivo para dispensá-los (Frankel, 2001 e Eichengreen, 1999).

Com certeza, o FMI não pode ser responsabilizado por todos os erros de políticas domésticas dos países em desenvolvimento. Mas a questão não é essa e, sim, se o FMI tem trazido mais instabilidade ao sistema. Ignorando as críticas, o FMI evita assumir que é parte do problema.

## **2.5 - Sumário das recentes críticas**

Aproveitando a ilustração de Kapur (1998), se o FMI recebesse um dólar por crítica a ele destinada, tanto vindas da "esquerda" como da "direita", ele talvez nunca mais precisasse recorrer aos membros para elevarem suas quotas. Os recursos arrecadados seriam suficientes para sustentar todas as operações da instituição.

Portanto as críticas analisadas anteriormente não esgotam o leque de opções e nem recebem o apoio de todos os economistas, mas são encontradas com maior freqüência e detalhamento na literatura utilizada.

No relatório final apresentado pela "*Meltzer Commission*", são sumarizadas algumas das principais críticas que, de certa forma, contemplam a visão do meio acadêmico sobre a atuação do Fundo desde a sua criação. Como demandaria muito espaço uma avaliação mais detalhada sobre cada uma delas, apenas as cinco anteriores foram avaliadas. Considerou-se que, de certa forma, a maioria das relacionadas abaixo já está explícita ou implicitamente contemplada nos raciocínios anteriores. São elas:

1. O FMI cria incentivos para a não solução dos problemas quando ele empresta a devedores insolventes. A oferta, aparentemente ilimitada de recursos, impede devedores e credores de negociarem, fazerem concessões mútuas e dividirem as perdas.
2. O Fundo exerce muita força sobre as políticas econômicas dos países em desenvolvimento. As condicionalidades impostas e a necessidade desesperada dos países em receberem recursos, com frequência minam a soberania e o processo democrático nestes países.
3. Mesmo com o poder do FMI sobre as economias em desenvolvimento, com frequência ele não é capaz de fazer com que as condicionalidades sejam cumpridas.
4. Falta transparência nas operações e relatórios do FMI sobre suas aplicações, posição financeira e informações sobre os países. O argumento é que o segredo faz parte da estratégia para que os países repassem informações confiáveis. No entanto, agindo assim, o FMI perde uma de suas justificativas principais de existência: a geração de bens públicos. Assim, o Fundo relega seu papel informacional a segundo plano, quando, na verdade, esse deveria ser seu papel principal e as operações de empréstimos serviriam apenas para gerar os incentivos necessários (Rodrik, 1995). Sachs (1997) argumenta também que, apesar de suas decisões afetarem o bem estar de milhões de pessoas, o mundo (pelo menos o desenvolvido) *"(...)accepts as normal the idea that crucial details of the IMF programs should remain confidential"* (p. 01).
5. Os países do G-7, sobretudo os Estados Unidos, usam o FMI para fins políticos e para burlar o processo democrático nas questões de ajuda externa.
6. Os programas do Fundo não são associados, em geral, com algum ganho para as economias que os adotam. Estudos recentes não encontraram relação entre os programas do Fundo e o aumento na riqueza ou renda dos países devedores, muito pelo contrário.
7. O FMI tem encorajado os países a adotarem taxas de câmbio fixadas (mas ajustáveis) ao dólar. Como já salientado anteriormente, tal regime é insustentável no longo-prazo e aumenta a vulnerabilidade dos países em desenvolvimento.

8. A doutrina do “*staff*” do Fundo, centrada em ajustes de curto prazo, com um receituário padrão de redução dos gastos públicos, aperto monetário e elevação da taxa de juros, é muito criticada.

9. O FMI expandiu demasiadamente sua missão, sobrepondo atribuições em relação a outros organismos internacionais (principalmente os bancos de desenvolvimento) e perdendo a vantagem comparativa que poderia possuir. Prova disso é a recente linha de crédito para combate à pobreza que deveria ser função dos bancos de desenvolvimento. Isso eleva os custos das operações do Fundo, já que ele tem que se concentrar em várias frentes, além de tornar a contabilidade das operações mais confusas.

10. O FMI não é eficiente como um mecanismo para fornecer liquidez durante as crises. As condicionalidades impostas como contrapartida para os empréstimos exigem demoradas negociações e, portanto, não são um efetivo meio de responder a uma inesperada crise de liquidez.

11. O FMI se utiliza muito de empréstimos condicionais e pouco de incentivos de longo-prazo que encorajem os países a agirem responsabilmente e a promoverem as reformas necessárias.

12. Há um conflito inerente entre as funções que o Fundo assumiu: uma agência de avaliação de crédito e sua função de vigilância e prevenção de crises. Se a instituição detecta uma situação de risco em uma economia emergente e torna pública tal informação (seguindo a função de uma agência de avaliação de créditos), pode precipitar uma crise (o que vai de encontro à sua função de impedi-las). Por outro lado, se ele não divulga e, ao contrário, tenta acalmar o mercado, estará minando sua credibilidade como agência de vigilância caso a crise realmente chegue. Enquanto o FMI mantiver ambos os papéis, o conflito continuará (Vásquez, 1999).

13. A retórica do FMI está marcada por contradições. Enquanto ele promove as virtudes da democracia, atropela as instituições democraticamente instituídas, impondo reformas. Além disso, nos bastidores, julga que ela é um empecilho a mais para ações multilaterais. Enquanto desencoraja a intervenção do Estado na economia, insiste no seu direito de reestruturar e intervir nas economias dos países pobres.

14. O FMI é acusado de substituir as políticas de empobrecer os vizinhos por um conjunto de políticas de empobrecer a si mesmo. Stiglitz (2001) argumenta que, no primeiro caso, pelo

menos o objetivo era fazer a própria nação melhor. E que agora nem esse benefício pode ser alcançado.

Como pôde ser notado, essa gama de críticas (às vezes conflitantes) reflete claramente a enorme responsabilidade assumida pelo Fundo nos últimos anos e, talvez, a pouca eficiência em conseguir atingir seu objetivo principal que é manter a estabilidade do sistema financeiro internacional, bem como auxiliar os países em dificuldades a rapidamente recuperarem o crescimento econômico.

### 3 - REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA: METODOLOGIAS E CONCLUSÕES

Os pacotes de estabilização do Fundo envolvem, tipicamente, um conjunto de políticas destinadas a corrigir desequilíbrios entre oferta e demanda (ou poupança e investimento) que essencialmente se manifestam em déficits em transações correntes (ou no balanço de pagamentos) e/ou aumento no nível de preços.

Desse modo, o objetivo básico dos programas financiados pelo Fundo é “(...) *to find suitable relationships between resource availabilities and needs that cause minimum strain on the internal price level and produces a desired balance of payments result*” (Khan e Knight, 1981).

Apesar do objetivo principal dos programas do Fundo ser melhorar a posição externa dos países, repercussões podem acontecer em outras variáveis macroeconômicas. Algumas delas podem ser desejadas e outras não. Um exemplo pode ser dado no que se refere à política monetária. Uma contração na liquidez da economia, em geral, tem efeitos positivos sobre a inflação e o desequilíbrio externo (na medida em que tende a aproximar a poupança do investimento e reduzir a taxa de crescimento dos preços). No entanto também pode ter repercussões indesejáveis sobre o produto (ainda que temporárias). Avaliar a intensidade e a duração dessas repercussões indesejáveis é de extrema importância para os países em desenvolvimento e requer uma análise dos programas executados no passado.

Como é teórica e empiricamente difícil fazer uma ligação direta entre todas as medidas de políticas adotadas num pacote típico do FMI com os objetivos no balanço de pagamentos, inflação, crescimento do produto, entre outras variáveis, a maioria dos trabalhos tem tentado, na verdade, avaliar os efeitos totais das políticas contidas nos programas do Fundo. Neste enfoque, o relacionamento preciso entre o desenvolvimento da economia e as políticas específicas adotadas não são explorados explicitamente. A atenção é direcionada em determinar se os programas foram efetivos ou não em atingir os objetivos macroeconômicos para os quais eles foram implementados.

Para tanto, compara-se a performance de determinadas variáveis macroeconômicas selecionadas em duas situações e momentos distintos: antes da implementação de um

programa e depois de certo período de tempo. Ou seja, é uma análise estática onde se tira uma “fotografia” da economia em dois momentos distintos, comparando-as e apontando o que mudou de um período a outro.

Porquanto seja difícil saber exatamente o que teria acontecido na ausência do Fundo, os estudos utilizando esse enfoque tentam comparar os resultados apresentados pelos países que implementaram um programa com um “*counterfactual*”. Ou seja, comparar com aquilo que deveria ter acontecido na ausência do FMI.

O problema com o “*counterfactual*” é que, por definição, ele não pode ser encontrado e deveria ser estimado ou aproximado. Assim, cada mecanismo distinto que tenta encontrar (estimar) essa variável não observável, deveria ser julgado sobre sua capacidade em fornecer a melhor estimativa do “*counterfactual*”.

Procurá-lo não é o único mecanismo de se julgarem os resultados dos programas. A análise de simulações também é utilizada (com menor frequência), quando o enfoque é direcionado ao estudo de um programa ou país específico.

Esse enfoque é bastante distinto e consiste, via de regra, na construção de um modelo dinâmico com equações determinadas simultaneamente cujo objetivo é capturar os principais relacionamentos entre determinadas variáveis econômicas selecionadas.

De acordo com Khan (1990), essa metodologia apresenta como aspectos positivos:

- a) As experiências de ajustamento podem ser retiradas de um corpo maior de informações, visto que os dados não precisam estar restritos a países participantes de programas do Fundo;
- b) Como as simulações de políticas são especificadas, não é necessário se preocupar com o grau de implementação dos programas (problema presente no enfoque anterior e de difícil solução);
- c) O método foca sobre o relacionamento entre os instrumentos de política e as variáveis-alvo. Sendo assim, ele fornece uma informação mais apurada sobre o funcionamento dos programas do que o enfoque anterior que se concentra apenas no resultado final das variáveis-objetivo.

Apesar de todas essas vantagens, o enfoque não está livre de problemas e possui também suas falhas. Basicamente pode-se citar que, em primeiro lugar, é necessário construir um modelo que incorpore os vários relacionamentos entre as principais variáveis econômicas (tanto as variáveis-alvo como as de política). Segundo, deve-se contornar o problema da estabilidade dos parâmetros em mudanças de regimes (com programa e sem programa). Questões de credibilidade podem mudar a crença dos agentes sobre a implementação de determinadas políticas com e sem a presença do FMI e alterar os valores dos parâmetros estimados. Terceiro, é necessário encontrar um modelo econométrico que seja geral o bastante para ajustar-se razoavelmente a economias tão distintas como aquelas encontradas nos países em desenvolvimento (exceto nos casos onde o estudo pretenda avaliar somente um país).

Portanto, muito embora o enfoque goze de algumas vantagens, as dificuldades apontadas acima talvez imponham barreiras difíceis de superar, de modo que os trabalhos que buscam avaliar as políticas do FMI não têm se utilizado dessa alternativa com frequência<sup>72</sup>.

### **3.1 - Metodologias utilizadas nos trabalhos empíricos**

Nos últimos anos, vários trabalhos tentaram mensurar a efetividade do Fundo usando métodos distintos. O objetivo aqui é apenas descrever, mais tecnicamente, cada um desses métodos, realçando suas características. Para tanto, vai-se introduzir um modelo geral, visando analisar os efeitos finais dos programas de estabilização na economia. De posse desse mecanismo analítico, pode-se indicar comparativamente, ainda que de maneira superficial, as principais falhas e virtudes de cada método<sup>73</sup>.

---

<sup>72</sup> No estudo aqui realizado, uma tentativa de uso desse enfoque foi implementada. No entanto, não foi possível contornar a dificuldade de conseguir um número de observações suficiente para algumas variáveis (ou mesmo a ausência de informações com periodicidade inferior a um ano) para a economia brasileira.

A alternativa de ajustar o modelo a economias de vários países em desenvolvimento também não obteve êxito. Os parâmetros estimados não proporcionaram a estabilidade necessária ao sistema para uma avaliação das simulações. Além disso, seria difícil adequar os valores estimados dos parâmetros aos de uma economia específica (a brasileira, por exemplo), visto que eles representariam o comportamento de um país típico da amostra, podendo não guardar afinidade com aqueles de um dado país.

<sup>73</sup> O modelo e as considerações que se seguem estão fortemente baseados nos resultados de Goldstein e Montiel (1986), Khan e Haque (1998) e Khan (1990).

Primeiramente, o modelo será geral o bastante para que tanto o enfoque mais simples "Before-After" (BA), como o mais complicado "Generalized Evaluation Estimator" (GEE) possam ser abordados pelo mesmo sistema de equações como casos especiais. Isso permite que as hipóteses implícitas em cada enfoque possam ser avaliadas e apontadas as falhas. Segundo, ele incorpora determinantes das variáveis selecionadas também para países que não estão recebendo auxílio do FMI (os não programas). Terceiro, o modelo indica quais fatores objetivamente determinam a probabilidade de que um país seja atendido por auxílio do Fundo em um determinado período.

As equações abaixo o descrevem:

$$\Delta Y_{ij} = \Delta X_i' \beta_{ij} + \Delta W_i' \alpha_{ij} + \beta_{ij}^{IMF} \Delta d_i + \Delta \varepsilon_{ji}' \quad (3.1)$$

$$\Delta X_i = \gamma [Y_i^d - Y_{i(-1)}] + \eta_i \quad (3.2)$$

$$Z_i = [Y_i^d - Y_{i(-1)}] \delta + \pi_i \quad (3.3)$$

$$d_i = 1 \text{ se } Z_i > Z^* \quad (3.4)$$

$$d_i = 0 \text{ se } Z_i \leq Z^* \quad (3.5)$$

Onde:

$Y_{ij}$  = representa a j-ésima variável macroeconômica selecionada ou variável-alvo do país  $i$ . Ela pode ser representada pelo saldo em conta corrente, saldo total do balanço de pagamentos, inflação, taxa de crescimento do PIB, etc.

$X_i$  = é um vetor de  $k$ -elementos que contém as variáveis de política econômica que seriam observadas no país  $i$  na ausência de um programa do Fundo. Então, ele representa o vetor de políticas de um país "não-programa". Pode-se citar, como variáveis, as políticas cambial, monetária, fiscal, etc.



$\mathbf{W}$  = vetor de  $m$ -elementos que representa fatores aleatórios mas observáveis, que influenciam as variáveis-alvo. Podem ser considerados, por exemplo, choques do petróleo, crescimento econômico mundial, alterações nos termos de troca, etc.

$\mathbf{Z}_i$  = é uma variável aleatória que serve como um indicador das características específicas de um país que determinarão a probabilidade do país  $i$  ser auxiliado por um programa do FMI em determinado período.

$\mathbf{d}_i$  = variável *dummy* que assume valor 1 se o país está implementando um programa do Fundo e zero caso contrário.

$\mathbf{Y}^d$  = valor desejado, ou valor-alvo, do vetor  $\mathbf{Y}_j$ .

$\mathbf{Z}^*$  = é um limite do valor de  $\mathbf{Z}_i$  que determina se um país recorrerá ou não ao Fundo.

$\varepsilon_{ij}, \eta_i, \pi_i$  = são erros aleatórios (com média zero e variância fixa) que se supõe sejam serialmente e mutuamente não correlacionados. A falta de correlação entre  $\varepsilon_{ij}$  e  $\eta_i$  impõe a restrição de que as mudanças nos instrumentos de política ( $\Delta\mathbf{X}$ ) não são influenciadas por choques contemporâneos exógenos que afetam as variáveis-alvo ( $\mathbf{Y}$ ).

$\Delta$  = operador de primeira diferença.

Sendo assim, pela equação 3.1, pode-se considerar que mudanças nas variáveis-objetivo são conseqüências de:

- a) mudanças nos instrumentos de política que teriam ocorrido na ausência do FMI. Essa é uma variável observável apenas para os países que não implementaram um programa;
- b) mudanças nas condições econômicas mundiais;
- c) efeitos das políticas do FMI, se o país está implementando um programa do Fundo;
- d) choques não observáveis específicos do país  $i$ . O fato de supormos  $E(\varepsilon_{ij}) = 0$  e que eles não são serialmente nem mutuamente correlacionados implica que, por exemplo, tudo o mais constante, um choque positivo na balança comercial do país  $i$  no período  $t$  qualquer não é esperado ser repetido nos demais períodos e nem nos demais países.

O coeficiente  $\beta_{ij}^{IMF}$  indica o efeito de um programa do FMI sobre as variáveis selecionadas. Segundo Goldstein e Montiel (1986), existem dois canais principais pelos quais os programas do Fundo podem alterar as variáveis-objetivo:

- i)* Um programa pode alterar o valor dos instrumentos de política que seriam implementados na ausência do FMI. Então, a diferença entre  $\Delta X_i$  (programa) e  $\Delta X_i$  (não programa) seria refletida em  $\beta_{ij}^{IMF}$ ;
- ii)* A presença do FMI pode alterar não somente o valor de  $\Delta X_i$  (por exemplo, fazendo a política monetária mais restritiva do que ela seria na ausência do Fundo), mas também alterando a efetividade de alguma política. Ou seja, pode alterar a resposta dos agentes a determinada política econômica. Por exemplo, suponha **Y** (inflação) e **X** (política monetária). A presença do FMI pode alterar a expectativa dos agentes sobre o valor futuro de tais variáveis (esperando uma inflação mais baixa e uma política monetária mais restritiva no futuro). Sendo assim, a resposta sobre o nível de inflação de uma contração monetária pode ser muito maior do que seria sem a presença do FMI. De modo que tais alterações de expectativas são também captadas pelo valor de  $\beta_{ij}^{IMF}$ .

A equação 3.2 representa a função-reação da autoridade a desequilíbrios nas variáveis-alvo, e o coeficiente  $\gamma$  mede o grau de resposta a diferenças entre um valor desejado e aquele que realmente aconteceu. Como essa função-reação representa aquela que teria sido implementada na ausência do FMI, pode-se considerá-la como a reação que captura, em média, o comportamento das autoridades.

As equações 3.3, 3.4 e 3.5 sugerem que a presença ou ausência do FMI deveria ser gerada endogenamente no modelo e como função das características específicas de cada país. Assim, abre-se a possibilidade de que a seleção para a participação em um programa não seja aleatória. Características específicas das variáveis-alvo poderão determinar a seleção do país a implementar um programa. Como colocado na equação 3.3, o desempenho da economia no

período anterior  $Y_{i(t-1)}$  influencia a seleção. Ou seja, ela captura o fato da seleção depender de determinadas pre-condições<sup>74</sup>.

Agora o objetivo é mostrar, sucintamente, a partir do modelo básico, os problemas que cada enfoque traz na mensuração dos resultados de um programa do FMI. Ou seja, mostrar o quão bom cada um deles será em estimar o “*counterfactual*”.

### 3.1.1 – Before-After

Como o objetivo é estimar o coeficiente  $\beta_{ij}^{IMF}$ , supõe-se que tudo o mais se mantenha constante, de modo que toda variação em  $Y$  seja fruto das políticas do Fundo. Assim, pode-se estimar  $\beta_{ij}^{IMF}$  como:

$$\hat{\beta}_{ij}^{IMF-BA} = \Delta \bar{Y}_{ij}, \text{ para } i \in P \quad (3.6)$$

onde  $P$  representa o conjunto de países com programa.

Pela equação 3.6 fica claro que qualquer mudança em  $Y_j$  é devida exclusivamente aos efeitos do programa, o que é altamente questionável.

Para melhor verificar os problemas que tal restrição pode causar, seja a equação 3.1:

$$\Delta Y_{ij} = \Delta X_i' \beta_{ij} + \Delta W_i' \alpha_{ij} + \beta_{ij}^{IMF} \Delta d_i + \Delta \varepsilon_{ji}' \quad (3.1)'$$

---

<sup>74</sup> Para detalhes sobre a argumentação e sobre os problemas que tal fato implica, ver Khan (1990), Khan e Haque (1998), Goldstein e Montiel (1986) e Dicks-Mireaux, Mecagni e Schadler (2000).

Suponha que o período anterior seja um onde não existia em programa do Fundo, de modo que 3.6 fica:

$$\hat{\beta}_{ij}^{IMF-BA} = \beta_{ij}^{IMF} + \Delta X_i' \beta_{ij} + \Delta W_i' \alpha_{ij} + \Delta \varepsilon_{ji}' \quad , \text{ para } i \in P \quad (3.7)$$

Pegando a esperança de ambos os lados de 3.7, condicionada a  $i \in P$  e às condições observáveis na economia mundial, tem-se:

$$E\left(\hat{\beta}_{ij}^{IMF-BA} / i \in P, \Delta W\right) = \beta_{ij}^{IMF} + E(\Delta X_i' / i \in P, \Delta W) \beta_{ij} + \Delta W_i' \alpha_{ij} + E(\Delta \varepsilon_{ji}' / i \in P, \Delta W) \quad (3.8)$$

Desse modo, o estimador será não viesado somente se

$$E(\Delta X_i' / i \in P, \Delta W) \beta_{ij} + \Delta W_i' \alpha_{ij} + E(\Delta \varepsilon_{ji}' / i \in P, \Delta W) = 0 \quad (3.8)'$$

Ou seja,  $\hat{\beta}_{ij}^{IMF}$  será não viesado somente se a resposta das políticas internas a variações no ambiente econômico internacional, em média, se compensarem. Em outras palavras, está-se assumindo explicitamente a completa efetividade das respostas internas dos países em desenvolvimento a mudanças no ambiente econômico, o que não pode ser considerado correto (vide choque do petróleo, crise da dívida, etc.).

O viés se daria da seguinte forma: se mudanças nas condições econômicas são favoráveis, isso superestimaria os efeitos dos programas do FMI. Se as condições forem desfavoráveis, o inverso acontece.

Em termos práticos, como o estimador  $\hat{\beta}_{ij}^{IMF}$  é simplesmente a mudança média das variáveis-objetivo, um caminho conveniente é rodar a regressão abaixo com as observações para países “programa”.

$$\Delta Y_j = \beta_{1j} d_i, \text{ onde } d = 1, \forall i \in P$$

Onde  $d = 1, \forall i \in P$  e  $\Delta Y_j$  é a variação da  $j$ -ésima variável-alvo para os países que implementaram o programa entre os períodos antes e durante o programa. O coeficiente estimado pela equação 3.6.a produz uma estimativa direta dos efeitos do programa.

### 3.1.2 – Within-Without

Este enfoque assume que a única diferença entre o grupo de controle (países que não implementaram um programa no período em questão) e os outros é o fato de não estarem sob intervenção do FMI. Assim, ele procura mensurar o que teria acontecido nos países que implementaram um programa, na ausência do FMI. Omitindo os subscritos  $i$  dos coeficientes sob a suposição de que são idênticos entre os países, a equação 3.1 pode ser reescrita como:.

$$\Delta Y_{ij} = \Delta X_i' \beta_j + \Delta W' \alpha_j + \beta_j^{IMF} \Delta d_i + \Delta \varepsilon_{ji} \quad (3.9)$$

Sob este enfoque,  $\hat{\beta}_j^{IMF}$  será estimado como:

$$E\left(\hat{\beta}_j^{IMF-WW}\right) = (\Delta \bar{Y}_j)_P - (\Delta \bar{Y}_j)_N \quad (3.10)$$

onde a barra representa a média da variável e  $\mathbf{N}$  e  $\mathbf{P}$  representam, respectivamente, não-programa e programa. O raciocínio básico do procedimento é assumir que ambos os grupos de países ( $\mathbf{N}$  e  $\mathbf{P}$ ) encontram o mesmo ambiente econômico externo. Assim, comparando os resultados dos dois grupos, os efeitos externos se cancelariam, deixando o resultado líquido como representando os efeitos das políticas do FMI. Em termos do “*counterfactual*”, a idéia é usar a performance econômica dos países que não implementaram um programa para estimar o que teria acontecido com os países pertencentes ao grupo  $\mathbf{P}$ , na ausência do FMI.

Pegando a esperança matemática de ambos os lados de 3.10, obtém-se:

$$E\left(\hat{\beta}_j^{IMF-WW}\right) = \beta_j^{IMF} + E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij}) / i \in P] - E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij}) / i \in N] \quad (3.11)$$

Para que o estimador de  $\hat{\beta}_j^{IMF}$  seja não viesado

$$E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij}) / i \in P] - E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij}) / i \in N] = 0 \quad (3.12)$$

Em termos intuitivos, a equação 3.12 exige que a função-reação esperada dos países que estão sob programa e aqueles que não estão seja a mesma. De outro modo, as mudanças esperadas em  $\mathbf{Y}_j$  provocadas por variações em  $\Delta \mathbf{X}$  devem ser, em média, as mesmas para os dois grupos de países. Em termos estatísticos, os grupos de países  $\mathbf{P}$  e  $\mathbf{N}$  têm que ser tirados da mesma população.

Utilizando as equações 3.4 e 3.5 e substituindo-as por  $i \in P$  e  $i \in N$  na equação 3.12, tem-se:

$$E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij}) / Z_i > Z^*] - E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij}) / Z_i \leq Z^*] = 0 \quad (3.13)$$

onde  $(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij})$  e  $Z_i$  são variáveis aleatórias.

Supondo que a correlação entre essas duas variáveis aleatórias seja representada por  $\rho_{xz}$  e que o valor esperado não condicional de  $E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij})]$  seja  $(\Delta X_i' \beta_j)$ , se ambas as variáveis possuem uma distribuição conjunta normal, então os resultados abaixo emergem<sup>75</sup>:

$$\left. \begin{aligned} E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij}) / Z_i > Z^*] > \Delta X_i' \beta_j &\Rightarrow \rho_{xz} > 0 \\ E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij}) / Z_i > Z^*] = \Delta X_i' \beta_j &\Rightarrow \rho_{xz} = 0 \\ E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij}) / Z_i > Z^*] < \Delta X_i' \beta_j &\Rightarrow \rho_{xz} < 0 \end{aligned} \right\} \quad (3.14)$$

$$\left. \begin{aligned} E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij}) / Z_i \leq Z^*] < \Delta X_i' \beta_j &\Rightarrow \rho_{xz} > 0 \\ E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij}) / Z_i \leq Z^*] = \Delta X_i' \beta_j &\Rightarrow \rho_{xz} = 0 \\ E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij}) / Z_i \leq Z^*] > \Delta X_i' \beta_j &\Rightarrow \rho_{xz} < 0 \end{aligned} \right\} \quad (3.15)$$

Intuitivamente, por exemplo, se  $\rho_{xz} > 0$  significa que grandes valores de  $E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij})]$  estão associados a grandes valores de  $Z_i$ . Assim, sabendo que  $Z_i$  é grande para algum país  $i$ , mas não se podendo observar  $(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij})$  caso este país pertença ao grupo **P**, visto que a função reação é observável apenas para os países do grupo **N**, a expectativa é de que  $E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij})]$  seja também relativamente grande para este país. Como os países que recorrem ao FMI são aqueles onde  $Z_i > Z^*$ , pode-se esperar que, para eles, tanto  $Z_i$  como  $E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij})]$  sejam grandes.

Por outro lado, o  $Z_i$  para países que não recorrem ao Fundo será pequeno e a expectativa é de que  $E[(\Delta X_i' \beta_j + \Delta \varepsilon_{ij})]$  seja também pequena para eles. Sendo assim, se

---

<sup>75</sup> Para detalhes, ver apêndice em Goldstein e Montiel (1986).

$\rho_{xz} > 0$ , a diferença, representada na equação 3.13, será positiva e os resultados dos programas serão superestimados, porque parte da mudança em  $\Delta Y_j$  é devida às diferenças na função reação, independente do programa.

É razoável supor que um alto valor de  $Z_i$  automaticamente estimularia políticas internas,  $\Delta X_i$ , mesmo na ausência de um programa do FMI. Assim, para esse caso, a mudança na variável alvo seria consequência tanto de eventos do programa como de efeitos das respostas de políticas esperadas, que são diferentes.

Suponha, por exemplo, que o déficit em transações correntes seja a variável alvo; e a política cambial, a resposta das autoridades ( $\Delta X_i$ ). Comparando um país que esteja implementando um programa (país pertencente ao grupo **P**) e um outro país qualquer, ainda que ambos realizem um déficit em transações correntes, em média, a resposta no câmbio do país com maior déficit (representado por um valor maior de  $Z_i$ ) será maior do que a resposta do país com um déficit menor ( $Z_i$  mais baixo), mesmo que o primeiro não estivesse implementando um programa do Fundo. Sendo assim, parte da mudança em  $Y_{ij}$  seria consequência dessa resposta e não levá-la em consideração, supondo que as funções-resposta esperadas são, em média, iguais, independente de  $Z_i$  (independentes do tamanho do déficit, por exemplo), estar-se-ia atribuindo toda a diferença na variação da variável-objetivo entre os dois grupos (**P** e **N**), às políticas do FMI e superestimando os resultados dos programas<sup>76</sup>.

Portanto o estimador será não viesado somente quando se acredita que  $\rho_{xz} = 0$ , ou seja, **X** e **Z** não são correlacionados. De outro modo, quando não há relação entre a probabilidade de ser incluído no programa com as respostas de políticas adotadas, o que pode não ser razoável.

De maneira mais geral, sob seleção não aleatória, as diferenças iniciais são uma causa de diferenças na performance futura das variáveis-objetivo dos dois grupos, tornando o

---

<sup>76</sup> De fato, o problema é que os dois grupos diferem sistematicamente antes da implementação de um programa, como pode ser constatado no trabalho de Santaella (1996). Desse modo os países do grupo **P** são adversamente selecionados (não aleatória) de acordo com pré-condições econômicas ou nos valores de **Y**.



estimador viesado porque ele atribui toda a diferença nos resultados aos programas<sup>77</sup>. Abaixo são sumarizadas as condições necessárias para que  $\hat{\beta}_j^{IMF-WW}$  não seja viesado:

$$\left. \begin{aligned} E\left(\hat{\beta}_j^{IMF-WW}\right) &> \beta_j^{IMF} \Rightarrow \rho_{xz} > 0 \\ E\left(\hat{\beta}_j^{IMF-WW}\right) &= \beta_j^{IMF} \Rightarrow \rho_{xz} = 0 \\ E\left(\hat{\beta}_j^{IMF-WW}\right) &< \beta_j^{IMF} \Rightarrow \rho_{xz} < 0 \end{aligned} \right\} \quad (3.16)$$

Em termos práticos, o valor de  $\hat{\beta}_j^{IMF-WW}$  pode ser calculado, rodando a equação abaixo utilizando todos os dados da amostra, tanto dos países pertencentes ao grupo **P** como aqueles do grupo **N**.

$$\Delta Y_j = \beta_{0j} + \beta_{1j} d_i \quad (3.10.a)$$

Onde  $d_i$  é uma variável *dummy* que assume valor um se o país está implementando um programa, e zero caso contrário. Então, a estimativa de  $\beta_{1j}$  será a estimativa de  $\hat{\beta}_j^{IMF-WW}$ , e medirá a diferença entre os valores médios das mudanças das variáveis-alvo para os países programa e não-programa. Se  $\beta_{1j}$  é estatisticamente significativo, tem-se que a mudança nas variáveis objetivo para os países do grupo **P**, difere da respectiva mudança para os países do grupo **N**.

---

<sup>77</sup> No capítulo 4, seção 4.2.1, uma alternativa para corrigir o viés surgido por diferenças nas condições iniciais é aplicada ao modelo "within-without".

### 3.1.3 – Generalized Evaluation Estimator

Como já salientado, o viés do enfoque WW está na diferença entre os valores esperados das funções-reação das autoridades sob duas circunstâncias diferentes. A seguir, conforme proposto por Goldstein e Montiel (1986), analisa-se uma maneira alternativa de estimar  $\hat{\beta}_j^{IMF}$  que soluciona o problema da diferença nas condições iniciais.

$$E\left(\hat{\beta}_j^{IMF-GEE}\right) = (\bar{Y}_j)_P - (\bar{Y}_j)_N - (\bar{X}_P - \bar{X}_N)\beta_j \quad (3.17)$$

Escrevendo a equação 3.1 em nível:

$$Y_{ij} = X_i'\beta_j + W'\alpha_j + \beta_j^{IMF}d_i + \varepsilon_{ji}' \quad (3.18)$$

Identificando  $(Y_{ij})_N$  e  $(Y_{ij})_P$ :

$$(Y_{ij})_N = (X_i')_N\beta_j + W'\alpha_j + \beta_j^{IMF}(d_i)_N + (\varepsilon_{ji}')_N \quad (3.19)$$

$$(Y_{ij})_P = (X_i')_P\beta_j + W'\alpha_j + \beta_j^{IMF}(d_i)_P + (\varepsilon_{ji}')_P \quad (3.20)$$

Pegando a esperança de 3.19 e 3.20, condicionada ao "status" de cada país ser programa ou não-programa:

$$E[(Y_{ij})/i \in N] = (\bar{Y}_{ij})_N = E(X'_i)_N \beta_j + E(W')\alpha_j + E(\varepsilon'_{ji})_N \quad (3.21)$$

$$E[(Y_{ij})/i \in P] = (\bar{Y}_{ij})_P = \beta_j^{IMF} + E(X'_i)_P \beta_j + E(W')\alpha_j + E(\varepsilon'_{ji})_P \quad (3.22)$$

Substituindo 3.21 e 3.22 em 3.17 e pegando a esperança de ambos os lados:

$$E\left(\hat{\beta}_j^{IMF-GEE}\right) = \beta_j^{IMF} + E[(\bar{\varepsilon}_j)_P - (\bar{\varepsilon}_j)_N] = \beta_j^{IMF} + E[(\varepsilon_{ij}/Z_i > Z^*)] - E[(\varepsilon_{ij}/Z_i \leq Z^*)] \quad (3.23)$$

Desse modo, este estimador será não viesado, contanto que os choques aleatórios não observáveis que afetam  $Y$  de um determinado país não sejam correlacionados com o determinante do “status” do programa.

Em termos práticos, para o cálculo do estimador, necessita-se dos valores relacionados na equação 3.17. No entanto, os resultados para  $\beta_j$  e  $\bar{X}_P$  não são observáveis e necessitam ser estimados.

O valor de  $(\bar{X}_i)_P$  não é observável, visto que  $\mathbf{X}_i$  refere-se às políticas que teriam sido adotadas na ausência de um programa, de modo que  $\mathbf{X}_i$  são as políticas observadas apenas nos países do grupo N. Portanto, a implementação do GEE requer que o vetor de políticas para os países do grupo  $\mathbf{P}$  seja estimado.

O primeiro passo para estimar  $(\bar{X}_i)_P$  é ajustar a equação 3.24 – função-reação – aos dados observáveis dos países pertencentes ao grupo N. Fazendo isso, estimam-se os parâmetros de uma função-reação típica de um país que não implementou um programa do Fundo. De posse de tais parâmetros, calcula-se  $(X_i)_P$ , utilizando os verdadeiros valores dos vetores  $Y^d$  e  $Y_{t-1}$  de um país pertencente ao grupo P. Ou seja, estima-se o que teria acontecido nos países que implementam um programa, caso eles não estivessem participando de um financiamento do FMI.

$$\Delta X_j = \gamma [Y_i^d - Y_{i(-1)}] + \eta_i \quad (3.24)$$

Aqui pode existir uma outra fonte potencial de diferenças entre as políticas adotadas pelos países pertencentes a diferentes grupos (P e N), quando colocados sob as mesmas circunstâncias (ou seja, quando o afastamento de  $Y_{ij}$  de seu valor desejado é o mesmo para os dois grupos). Como o estabelecimento de uma política interna em resposta a circunstâncias econômicas - equação 3.24 - bem como a participação em um programa do FMI - equação 3.3 - refletem decisões de política das autoridades domésticas, algum fator não observável,  $\pi_i$ , que faz com que um determinado país esteja mais propenso a solicitar ajuda do Fundo (como por exemplo, maior compromisso com o ajustamento ou reformas menos abrangentes, ou quem sabe, uma oposição ao Fundo menos efetiva) pode induzir este país a adotar um diferente vetor de políticas ( $X_i$ ) na ausência de um programa (ou no período pré-programa), do que aquele que seria adotado por outro país que encontra as mesmas circunstâncias econômicas mas não é provável implementar um programa do Fundo<sup>78</sup>. Conforme Goldstein e Montiel (1986):

*“(...) in this case, the behavior of nonprogram countries would not be a good guide to the counterfactual in program countries – even after observable preprogram characteristics of the two groups are controlled for”*(p. 325)

Esta possibilidade se manifesta como uma correlação entre  $\pi_i$  e  $\eta_i$ . Se tal correlação existe, a equação 3.24 fornecerá um estimador viesado de  $(\bar{X}_i)_p$ , porque, nesse caso, tem-se uma fonte adicional de viés na seleção da amostra. No entanto, ela pode ser eliminada<sup>79</sup>.

Estimado o vetor  $(\bar{X}_i)_p$ , resta calcular o valor do parâmetro que liga as mudanças nas políticas às mudanças nas variáveis-objetivo, na ausência do programa. Um meio de estimar

---

<sup>78</sup> A idéia é mais ou menos a seguinte. Suponha novamente que  $\Delta X$  seja a política cambial em resposta a um déficit em conta corrente. Se os países que desvalorizaram menos a moeda são mais prováveis implementar um programa do FMI, então o vetor  $(\Delta X)_p$  estimado por 3.24 superestimar a função reação para esse país específico. Isso elevará o valor médio de  $(\bar{X}_i)_p$ , subavaliando os efeitos do programa.

<sup>79</sup> Em Heckman (1979) há uma descrição do procedimento apropriado. No apêndice de Khan e Haque (1998) o assunto também é tratado.

tal coeficiente é usando a equação 3.18 para valores observáveis do vetor  $\mathbf{X}_i$ . Com isso, tem-se todos os ingredientes necessários para calcular  $\hat{\beta}_j^{IMF-GEE}$  através da equação 3.17.

Alternativamente, se o objetivo for obter apenas um estimador não viesado do efeito total das políticas do FMI, pode-se substituir a equação da função-reação de política (equação 3.2) para  $\Delta X_i$  na equação 3.18.

$$X_i = \gamma[Y_i^d - Y_{i(-1)}] - X_{i(-1)} + \eta_i \quad (3.25)$$

Substituindo 3.25 em 3.18.

$$Y_{ij} = \phi_{0j} - Y'_{ij(-1)}\phi_{1j} - X'_{i(-1)}\phi_{2j} + W\alpha_j + \beta_j^{IMF} d_i + \varepsilon_{ij} \quad (3.26)$$

onde:

$$\phi_{0j} = (Y^d \gamma' \beta_j)$$

$$\phi_{1j} = \gamma' \beta_j$$

$$\phi_{2j} = \beta_j$$

Subtraindo  $Y_{ij(-1)}$  de ambos os lados de 3.26, tem-se:

$$\Delta Y_{ij} = \phi_{0j} - Y'_{ij(-1)}(\phi_{1j} + 1) - X'_{i(-1)}\phi_{2j} + W\alpha_j + \beta_j^{IMF} d_i + \varepsilon_{ij} \quad (3.26a)$$

Ajustando os valores observáveis à equação 3.26a, produz-se-á uma estimativa dos efeitos totais dos programas através do coeficiente  $\hat{\beta}_{ij}^{IMF}$ . Porém este procedimento não

elimina o viés sobre a seletividade da amostra surgida das diferenças entre a função-reação dos grupos de países **P** e **N** (como comentado anteriormente). Se os erros das equações 3.2 e 3.3 forem correlacionados, o procedimento sugerido por Heckman (1979) corrigirá o viés.

Conclusivamente, apesar do enfoque GEE ainda contemplar a possibilidade de erros (viés) no estimador, como ele corrige os problemas detectados nos enfoques BA e WW, é bem provável que sejam bem menores do que aqueles dos outros enfoques e, portanto, seja uma estimativa mais fiel do "*counterfactual*".

### 3.2 - Resultados Empíricos (revisão)

Um sumário dos principais estudos avaliando os efeitos dos programas financiados pelo FMI são considerados na tabela 3.1 abaixo.

Inicialmente, relembrem-se as principais metodologias utilizadas nos trabalhos empíricos e suas características:

- a) **“Before-After”(BA):** consiste em comparar a performance de determinadas variáveis macroeconômicas escolhidas como relevantes dos países que participaram de um acordo com o Fundo, antes e depois da implementação de um programa financeiro patrocinado pelo FMI. Supõe-se, nesse caso, que qualquer alteração nas variáveis objetivo seja derivada do efeito Fundo;
- b) **“Within-Without”(WW):** consiste em comparar a performance de determinadas variáveis macroeconômicas entre os países que implementaram um programa e um grupo de controle de países que não participaram de programas de estabilização no período;
- c) **“Generalized Evaluation”(GEE):** compara a performance macroeconômica em países com e sem programas do FMI (como o enfoque anterior), mas ajustando para diferenças nas condições iniciais entre os países<sup>80</sup>;

---

<sup>80</sup> Em Santaella (1996), os estudos mostram que as condições iniciais entre os países que entraram no programa e aqueles que não, são distintas. Portanto, não seria correto supor que as duas amostras são retiradas da mesma população, como é suposto no enfoque (WW). Maiores detalhes foram discutidos na seção anterior.

- d) “**Comparação de Simulações**”(CS): consiste em comparar uma performance simulada de políticas típicas patrocinadas pelo FMI com simulações de políticas alternativas. Neste enfoque, é necessário que se tenha um modelo econométrico que descreva o comportamento das variáveis macroeconômicas selecionadas.

TABELA 3.1 - Sumário dos resultados empíricos dos efeitos dos programas do Fundo

Autor	Período	No. Países	Efeitos sobre <sup>a/</sup>			
			BP	CC	Inflação	Crescimento
<b><u>Before-After</u></b>						
Reichman e Stillson(1978)	1963-72	--	0	--	0	0
Connors(1979)	1973-77	23	0	--	0	0
Zulu e Nsouli (1985) <sup>b/</sup>	1980-81	35	0	--	+	-
Pastor (1987)	1965-81	18	+	+	0	0
<b><u>Within-Without</u></b>						
Donovan (1981)	1970-76	12	--	--	-	+
Donovan (1982)	1971-80	44	+	+	-	0
Loxley (1984)	1971-82	38	-	-	-	-
Gylfason (1987) <sup>b/</sup>	1977-79	14	+	--	--	0
Pastor (1987)	1965-81	18	+	+	+	0
<b><u>Generalized Evaluation</u></b>						
Goldstein e Montiel (1986)	1974-81	58	-	-	+	-
Khan (1990)	1973-88	69	+	+	-	-
Conway (1994)	1976-86	217	--	+	-	-,+
Dicks-Mireaux, et al. (2000)	1986-91	61	--	--	0	+
Przeworski e Vreeland (2000)	1970-90	79	--	--	--	-,0
Conway (2000)	1974-92	90	--	--	--	--
<b><u>Simulações</u></b>						
Khan e Knight (1981)	1968-75	29	+	+	-	-
Khan e Knight (1985)	1968-75	29	+	+	+	-,+

**Notas:** a/ direção da mudança: (+) indica efeito positivo (aumento), (-) indica efeito negativo (redução), (0) indica nenhum efeito e (--) variável não estudada. b/ resultados baseados na "survey" de Khan e Haque (1998).

Segundo a disposição dos resultados apresentados na tabela 3.1, comentar-se-á sobre os trabalhos de acordo com o enfoque a que pertencem.

### 3.2.1 - Before-After

O trabalho de Reichmann e Stillson (1978) foi o primeiro, neste enfoque, a analisar a eficácia dos programas financiados pelo FMI. Ele cobriu o período de 1963-72, incluindo 79 programas. Para verificar se havia diferenças entre as variáveis selecionadas, um teste não-

paramétrico para contemplar diferenças nas frequências das distribuições foi implementado (Mann-Whitney V. teste, também conhecido como teste “rank”).

Com relação ao saldo total no balanço de pagamentos que, em geral, é o objetivo de todos os programas, o resultado não foi como o esperado, pois somente em 24% dos programas houve melhora nessa variável. A tabela 3.2 sumariza os efeitos.

Uma característica presente em boa parte dos países que recorrem ao Fundo é a existência de processos inflacionários e, portanto, um dos objetivos do programa seria sua redução. Nos testes implementados, somente países que possuíam taxas de inflação acima de 5,3% ao ano foram selecionados. Isto reduziu a amostra para 29 casos. Destes, apenas em 7 casos (24% do total) o nível de preços desacelerou seu crescimento. Na grande maioria dos casos (55% do total) não houve mudanças significativas nas taxas inflacionárias.

TABELA 3.2 - Resultados sobre o Balanço de Pagamentos

Mudanças nos ativos líquidos externos		
	Nr. De casos	(%)
Melhorou	18	24
Deteriorou	4	5,3
Sem alterações significativas	53	70,7

Fonte: Reichmann e Stillson (1978)

Uma outra questão que é fundamental (e também alvo de muitas críticas) são os efeitos sobre a renda/produto provocados pelas políticas do FMI. Segundo Reichmann e Stillson (1978): “*The main conclusion can be obtained from these cases is that there is no evidence that program systematically affected the level of economic activity within the period considered*” (p. 303).

Um procedimento similar ao executado por Reichmann e Stillson foi proposto por Connors (1979), cujo trabalho examinou 31 programas durante o período de 1973-77. As conclusões foram semelhantes ao trabalho anterior, de modo que os programas do Fundo, aparentemente, no período considerado, não tiveram efeitos sobre o crescimento, a inflação e o balanço de pagamentos.



Zulu e Nsouli (1985) também implementaram o enfoque para comparar o desempenho de algumas variáveis antes e depois de um programa, mas levando em conta apenas os países da África. O resultado foi uma redução no crescimento do produto, uma piora na inflação e nenhum resultado conclusivo sobre o balanço de pagamentos.

Outro trabalho que enfocou questões regionais foi o de Pastor (1987), que tratou apenas de países da América Latina durante o período de 1965-81. Como o principal objetivo do estudo era mensurar o impacto das políticas do FMI sobre o crescimento, os argumentos do que ele chamou de crítica "estruturalista" sobre o papel do FMI foram abordados. Segundo ela, os problemas dos países em desenvolvimento (sobretudo da América Latina) tem suas origens em fatores estruturais, tais como: baixa produtividade na agricultura, dependência de uma pauta de exportações essencialmente composta de bens primários e inelásticos ao preço, além de um sistema financeiro pouco desenvolvido. Assim, os problemas externos desses países surgem dessas características e da necessidade de importar bens de capital (o chamado déficit do desenvolvimento).

Portanto na medida em que os problemas não surgiam devido ao "mal comportamento" dos países em desenvolvimento, eles não deveriam ser penalizados pelas políticas contracionistas propostas pelo FMI.

Mas esta visão dos problemas ia de encontro à do FMI que os considerava como resultados de políticas expansionistas aliadas a grandes déficits no orçamento público. Então, com essa interpretação e a recusa do FMI em fornecer recursos a longo-prazo e a mudar seu enfoque de ajuste centrado na demanda, na perspectiva estruturalista o FMI "(...) *is seen as a recession-inducing growth-wrecking agent*" (Pastor, 1987, p. 25).

Entretanto os resultados do trabalho não corroboraram o argumento estruturalista no que tange ao crescimento. A conclusão foi que as políticas do FMI foram responsáveis por uma melhora no saldo em transações correntes e no balanço de pagamentos como um todo, mas sem nenhum efeito aparente sobre o crescimento e a inflação. "(...) *while the Fund does not promote growth, neither can it be termed a growth-wrecker*" (Pastor, 1987, p. 253).

### 3.2.2 – Within-Without

Os trabalhos de Donovan (1981 e 1982) foram os pioneiros a utilizar o enfoque WW para avaliar os resultados das políticas do FMI.

Em Donovan (1982), visando medir a performance das variáveis macroeconômicas selecionadas, suas mudanças foram medidas durante períodos de um e três anos (curto e médio prazos) compreendendo os anos de 1971-80. Para levar em conta os efeitos exógenos que afetariam não só os países sob programa, como também as demais economias em desenvolvimento, Donovan (1981 e 1982) comparou mudanças nas variáveis selecionadas dos países que implementaram um programa do Fundo com mudanças nas mesmas variáveis de todos os países em desenvolvimento não produtores de petróleo.

A idéia é que esse enfoque permitiria fornecer alguma evidência de se a performance econômica dos países sob programa diferiram sistematicamente daquela dos países em desenvolvimento como um todo.

Os resultados apresentados na tabela 3.3 para o saldo em conta corrente são conclusivos<sup>81</sup>. Conforme Donovan (1982, p. 177):

*“(...) on average, programs countries reduced their current account deficits by an amount equivalent to 1,5 percentage points of GNP during the program period itself and by 1,2 percentage points of GNP comparing the three-year annual average level in pre-program and post-program periods. During the same period of comparison, the deficits of all NODCs increased by 0,4 and 0,8 percentage points of GNP, respectively”.*

TABELA 3.3 - Mudanças no déficit em conta corrente como porcentagem do PNB

	Anos dos Programas										Média
	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	
<i>Comparação de um ano</i>											
Países com programa	0,3	3,8	2,0	-2,6	-4,1	8,9	1,4	2,6	2,6	-0,4	1,5
Todos os NODCs	-1,5	1,8	0,2	-2,0	-2,5	3,0	-0,2	-0,2	-1,0	-1,3	-0,4
<i>Comparação de três anos</i>											
Países com programa	0,4	0,7	-0,7	-2,5	-1,9	2,8	4,8	2,6	3,1	--	1,2
Todos os NODCs	-1,0	-0,2	-1,3	-2,0	-1,9	0,5	0,5	-0,4	-1,9	--	-0,8

Fonte: Donovan (1982)

<sup>81</sup> Para a conta corrente, as alterações foram consideradas como mudanças percentuais na razão conta corrente/PNB. Para o balanço de pagamentos como um todo, a razão foi saldo total do BP/exportações.

Os números sugerem que, se as mudanças na conta corrente ou mesmo no saldo do balanço de pagamentos como um todo são consideradas um padrão de medida da eficiência dos programas financiados pelo FMI, em média, pode-se afirmar que os programas, no período estudado, conseguiram atingir o objetivo.

Com relação à taxa de inflação, no período de 1971-80, em média, os países sob programa tiveram um aumento na taxa de crescimento dos preços ao consumidor de 1,8 e 2,3, respectivamente sob o horizonte de comparação de 01 e 03 anos, enquanto que no grupo de controle esses números foram 3,2 e 6,9, respectivamente para 01 e 03 anos. Novamente, os programas do Fundo foram efetivos no que se refere à estabilidade dos preços.

No que tange ao crescimento do produto, os resultados são apresentados na tabela 3.4 abaixo. Como pode ser verificado, não há evidência empírica (de acordo com a metodologia usada) de uma relação causal entre os programas do FMI e a queda no crescimento do produto. Apesar da taxa de crescimento do produto nos países sob programa, em média, ter sido negativa, ela foi acompanhada de perto pelos resultados apresentados pelo grupo de controle. Tal comportamento evidencia a visão geral, segundo Donovan (1982), de que as políticas do Fundo não alteram significativamente o crescimento econômico (como salientado no capítulo anterior, essa conclusão está longe de ser aceita sem restrições).

TABELA 3.4 - Crescimento Econômico – comparando períodos pré e pós-programa

	Anos dos Programas										(% total)
	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	
	← Número de países →										
<i>Comparação de um ano</i>											
Total	8	7	7	4	6	6	9	9	8	11	100
Melhora absoluta	5	2	6	3	1	4	5	4	3	3	48
Melhora relativa <sup>1</sup>	5	3	4	3	3	3	5	4	4	4	51
<i>Comparação de 03 anos</i>											
Total	8	7	7	4	6	6	9	9	7	--	100
Melhora absoluta	2	4	4	3	3	3	5	7	2	--	52
Melhora relativa	3	4	5	3	5	3	4	6	3	--	27

Fonte: Donovan (1982)

Nota: mudança na taxa de crescimento real dos países com programa comparada com a mudança na taxa de crescimento de todos os países em desenvolvimento não-produtores de petróleo.

Outro estudo que aplicou a mesma metodologia implementada por Donovan (1981 e 1982) foi o de Loxley (1984). Entretanto, ele realizou os testes somente para um grupo de 38 países considerados menos desenvolvidos (definidos como possuindo uma renda per capita menor do que US\$ 690 em 1980) que estiveram sob programas do Fundo no período de 1971 a 1982. No que se refere ao grupo de controle, também houve certa distinção. Dois grupos foram considerados: o primeiro, compreendendo países também considerados menos desenvolvidos segundo o critério acima e o segundo, semelhante àquele proposto por Donovan (1982). Os resultados foram que, em média, os países sob programa não tiveram uma performance melhor do que aquela conseguida pelos grupos de controle, no que se refere a balanço de pagamentos, conta corrente e crescimento do produto. O melhor desempenho relativo aconteceu apenas para a inflação.

Pastor (1987) além de comparar somente os países latino-americanos que estiveram sob um programa do Fundo antes e depois da implementação ("*before-after*"), realizou também comparações com um grupo de controle que não havia sido tratado a cada ano de referência.

No que diz respeito às contas externas, os resultados mostraram que os países que foram tratados apresentaram melhores resultados. Sobre a inflação, "*(...)in Latin America at least, Fund programs probably tend to be coincident with an acceleration of inflation*" (Pastor, 1987, p. 257).

Essa tendência de inflação mais elevada, acompanhada da recomendação do Fundo para que o crescimento do salário nominal seja restrito, é consistente com um efeito redistributivo contra os salários (Pastor, 1987).

Sobre o crescimento, os impactos negativos não foram confirmados.

Além dessas variáveis tradicionalmente utilizadas, Pastor (1987) compara também a participação do trabalho na renda. A expectativa, coerente com uma linha de crítica que ele chamou de marxista, é que os programas redistribuem renda desfavoravelmente aos salários (sobretudo em virtude da aceleração da inflação e da contenção dos reajustes dos salários nominais). A justificativa é que o FMI, na tentativa de obter o apoio e a cooperação das "elites" domésticas, impõe o maior ônus do ajuste aos trabalhadores.

Tanto utilizando o enfoque "*before-after*" como também levando em conta o grupo de controle, os resultados corroboram a crítica marxista. "*The results of relative comparisons also indicate strong evidence in favor of the author's alternative hypothesis that the program group experiences smaller increases or large declines in labor share*" (Pastor, 1987, p. 258).

Esse resultado é complementado pelo comportamento do consumo que também apresentou um desempenho inferior para os países tratados pelo FMI<sup>82</sup>.

### 3.2.3 - Generalized evaluation estimator

No estudo de Goldstein e Montiel (1986) foi utilizada uma amostra de 68 programas para 58 países abrangendo o período de 1974-81. Esse estudo é basicamente um trabalho técnico sobre os problemas estatísticos/econômicos encontrados nos enfoques anteriormente analisados. Além disso, os autores apresentaram simulações cujos resultados são os seguintes. Em média, eles constataram que a performance das variáveis selecionadas (inflação, crescimento e saldo no balanço de pagamentos) dos países sob programa do FMI sistematicamente mostrou-se mais fraca do que aquelas dos países que não implementaram programas do Fundo, nos períodos que antecederam os programas. Como mostrado na tabela 3.1, Goldstein e Montiel (1986) encontraram efeitos indesejáveis sobre as variáveis externas (balanço de pagamentos e conta corrente), sobre o crescimento e sobre a inflação.

Posteriormente, o enfoque foi refinado no trabalho de Khan (1990). Ele utilizou uma amostra de 259 programas implementados em 69 países durante o período de 1973-88. Houve uma melhora no balanço de pagamentos e uma redução na taxa de inflação. Foi constatada também uma redução na taxa de crescimento do produto.

Um ponto importante, levantado por Khan e Haque (1998), é que grande parte dos trabalhos, mesmo os que utilizam o enfoque GEE, não levam em consideração o fato de que os países se auto selecionam para receber ajuda do FMI, implicando que a participação nos programas não é aleatória, podendo viesar os resultados apresentados. Quando essa

---

<sup>82</sup> A ligação do comportamento das duas variáveis está na hipótese de uma propensão marginal a consumir mais alta para os trabalhadores assalariados.

possibilidade é levada em consideração, a decisão de participação deverá ser estimada simultaneamente com os demais parâmetros, de modo que a participação ou não nos programas será também uma variável endógena no modelo<sup>83</sup>.

Os trabalhos de Conway (1994) e Dicks-Mireaux, Mecagni e Schadler (2000) levam em conta essa seletividade na decisão de participar de um programa. Para o primeiro, os resultados gerais foram os seguintes: a conta corrente melhorou, a inflação reduziu e o crescimento do produto caiu no curto prazo mas voltou a aumentar num horizonte mais longo.

*"Increased participation has as contemporaneous effects a reduction in economic growth and domestic investment and an improvement in the current account. Lagged effects of increased participation on economic growth and domestic investment are positive, and in most estimates quantitatively greater than the contemporaneous effect"* (Conway, 1994, p. 365).

Cabe salientar que os efeitos sobre o investimento foram divididos em público e privado, com impacto negativo sobre a parcela pública do investimento, sem reversão do efeito quando decorrido maior espaço de tempo. Isso é coerente e reforça a noção de que os ajustes do governo aplicam-se de maneira mais pronunciada sobre os investimentos. O que tem implicações importantes sobre a criação de infra-estrutura e futuro crescimento do país.

Conway (1994) trabalhou também a questão do efeito catalisador, tentando mensurar separadamente os efeitos do que ele chamou "efeito credenciais" do "efeito ajustamento" sobre a performance dos países que foram tratados com a terapia do Fundo. Por hipótese, o segundo efeito estaria vinculado à duração do programa e o primeiro somente ao fato de estar implementando. Para tanto, ele selecionou países que, apesar de terem um acordo negociado com o FMI, não retiraram recursos e, portanto, ainda não foram diretamente tratados, e os comparou com países do grupo de controle.

Sua conclusão é que, à medida que os agentes percebem que o país não utilizou os créditos do FMI, o "efeito credenciais" desaparece, sugerindo que apenas o fato de ter negociado um acordo com o Fundo não é suficiente para melhorar a performance. Os ajustes precisam efetivamente ser implementados.

---

<sup>83</sup> Para maiores detalhes, ver Khan e Haque (1998), Goldstein e Montiel (1986) e Dicks-Mireaux, Mecagni e Schadler (2000).

O trabalho de Dicks-Mireaux, Mecagni e Schadler (2000) utilizou como variáveis de estudo, além do crescimento do PIB e a inflação, a razão dívida externa/exportações. Os resultados das políticas do FMI foram positivos para o crescimento do PIB e para a razão dívida/exportações, com ausência de efeitos sobre a inflação.

Além disso, eles implementaram uma série de testes para verificar se as suposições do modelo são válidas e se os resultados podem ser confiáveis. A conclusão é que os diagnósticos colocam dúvidas sobre a aplicabilidade do enfoque GEE ao menos para a amostra por eles utilizada:

*"(...) the overall fit of model is poor; estimates of the coefficients on many variables are insignificantly different from zero; regression residuals are heteroschedastic and nonnormally distributed; and the estimates of coefficient on the dummy for ESAF support are quite sensitive to variations in the sample. A striking finding is that the counterfactual policy reaction function does not have any significant explanatory power for the sample of nonprogram observations"* (Dicks-Mireaux; Mecagni; Schadler, 2000, p. 522).

Portanto questionam, inclusive, os resultados dos outros trabalhos que aplicaram o método e que não testaram rigorosamente as suas suposições. Os autores concordam que o enfoque é conceitualmente superior ao "*Before-after*" ou ao "*Within-without*" para identificar os efeitos do FMI sobre as economias. Mas ressaltam que ele é baseado em muitas suposições restritivas que são necessárias para definir o "*counterfactual*" e especificar em um modelo simples os principais determinantes de variáveis macroeconômicas importantes.

*"A major shortcoming of most applications of the GEE is their focus on the bottom line - the estimates of the effects of IMF support - with little or no evaluation of the validity of the underlying model. (...) One important lesson to be drawn from this study is that the validity for any given sample of the premises of the GEE methodology must be investigated before reliable conclusions about independent effects of IMF support can be drawn from it. Indeed, on the basis of this study, it cannot be ruled out that the inherent limitations of panel data covering countries facing highly diverse circumstances render it impossible to obtain reliable estimates of the independent effects of IMF-supports programs"* [grifos adicionados] (Dicks-Mireaux; Mecagni; Schadler, 2000, p. 522).

Przeworski e Vreeland (2000) analisaram somente o efeito sobre o crescimento do PIB e chegaram à seguinte conclusão: "*(...) when matched for exogenous conditions, participation in IMF programs reduces growth while a country remains under and has no salutary effect once a country leaves*" (p. 403).

Para chegar a esta conclusão, os autores também investigaram quais variáveis eram importantes para determinar a entrada ou saída dos países em um programa do FMI. Países com baixos níveis de reservas, altos déficits públicos e elevados serviços da dívida são mais prováveis de solicitar um auxílio do FMI. Além disso, quanto maior o número de outros países implementando um programa e quanto maior o número de vezes que um país específico tenha ido ao Fundo, maior a probabilidade de um novo acordo. O fator eleitoral também foi analisado. Em início de mandato, é mais provável que um governo recorra ao FMI. O argumento é que um maior espaço de tempo terá decorrido até a próxima eleição e o estigma de ter assinado um acordo passará até o fim do mandato.

Conway (2000) também usa uma metodologia semelhante mas com objetivos distintos. Ele não analisa especificamente variáveis-alvo como: PIB, transações correntes, inflação, etc. Seu objetivo é verificar se a participação em um programa do FMI tem efeitos sobre a transição de uma situação de crise para uma de "não crise".

Como os recursos do FMI são distribuídos em resposta a desequilíbrios nos países e vêm acompanhados de prescrição de políticas, a decisão em participar ou não de um acordo leva em conta os custos e benefícios desse pacote conjunto que, espera-se, ajudaria a resolver os problemas. Então o estudo procura responder à seguinte pergunta: *"Is the dynamic transition from crisis to non-crisis through participation in IMF programs in fact observed?"* (Conway, 2000, p. 03).

Os resultados alcançados não permitem uma conclusão definitiva sobre os efeitos dos programas do FMI. Como inferência positiva, quando em crise<sup>84</sup>, o fato de implementar um programa aumenta a probabilidade de que o país se recuperará mais cedo.

Por outro lado:

*"(...) there is significant evidence that the greater the time spent in preceding years in IMF programs the lower is the probability of ending the crisis in any period; in other words, there is evidently a weakening of a country participating in repeated or prolonged IMF programs that exists independently of other country-specific effects"* (Conway, 2000, p. 04).

---

<sup>84</sup> A definição da terminologia "crise" e "não-crise" está longe de ser unânime. Conway (2000) utiliza, como principal critério para que um país esteja em crise, a razão reservas/importações abaixo de um determinado patamar.



Portanto, se por um lado implementar um acordo com o FMI ajuda a sair da crise, já ter participado em períodos anteriores tem efeito contrário. Isso corrobora as conclusões contidas no capítulo dois (gráfico 2.3 e tabela 2.1) e dos trabalhos de Przeworski e Vreeland (2000) e Knight e Santaella (1994) no que diz respeito ao fato de participações anteriores aumentarem a probabilidade de futuras "parcerias". O que reforça as críticas já sugeridas no capítulo 2 em relação à dependência ao Fundo.

### 3.2.4 - Comparação de simulações

Esse enfoque tem sido usado como uma alternativa de avaliação aos estudos que consideram os resultados da economia "*expost*", buscando o "*counterfactual*" do que teria acontecido. Khan e Knight (1981) construíram um modelo econométrico dinâmico, inspirado no enfoque monetário do balanço de pagamentos, que busca representar o comportamento de algumas das principais variáveis macroeconômicas (inflação, balanço de pagamentos, setor governamental, renda real, inflação esperada, crédito doméstico, oferta e demanda por moeda).

A partir desse modelo, estimaram os respectivos parâmetros com base nos dados de 29 economias em desenvolvimento. Desse modo, acredita-se, poder-se-ia verificar como as variáveis respondem quando estimuladas por choques externos (lembrando que o resultado pode não representar aquele de um país específico e, sim, em média, o que aconteceria nos países em desenvolvimento)

Várias simulações foram realizadas e os autores analisaram os efeitos de curto e longo prazo sobre as variáveis. As simulações, que são de interesse, se referem àquelas ligadas às políticas típicas prescritas pelo FMI.

O objetivo, em um dos exercícios, era buscar uma melhora no balanço de pagamentos. O que, no modelo, representava uma elevação no nível de reservas que foi proposto em 50%. A autoridade teria a escolha entre dois programas. Um, chamado de padrão, onde a meta teria que ser alcançada em 1 ano. E no outro, chamado de "programa estendido", a meta deveria ser atingida em cinco anos. Claramente há uma distinção entre um ajuste no curto e médio prazo.

Como a estrutura do modelo está fortemente baseada no enfoque monetário do BP, a questão principal é qual deveria ser o teto de expansão anual do crédito doméstico compatível com as metas desejadas. Além disso, dadas as receitas do governo, qual deveria ser o corte nos gastos do governo requerido pela política monetária restritiva. E, por fim, qual dos dois programas teria o menor efeito indesejável sobre preços e produto.

O programa padrão conduz a economia a uma severa deflação no primeiro ano, seguido por uma taxa de crescimento dos preços que retorna ao seu nível anterior. O mesmo processo acontece com o programa estendido, no entanto, a queda inicial nos preços é bem menos marcante e o retorno para o equilíbrio mais suave.

Com relação ao produto (e ao desemprego, supondo que a razão trabalho/produto não se altera durante o período de ajuste), novamente há uma grande queda no produto em relação àquele de pleno emprego, no primeiro ano, com o programa padrão. À medida que o nível de preços se eleva, o produto se recupera e ultrapassa aquele de pleno emprego. O programa estendido também apresenta esse comportamento, mas os afastamentos do pleno emprego são bem menores. Considerando qualquer afastamento do pleno emprego como prejudicial<sup>85</sup>, a perda é muito maior quando o programa padrão é adotado (o resultado mantém-se se apenas afastamentos abaixo do pleno emprego são considerados como prejudiciais). Khan e Knight (1981, p. 38) concluem:

*“(...) given the expanded model, the employment costs of a standard one-year program are unambiguously larger than those of an extended program, so that on this criterion the latter is to be preferred”.*

Em um trabalho posterior de 1985, Khan e Knight utilizaram o mesmo modelo mas aumentaram o número de simulações para pacotes de políticas alternativas. Especificamente eles compararam políticas de gerenciamento da demanda (redução no crédito doméstico e gastos do governo e desvalorizações da moeda) com políticas que combinavam gerenciamento da demanda com reformas estruturais que gradualmente aumentariam a capacidade produtiva da economia.

---

<sup>85</sup> A suposição de um superemprego causar perdas nos países em desenvolvimento está relacionada às externalidades que ele pode implicar, especialmente quando concentrado no setor industrial. Isto porque o superemprego neste setor pode ocasionar migração para as cidades, realçando os problemas urbanos e demandando serviços públicos acima da capacidade do governo de ofertá-los.

O resultado foi que o pacote que continha somente o gerenciamento da demanda rapidamente melhorou o balanço de pagamentos mas ao custo de maior inflação e redução no crescimento do produto (efeitos de curto prazo). O pacote alternativo compensou em parte os resultados da contenção da demanda e as conseqüências inflacionárias das desvalorizações. No longo prazo, os efeitos da segunda política apresentaram-se muito mais favoráveis do que aqueles da política de gerenciamento da demanda somente.

Em resumo, levando em consideração todos os resultados dos estudos apresentados na tabela 3.1, bem como a descrição em alguns detalhes de parte deles, algumas conclusões (ou fatos estilizados) emergem:

- i)* A maioria dos programas implicou, basicamente, uma melhora sobre a conta corrente ou o balanço de pagamentos como um todo, pelo menos durante a vigência dos programas;
- ii)* Com relação à inflação, pode-se também inferir que geralmente os planos financiados pelo FMI não promoveram aumento na taxa de crescimento dos preços (os números indicam uma tendência a efeitos nulos ou de queda da inflação).
- iii)* Sobre o crescimento do produto, talvez a variável mais importante e mais avaliada nos trabalhos empíricos, as conclusões são mistas e não totalmente esclarecedoras e baseadas em coeficientes muitas vezes não significativos estatisticamente. No entanto, apesar da ressalva, parece existir uma tendência, sobretudo nos estudos empíricos mais recentes (e, portanto, com técnicas mais apuradas), de apontar uma relação negativa entre os programas do Fundo e o crescimento do produto de maneira mais acentuada no curto prazo. Isso corrobora, de certa forma, as críticas aos programas do Fundo no sentido de que o principal objetivo é gerar excedente de divisas que será destinado ao pagamento dos credores e do próprio FMI, deixando a conta do ajuste inteiramente aos agentes domésticos.

De toda a discussão do capítulo uma questão importante e não abordada em nenhum dos trabalhos aqui utilizados como referência é se o Fundo tem absorvido as críticas (e agido no sentido de amenizá-las) a ele destinadas desde sua criação, sobretudo no que se refere ao seu receituário contracionista e centrado na redução da demanda.

Uma maneira de verificar tal comportamento seria dividir a amostra em períodos distintos e comparar os resultados de ambos. Isso poderia comprovar se houve ou não

mudança de enfoque nas políticas do FMI. Ou seja, se, por exemplo, as políticas adotadas na década de 90 são menos contracionistas do que aquelas praticadas nos anos 80, os efeitos práticos da mudança serão sentidos no comportamento do produto, do investimento e do consumo.

No que segue, essa alternativa será apreciada, bem como adaptações ao enfoque "*within-without*" serão implementadas buscando superar algumas de suas deficiências.

#### 4 - AVALIAÇÃO DOS PROGRAMAS DO FMI NOS ANOS 80 E 90

Como discutido no capítulo anterior, várias formas de estimar os efeitos das políticas do FMI têm sido utilizadas nos trabalhos empíricos. A mais popular de todas, o enfoque "*Before-After*", tem o grande apelo da facilidade, mas é o que apresenta as maiores falhas.

Por outro lado, o enfoque GEE (*Generalized Evaluation Estimator*) é estatisticamente mais elegante (apesar de aplicação difícil) e, em tese, cobriria os problemas detectados nos enfoques BA (*Before-After*) e WW (*Within-Without*); mas, ao mesmo tempo, cria novas fontes de viés e restrições que não são facilmente eliminadas, além de impor dificuldades práticas na sua implementação. Por exemplo:

a) De acordo com a equação 3.23, o estimador dos efeitos das políticas do FMI não será viesado, contanto que os choques aleatórios que afetam as variáveis-alvo não sejam correlacionados com o "*status*" do país.

Exceto nos casos onde a ida ao Fundo deve-se exclusivamente a erros deliberados de políticas econômicas domésticas, ou que os fatores que atingem um país negativamente contaminem todas as economias em desenvolvimento (contágio generalizado), poderá existir alguma correlação entre esses choques aleatórios e o "*status*" do país. Por exemplo, o processo eleitoral brasileiro em 2002, as turbulências no mercado cambial local e o conseqüente uso de recursos do FMI. São fatores locais que, "*per se*", não deveriam contaminar os mercados emergentes como um todo, mas podem estar correlacionados com o "*status*" do Brasil de pertencer ao grupo de países implementando um programa do FMI naquele ano.

b) Outro problema prático com o enfoque é a necessidade de se conhecer o vetor de políticas que teria sido implementado na ausência de um programa do Fundo. A construção desse "*counterfactual*" é o elemento chave do método.

Mas esse vetor é conhecido somente para os países que não implementaram um programa no período considerado e teria que ser estimado para os países que estão sob um programa do FMI. A alternativa de estimar os coeficientes da equação 3.24 para os países não

pertencentes ao programa, e utilizá-los junto com as informações referentes aos países do grupo "programa" para encontrar o vetor de políticas desse grupo, pode trazer complicações. Fatores não observáveis que elevam a probabilidade de um país recorrer ao FMI (por exemplo, uma menor oposição ao Fundo ou a necessidade de reformas menos abrangentes) podem conduzir à implementação de um vetor de políticas diferente daquele implementado por um país que não recorreria ao Fundo, mesmo em situações semelhantes de desvios da variável-alvo do seu valor desejado. Nesse caso, o vetor de políticas dos países "não programa" não será um bom "*counterfactual*" para o que teria acontecido na ausência do FMI (Goldstein; Montiel, 1986 e Dicks-Mireaux; Mecagni; Schadler, 2000).

c) Segundo Dicks-Mireaux, Mecagni e Schadler (2000), a utilidade operacional do método depende de algumas suposições restritivas. A primeira diz respeito a se o comportamento individual dos países pode ser agregado em um modelo uniforme que seja estável entre os países e ao longo do tempo. Isto porque características institucionais diferentes (por exemplo, o grau de disciplina nas políticas econômicas), mudanças nas condições políticas e variadas situações de desempenho econômico podem resultar em formulações de políticas distintas.

A segunda diz respeito ao formato da função-reação. Supõe-se que as políticas ajustem-se a desvios da variável-alvo do período anterior ao seu valor desejado. Defasagens dos efeitos das políticas sobre as variáveis-alvo ou efeito inercial das variáveis-alvo não são levados em conta.

Finalmente, a ausência de correlação entre  $\varepsilon_{ij}$  e  $\eta_i$  (erros das equações 3.1 e 3.2, respectivamente) assume que todos os choques são transitórios (mudanças em um só período na variável-alvo, sem efeitos de longo prazo) revertidos completamente no próximo período, impondo tanto estacionaridade de cada variável-alvo como também excluindo qualquer processo cujos choques temporários persistam ao longo do tempo, ainda que sejam estacionários. Se algum choque persiste no tempo (inércia), "*(...)imposing full one-period reversion to the mean will understate the positive effects of an IMF-supported program after a negative shock*" (Dicks-Mireaux; Mecagni; Schadler, 2000, p. 500).

Por exemplo, um choque exógeno que deprima o produto e permaneça por mais de um período, atribuirá os efeitos negativos dos períodos seguintes ao FMI, superestimando os impactos negativos das políticas do Fundo porventura existentes.

d) Por fim, mas ainda dentro das dificuldades práticas de estimar o vetor de políticas, tem-se a barreira de como estabelecer quais políticas afetariam quais variáveis-alvo (dada a grande interdependência entre as variáveis econômicas). Supondo que se consiga mapeá-las exatamente, surgirá a dificuldade adicional de se buscarem as informações, ano a ano, de todas aquelas políticas mapeadas em todos os países utilizados na amostra. Lembrando sempre que se o objetivo é avaliar os programas do FMI como um todo, uma amostra representativa dos países em desenvolvimento será necessária.

Portanto, diante das dificuldades práticas apontadas, optou-se pelo enfoque "*Within-Without*"<sup>86</sup>, consciente dos problemas que, em tese, ele apresenta, mas enfatizando sua grande aplicação nos trabalhos empíricos sobre o tema e a menor dificuldade na coleta das informações necessárias à sua implementação.

#### **4.1 - Apresentação das variáveis utilizadas**

Um problema, quando se trabalha com informações de diversos países, é a heterogeneidade nas medidas e a falta de coerência no tratamento dos dados. Buscando uma uniformidade nas metodologias utilizadas no tratamento das informações, trabalhou-se com a base de dados do FMI, divulgada na publicação "*International Financial Statistics*"<sup>87</sup>.

Os países escolhidos como amostra foram: África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Bolívia, Botsuana, Brasil, Chile, Costa Rica, Egito, El Salvador, Filipinas, Honduras, Guatemala, Ilhas Maurício, Indonésia, Israel, Jordânia, Kênia, Kuwait, Malásia, México, Marrocos, Nepal, Paraguai, Peru, República Dominicana, Singapura, Sri Lanka, Tailândia, Uruguai e Venezuela.

A escolha desses 31 países teve como critérios uma tentativa de selecionar países em desenvolvimento pertencentes a todos os continentes (07 da Ásia, 05 do Oriente Médio, 05 da África, 14 do Hemisfério Sul), além, é claro, da disponibilidade de informações durante todo

---

<sup>86</sup> Nas estimações que se seguem, serão implementadas mudanças nesse enfoque com vistas a contornar alguns dos seus problemas.

<sup>87</sup> Especificamente, utilizaram-se os dados contidos no IFS-CD rom, versão 1.1.53, ano 2000.

período considerado<sup>88</sup>. Sem esse segundo critério, a amostra poderia ter sido maior (inclusive com países europeus ex-socialistas), mas surgiria o problema de estabelecer alguma regra para preencher os anos onde as informações não estavam disponíveis na base de dados do FMI.

As informações coletadas cobrem o período de 1980 a 1999, contemplando, portanto, a década de 80 que foi caracterizada pela crise da dívida dos países em desenvolvimento e forte atuação do FMI. Também estão incluídos os anos 90, quando o contágio e a implementação de condicionalidades voltadas a reformas estruturais se fizeram mais presentes.

Seguindo a tradição dos estudos sobre o tema, as variáveis selecionadas foram: consumo, formação bruta de capital fixo (**FBKF**), PIB (**GDP**), inflação (medida pelo Índice de Preços ao Consumidor de cada país - **IPC**), estoque de reservas internacionais, saldo em transações correntes (**TC**) e saldo total no balanço de pagamentos (**BP**).

Consumo, formação bruta de capital fixo e PIB, que estavam cotados na moeda doméstica, foram convertidos para o dólar, utilizando a taxa de câmbio média anual, também disponível na base de dados do FMI<sup>89</sup>. O saldos em transações correntes e do balanço de pagamentos já estavam cotados na moeda americana. E, por fim, as reservas internacionais estavam medidas em Direitos Especiais de Saque e não foram modificadas.

Devido à diversidade de unidades de medida verificada nas séries, optou-se por trabalhar com variações percentuais ( $\Delta\%$ )<sup>90</sup>. Assim, a avaliação das políticas do FMI será efetuada comparando a variação percentual ocorrida nas variáveis-alvo selecionadas dos países que implementaram um programa do FMI e aqueles do grupo de controle<sup>91</sup>.

---

<sup>88</sup> Infelizmente, a disponibilidade de dados é uma fonte de viés de seleção, pois os países que possuem dados disponíveis podem diferir sistematicamente daqueles que não os possuem, tornando a seleção não aleatória (Przewoski e Vreeland, 2000).

<sup>89</sup> Como alternativa, deflacionaram-se essas variáveis pelo índice de preços ao consumidor de cada país. Os resultados qualitativos foram rigorosamente os mesmos.

<sup>90</sup> Essa escolha segue o padrão metodológico comum aos trabalhos empíricos sobre o assunto e é coerente com o objetivo de medir como as políticas do FMI afetam o comportamento das variáveis e, não, o seu nível. É também um "seguro" contra a não estacionaridade das séries.

<sup>91</sup> Serão usadas as definições "tratados" e "não-tratados" e "programa" e "não-programa" indistintamente, durante o texto, para identificar os dois grupos de países.



Como efeitos positivos das políticas, espera-se que os programas do Fundo consigam uma melhora nas transações correntes, no saldo total do balanço de pagamentos e no estoque de reservas internacionais. Estes seriam efeitos esperados, dado que o objetivo principal do FMI é aliviar rapidamente as pressões nas contas externas. Por outro lado, indo ao encontro das críticas destinadas ao Fundo, no que tange aos aspectos contracionistas de suas políticas, esperam-se impactos negativos sobre o consumo, a formação bruta de capital fixo e o PIB.

Resta mostrar como foi estabelecido o "*status*" de cada país. O critério utilizado foi o seguinte. Coletaram-se informações sobre as operações de crédito (Stand-By, EFF, SAF e PRGF) acordadas entre o FMI e os países da amostra, a cada ano<sup>92</sup>. Mesmo que do total acordado em um ano qualquer o país não tenha utilizado os recursos, ou os utilizou apenas parcialmente, foi considerado que, neste ano específico, o país em questão pertencia ao grupo "programa". O argumento é que mesmo na ausência de retiradas, o próprio processo de negociação implica a concordância em aplicar determinadas ações prévias que se constituem medidas típicas do FMI, como salientado no capítulo 1, seção 1.3.3.

Além disso, considerou-se também que o país ainda estará sob o efeito das políticas do FMI mesmo um ano após a última quantia acordada. Essa postergação do período de "parceria" com o FMI visa capturar algum efeito retardado das políticas do Fundo. Por exemplo, pode acontecer que os efeitos das políticas do FMI tenham um impacto negativo sobre o produto no curtíssimo prazo, enquanto a "casa está sendo arrumada" e, posteriormente, os efeitos sejam positivos. Assim, o critério utilizado busca contemplar tal possibilidade.

Cabe considerar que esse critério, apesar de coerente, não está livre de falhas, por exemplo, no que diz respeito à implementação. Este é um problema que afeta também a totalidade dos trabalhos empíricos sobre a avaliação de políticas do FMI<sup>93</sup>, e é de difícil solução. Isto porque o simples fato do país deixar de retirar os recursos aprovados ou retirar todo o montante não pode ser considerado uma medida fiel do grau de implementação das políticas. Durante a vigência do acordo, algumas políticas podem ser renegociadas, ou o

---

<sup>92</sup> Mesmo que as linhas de crédito difiram em relação às suas condições, o objetivo fundamental dos programas não muda (Polak, 1991 e Przeworski e Vreeland, 2000). De modo que, não concentrar o estudo sobre uma linha específica, não trará problemas.

<sup>93</sup> Pelo menos naqueles aqui utilizados como referência.

próprio acordo como um todo pode ser renegociado, bem como podem acontecer desistências. Então, apesar do país continuar retirando os recursos, as medidas originalmente combinadas podem não ter sido implementadas. A saída seria um estudo, caso a caso, estabelecendo quais as políticas que foram acordadas na carta de intenções e quais efetivamente foram implementadas (enfoque "*actual versus target*"). Novamente surge uma dificuldade adicional, visto que muitas negociações e renegociações sobre as metas e políticas a serem perseguidas podem diferir daquelas constantes na carta de intenções e não serem divulgadas publicamente (a não ser quando autorizadas pelo país que recebe o auxílio), tornando quase impossível verificar se uma política específica faz ou não parte do acordo com o Fundo. Como salienta Stiglitz (2002, cap. 8), transparência não faz parte das operações do FMI.

E ainda existem aqueles casos onde mesmo sem um acordo explícito com o Fundo, o país pode implementar políticas consideradas típicas do FMI. Nesses casos, apesar da implementação dessas políticas, segundo o critério aqui utilizado, o país é considerado como não pertencente ao grupo "programa" naquele período.

Portanto os resultados devem ser interpretados com cautela, pois podem estar contaminados por esses erros de medida.

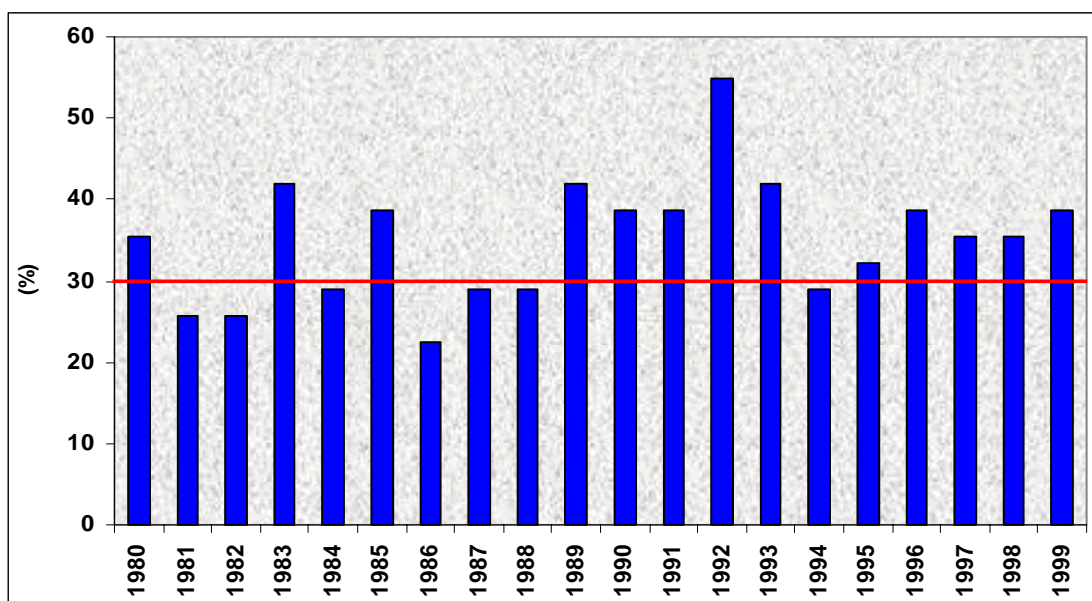
Para distinguir entre países pertencentes ao grupo "programa" e aqueles não pertencentes, criou-se uma variável "*dummy*" onde, em cada ano/país, foi vinculado o número um, se naquele ano o país foi considerado membro do grupo "programa" segundo o critério estabelecido acima, e zero, caso contrário. Cabe salientar que um mesmo país pode, em determinado ano, pertencer ao grupo "programa" e, em períodos posteriores, pertencer ao grupo "não-programa". Desse modo, trabalhou-se com um total de 620 informações para cada variável-alvo, distribuídas da seguinte forma: 279 referentes a países/anos pertencentes ao grupo "programa" e 341 referentes aos países/anos pertencentes ao grupo "não-programa", que formam o grupo de controle contra o qual os resultados serão comparados.

Antes de apresentar as equações a serem estimadas e seus resultados, vale a pena ressaltar algumas informações de caráter geral sobre o tempo de permanência e a quantidade de programas do FMI nos países da amostra.

O Gráfico 4.1 informa, em cada ano, o percentual de países da amostra que tinham créditos aprovados com o Fundo. No período, como um todo, teve-se uma média anual de

aproximadamente 35% dos países (ou seja, 10,9 países) com acordos aprovados, com o pico em 1992 quando 55% dos países encontravam-se naquela situação.

GRÁFICO 4.1 - Créditos aprovados pelo FMI - países participantes em relação ao total - 1980-1999.



Fonte: IMF (2000).

Percebe-se uma ligeira elevação da quantidade anual de países que recorreram ao Fundo nos anos 90, em relação à década anterior. Isto é refletido não somente por uma média maior de participação anual na década de 90 (38,4% contra 31,9% na década de 80), mas também pela observação de que, durante os anos 80, somente em quatro anos o número de participações superou os 30% (linha horizontal no gráfico), enquanto que, na década de 90, somente no ano de 1994 é que se observa uma participação inferior a 30% dos países que tiveram créditos aprovados<sup>94</sup>.

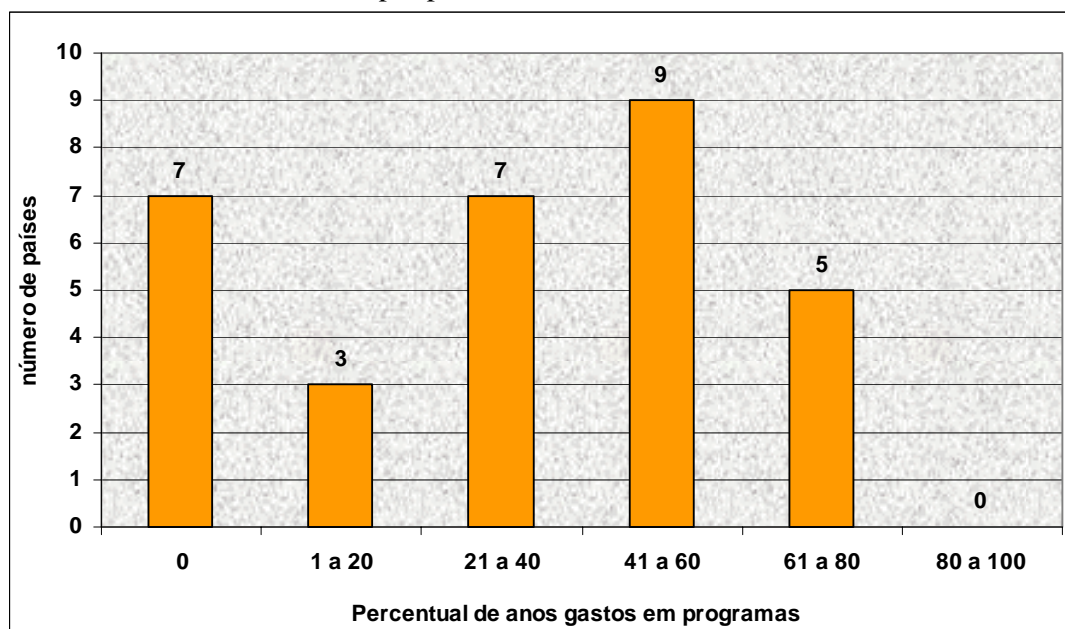
As informações contidas no gráfico 4.2 corroboram uma possível conjectura sobre a "cura" temporária dos países tratados. Do total de países, aproximadamente dois terços (21 países) estiveram vinte por cento ou mais do tempo sob "intervenção" do FMI, com a moda da

<sup>94</sup> Para ser mais específico, em 1994, 29% dos países tinham créditos aprovados com o FMI.

distribuição acontecendo entre 41% e 60% do tempo com créditos aprovados. Percebe-se uma tendência de continuidade da "parceria" entre o Fundo e os países por mais do que um período médio de três anos, prejudicando o caráter provisório dos pacotes de auxílio. De fato, dentre os países que tiveram créditos aprovados (24 no total) durante o período analisado, verifica-se que, em média, eles passaram cerca de nove anos (não necessariamente consecutivos) com linhas de crédito do FMI aprovadas.

Se a comparação do tempo de permanência é feita por subperíodo, constata-se que, na década de 80, os países despenderam, em média, 4,3 anos em programas do FMI. Na década de 90, esse número sobe para 5,7 anos<sup>95</sup>.

GRÁFICO 4.2 - Anos com créditos aprovados pelo FMI em relação ao período total da amostra: por país - 1980 a 1999



Fonte: IMF (2000).

<sup>95</sup> A média por subperíodo menor do que para o período como um todo é explicada pela presença de vários países (08 ao todo) que estiveram sob intervenção durante a passagem de uma década para outra.

Portanto parece inequívoca a sugestão de que, na amostra utilizada, existiu uma relação de dependência, os programas foram cada vez mais freqüentes (sobretudo nos anos 90) e os países despenderam mais tempo sob "intervenção" do Fundo.

#### 4.2 - Apresentação dos resultados

Tome-se a taxa de crescimento média do PIB durante o período como um exemplo. Considerando o critério acima para estabelecimento de um país "programa" ou "não-programa", tem-se que o crescimento médio do PIB no período foi de 5,32% (279 observações) para os anos/países que estavam sob um programa do Fundo; e 8,17% (341 observações) referentes aos países/anos que não estavam implementando um programa do FMI. Dada a diferença entre as duas taxas (2,85%), a questão que se busca responder é se essa diferença é devida às condições encontradas pelos países ou ao fato de terem participado de um programa do Fundo. No que se segue, várias simulações foram efetuadas, buscando isolar os efeitos que possam verdadeiramente ser atribuídos ao FMI.

A primeira e mais simples das simulações foi tentada estimando a equação abaixo por mínimos quadrados generalizados. Os resultados são apresentados na tabela 4.1<sup>96</sup>.

$$(\Delta Y)_{ij} = \alpha + \beta d_{ij} \quad (4.1)$$

Onde:

$(\Delta Y)_{ij}$  = variação percentual de cada variável-alvo do país  $i$  entre os anos  $j$  e  $j-1$ .

$d_{ij}$  = variável "dummy" que assume valor um para o país  $i$  no ano  $j$ , se ele estiver implementando um programa no período, ou implementou no período anterior; e zero, caso contrário.

O valor encontrado para o coeficiente  $\beta$  informará o efeito das políticas do FMI sobre a variável-alvo escolhida. O desempenho médio alcançado em cada variável-alvo pelos países não pertencentes ao programa será capturado pelo coeficiente  $\alpha$ , e o desempenho médio daqueles que implementaram um programa do Fundo será medido pela soma dos coeficientes  $\alpha$  e  $\beta$ , de modo que a diferença entre o desempenho dos dois grupos será atribuída ao "efeito FMI" e pode ser mensurado pelo parâmetro  $\beta$ <sup>97</sup>.

TABELA 4.1 - Efeitos dos programas do FMI - curto prazo

Variável dependente	$\alpha$	$\beta$
$\Delta\% BP$	-7,6433** (-3,5223)	10,2154** (2,5759)
$\Delta\% CONSUMO$	7,4681** (15,6635)	-1,7390** (-2,3464)
$\Delta\% PIB$	7,8067** (14,9297)	-2,0462** (-2,6114)
$\Delta\% FBKF$	7,9159** (10,0832)	-2,6481* (-2,1851)
$\Delta\% IPC$	16,1307** (53,4802)	10,5974** (29,9515)
$\Delta\% RESERVAS$	11,0945** (20,6695)	10,2644** (5,2005)
$\Delta\% TC$	-92,5833** (-30,6875)	76,8555** (23,9906)

**Notas:** as estimativas foram obtidas por mínimos quadrados generalizados. Números entre parênteses, abaixo dos coeficientes, são os valores da estatística-t computados usando a matriz de covariância de White.

(\*) Indica estatisticamente significativo a 10%.

(\*\*) Indica estatisticamente significativo a 5%.

De acordo com os resultados, tem-se, como efeitos positivos das políticas de estabilização do FMI, uma melhora no saldo em transações correntes, no nível de reservas e no balanço de pagamentos como um todo. Esses resultados são totalmente coerentes com um dos principais objetivos do Fundo: a rápida reversão dos problemas no balanço de pagamentos. Os sinais dos coeficientes são também coerentes com aqueles apresentados nos

<sup>96</sup> Os resultados completos para esta e todas as outras estimativas aqui utilizadas encontram-se no Anexo I.

<sup>97</sup> Cabe salientar que não se tem um grupo de controle como tradicionalmente usado. Ou seja, um grupo que jamais foi tratado. O que se tem, na verdade, são países que, em determinados momentos, estão sendo tratados e em outros não. Para os períodos nos quais os países não estiverem em tratamento, eles serão considerados o grupo de controle.

trabalhos de Donovan (1982), Gylfason (1987) e Khan (1990), o que sugere um resultado forte<sup>98</sup>.

Digna de nota é a grande magnitude do coeficiente ligado às transações correntes. O coeficiente extremamente elevado para as transações correntes (e possivelmente também para o BP nas próximas estimativas) é fruto das grandes variações ocorridas na variável durante a amostra. Como ela assume valores negativos e positivos, a alternância entre déficits e superávits (muito comum na amostra utilizada) implicou, em média, grandes variações percentuais tanto negativas como positivas, além de um grande desvio-padrão. Numa tentativa de suavizar tais variações calcularam-se os valores daquela variável como proporção do PIB. No entanto, as alterações nos coeficientes foram apenas marginais, visto que a transformação não foi suficiente para suavizar as variações na amostra. Como a tabela 4.2 demonstra, não há diferenças importantes entre médias, desvios-padrão, valores máximos e mínimos nas duas possibilidades.

TABELA 4.2 - Estatísticas descritivas conjuntas da amostra de países- 1980-99

<b>Estatísticas Descritivas</b>	<b>TC</b>	<b>TC/PIB</b>	<b>BP</b>	<b>BP/PIB</b>
Média	-257.8407	-252.3545	-113.1208	-112.7700
Mediana	1.298701	4.695851	7.355476	-0.002082
Máximo	8856.319	8690.816	8501.361	7284.114
Mínimo	-70684.62	-70323.86	-37941.77	-37150.30
Desvio-padrão	3575.819	3584.900	2225.721	2037.062
Nr. Observações	615	615	615	615
Cross sections	31	31	31	31

**Nota:** a razão BP/PIB e TC/PIB foi calculada com base no PIB nominal em moeda doméstica de cada país convertido em dólar pela cotação média anual da moeda local em relação ao dólar americano fornecida pelo IMF (2000).

Como resultados negativos<sup>99</sup>, têm-se os efeitos sobre o PIB, o consumo, a formação bruta de capital fixo e a inflação, todos com os coeficientes significativos a 10%.

<sup>98</sup> Exceção feita à variável reservas internacionais que não foi utilizada nos estudos citados.

<sup>99</sup> A não ser que esteja claro no contexto, as definições aqui adotadas de positivo e negativo não estão diretamente ligadas aos sinais dos coeficientes e, sim, ao seu impacto sobre a economia. Por exemplo, um sinal negativo para o coeficiente da mudança nos preços será aqui considerado como um efeito positivo para a economia.

Muito embora os trabalhos empíricos utilizando esta metodologia apresentem resultados mistos para o PIB (ver tabela 3.1), aqui parece existir uma forte evidência dos efeitos negativos das políticas do FMI no curto prazo. Isto também é corroborado pelo comportamento do consumo e do nível de investimentos.

Portanto no curto prazo (até um ano após a implementação do programa), os resultados sugerem uma queda no crescimento de variáveis importantes para as economias em geral e, em especial, para os países em desenvolvimento. Isto vai ao encontro do argumento dos críticos do FMI no que se refere ao uso preferencial de políticas contracionistas e centradas somente no lado da demanda.

Para complementar a análise e considerando o contra argumento do FMI de que suas políticas melhoram a alocação dos recursos e, portanto, terão efeitos positivos defasados que compensarão aqueles negativos do curto prazo, um outro teste foi implementado.

Visando a capturar essa possibilidade, construiu-se o grupo "programa" um pouco diferente e rodou-se a mesma regressão anterior. Na nova estrutura, procurou-se adicionar os efeitos de médio prazo, considerando que um país qualquer pertencerá ao grupo "programa" até o terceiro ano após um acordo de crédito aprovado. Por exemplo, se é observado algum país com créditos aprovados nos anos de 1988, 1989 e 1990, ele será considerado um país pertencente ao grupo "programa" durante os anos 88, 89, 90, 91, 92 e 93.

A tabela 4.3 mostra que não aconteceram mudanças nos sinais dos coeficientes, apesar de alterações em suas magnitudes e significâncias. A mais marcante foi aquela ocorrida na variável transações correntes, que reduziu significativamente, mostrando que talvez a melhora no seu desempenho não se sustente por muito tempo. Estatisticamente avaliando, pode-se sugerir que na amostra selecionada os programas do Fundo não tiveram impactos no médio prazo (positivos ou negativos) sobre o consumo e os investimentos<sup>100</sup>. Tampouco foram importantes para uma melhora sustentável no balanço de pagamentos como um todo.

Permanece, portanto, a evidência dos efeitos negativos no curto prazo não compensados por efeitos positivos no médio prazo.

---

<sup>100</sup> Com relação ao PIB, se a confiança das estimativas for flexibilizada para 90%, o efeito negativo das políticas do FMI continua no médio prazo.



TABELA 4.3 - Efeitos dos programas do FMI - médio prazo

Variável Dependente	MQG (médio prazo) <sup>2</sup>		MQG (curto prazo) <sup>1</sup>	
	$\alpha$	$\beta$	$\alpha$	$\beta$
$\Delta\% BP$	-7,6282** (-2,0170)	6,0998 (1,3664)	-7,6433** (-3,5223)	10,2154** (2,5759)
$\Delta\% CONSUMO$	7,1130** (13,6787)	-0,7797 (-1,0905)	7,4681** (15,6635)	-1,7390** (-2,3464)
$\Delta\% PIB$	7,6346** (12,9669)	-1,3355* (-1,7362)	7,8067** (14,9297)	-2,0462** (-2,6114)
$\Delta\% FBKF$	7,4858** (8,7168)	-1,4202 (-1,1970)	7,9159** (10,0832)	-2,6481* (-2,1851)
$\Delta\% IPC$	13,8301** (35,4734)	13,1304** (29,2759)	16,1307** (53,4802)	10,5974** (29,9515)
$\Delta\% RESERVAS$	11,3338** (21,3099)	7,6785** (4,5872)	11,0945** (20,6695)	10,2644** (5,2005)
$\Delta\% TC$	-44,7850** (-18,5752)	10,0333** (3,4017)	-92,5833** (-30,6875)	76,8555** (23,9906)

Notas: as estimativas foram obtidas por mínimos quadrados generalizados (MQG). Números entre parênteses, abaixo dos coeficientes, são os valores da estatística-t computados usando a matriz de covariância de White.

<sup>1</sup> Curto prazo refere-se a até um ano após o fim do acordo.

<sup>2</sup> Médio prazo refere-se a até três anos após o fim do acordo.

(\*) Indica estatisticamente significativo a 10%.

(\*\*) Indica estatisticamente significativo a 5%.

#### 4.2.1 - Diferenças em diferenças

Apesar do método de estimação acima ser sugerido por Goldstein e Montiel (1986), Khan (1990) e Haque e Khan (1998) como capaz de capturar os efeitos dos programas do FMI sobre as variáveis escolhidas, controlado pelo grupo "não-programa" (enfoque "*within-without*"), algumas deficiências podem ser apontadas. Primeiro, podem existir fatores que afetam ao longo do tempo tanto o grupo "tratado" (países que implementaram um programa) como aqueles do grupo de controle. Segundo, podem existir diferenças sistemáticas, não mensuradas, entre o grupo tratado e o grupo de controle (condições iniciais, por exemplo)<sup>101</sup>

<sup>101</sup> Basicamente, a literatura sobre o assunto sugere que as diferenças podem surgir principalmente porque está-se tratando de dois grupos distintos. Um que foi tratado e outro, de controle, que jamais foi tratado na amostra utilizada. No estudo aqui realizado, os grupos não podem ser assim definidos, pois a diferença entre o grupo tratado e o não tratado diz respeito apenas a um período específico da amostra, de modo que o mesmo país estará, ocasionalmente, inserido no grupo tratado em alguns anos e no grupo de controle em outros. Está-se trabalhando com dados de painel onde cada indivíduo é acompanhado ao longo do tempo e seu "*status*" pode mudar de um período a outro. Para detalhes, ver Meyer (1994) e (1989), Wooldridge (2001) e Dee (2002).

que não guardam relação com os programas do FMI em si. Os dois efeitos não são capturados pela equação 4.1. Ela consegue controlar apenas os choques externos que afetaram ambos os grupos de países. Então, atribuir as demais diferenças ao Fundo não está correto.

A sugestão<sup>102</sup>, para corrigir estes problemas, é criar novas "dummies" que capturem aqueles impactos. Formalmente:

$$\Delta Y_{ij} = \alpha + \beta_1 d_{ij}^{tempo} + \beta_2 d_{ij}^{pretra} + \beta_3 d_{ij}^{trata} \quad (4.2)$$

Onde:

$(\Delta Y)_{ij}$  = variação percentual de cada variável-alvo do país  $i$  entre o ano  $j$  e o ano  $j-1$ .

$d_{ij}^{tempo}$  = "dummy" de tempo que assume valor um para todos os países em um ano  $j$  específico (deve-se construir uma "dummy" para cada ano), independente de ser um país programa ou não; e zero para os demais anos.

$d_{ij}^{pretra}$  = "dummy" que assume valor um para cada país  $i$  no ano  $j$ , se este país implementará um programa no próximo período; e zero para os demais países/anos.

$d_{ij}^{trata}$  = "dummy" que assume valor um para cada país  $i$  no ano  $j$ , se ele estiver implementando um programa nesse ano ou implementou no ano anterior, ou nos três anos anteriores (conforme a avaliação ser de curto ou médio prazo); e zero para os demais países/anos.

A idéia básica do modelo é que  $\beta_1$  capture, por exemplo, a influência do tempo (ou mesmo um choque externo), que afetou ambos os grupos de países. Por outro lado, as diferenças não variáveis no tempo entre os dois grupos são capturadas pelo coeficiente  $\beta_2$ .

---

<sup>102</sup> Ver Meyer (1994) e (1989), Wooldridge (2001) e Dee (2002).

Especificamente, no estudo aqui realizado, é esperado que o coeficiente capture as diferenças iniciais entre os dois grupos que possam influenciar nos resultados futuros.

TABELA 4.4 - Diferenças em diferenças - equação 4.2

Estado	Valor esperado da variável estudada		Diferença
	Período		
	Tratamento	Pré-tratamento	
Grupo tratado	$\alpha + \beta_1 + \beta_3$	$\alpha + \beta_1 + \beta_2$	$\beta_3 - \beta_2$
Grupo de controle	$\alpha + \beta_1$	$\alpha + \beta_1$	--
Diferenças em diferenças	$\beta_3$	$\beta_2$	$\beta_3 - \beta_2$

Assim, buscou-se isolar no coeficiente  $\beta_3$  somente os efeitos que podem ser atribuídos às políticas do FMI. O esquema da tabela 4.4 deve deixar a idéia, por trás do método, mais clara.

A presença do coeficiente  $\beta_2$ , subtraindo o resultado das políticas, tem por objetivo descontar o desempenho dos países no ano que antecede o tratamento e que pode influenciar na avaliação final. Por exemplo, se o desempenho dos países que foram tratados era inferior ao dos demais antes da implementação de um programa (e a expectativa é que isso efetivamente tenha acontecido), esse pior desempenho pode implicar que, mesmo após o programa, os países tratados pelo FMI não consigam um desempenho semelhante àquele dos sadios, mas que possam superar sua situação inicial, indicando alguma eficiência das políticas do FMI<sup>103</sup>. Ou, ao contrário, mostrando que os países, em média, estiveram piores após um tratamento do que antes dele.

<sup>103</sup> Aqui cabe uma ressalva sobre a possibilidade do viés reportado no capítulo 3 (seção 3.6.3) e no Anexo E. Se a condição inicial mais frágil de um país é influenciada pela maior probabilidade (ou a certeza) de um auxílio do FMI, e leva o país a uma resposta mais frouxa aos problemas, implicando, assim, em um desempenho abaixo daquele que aconteceria, caso não existisse a possibilidade de ajuda do Fundo (perigo moral), os resultados positivos e negativos das políticas do Fundo estarão sendo super ou subdimensionados, dependendo do efeito e da variável-alvo estudada. Sem a possibilidade de auxílio, os países empreenderiam políticas mais responsáveis, o que ajudaria a melhorar as condições iniciais. Pode-se imaginar que ele seja reduzido à medida que o Fundo demonstre que a ajuda não é automática. Mas, exceto no caso argentino recentemente, a história não tem revelado esse comportamento do FMI.

Por outro lado, se ações prévias são exigidas pelo FMI, as condições iniciais podem ser afetadas pelas políticas da Instituição mesmo antes da aprovação dos créditos. Portanto esse tipo de viés é uma possibilidade real não passível de solução pela metodologia aqui utilizada.

Os resultados dessa nova metodologia são apresentados na tabela 4.5, que contempla os coeficientes estimados para o curto e médio prazos. Não há alterações nos sinais dos coeficientes (apenas em suas magnitudes) entre os dois períodos utilizados.

TABELA 4.5 - Efeitos de curto e médio prazos dos programas do FMI usando diferenças em diferenças

Variável dependente	MQG(curto prazo) <sup>1</sup>			MQG(médio prazo) <sup>2</sup>		
	$\beta_2$	$\beta_3$	$(\beta_3-\beta_2)^3$	$\beta_2$	$\beta_3$	$(\beta_3-\beta_2)^3$
$\Delta\%BP$	-182,4646** (-13,2409)	-14,0393 (-1,3170)	--	-179,7002** (-13,3865)	-1,4983 (-0,1393)	--
$\Delta\%CONSUMO$	-2,9468** (-2,4416)	-2,9402** (-4,4980)	0,0066 (2,29E-05)	-2,4576** (-2,0147)	-1,4187** (-2,2099)	1,0389 (0,5459)
$\Delta\%PIB$	-2,9220** (-2,3770)	-3,3042** (-4,5756)	-0,3756 (0,0688)	-2,3411* (-1,8699)	-2,0865** (-2,9443)	0,2546 (0,0283)
$\Delta\%FBKF$	0,5119 (0,2507)	-3,4591** (-2,8274)	--	0,8873 (0,4272)	-1,6388 (-1,3920)	--
$\Delta\%IPC$	0,7505 (0,1655)	6,7705** (4,2467)	--	-0,9446 (-0,2003)	7,0176** (3,8226)	--
$\Delta\%RESERVAS$	-16,9827** (-5,1199)	10,3784** (5,1964)	--	-18,6769** (-5,8366)	9,5311** (5,4195)	--
$\Delta\%TC$	-65,1353** (-4,9878)	18,4074* (1,7084)	--	-50,2620** (-4,0244)	-13,8569 (-1,3670)	--

Notas: as estimativas foram obtidas por mínimos quadrados generalizados (MQG). Os coeficientes das *dummies* de tempo foram omitidos para economizar espaço, mas estão disponíveis no Anexo I. Números entre parênteses, abaixo dos coeficientes, são os valores da estatística-t computados usando a matriz de covariância de White.

<sup>1</sup> Curto prazo refere-se a até um ano após o fim do acordo.

<sup>2</sup> Médio prazo refere-se a até três anos após o fim do acordo.

<sup>3</sup> O teste de Wald implementado assume como hipótese nula a igualdade entre os coeficientes. O número entre parênteses representa a estatística-F para o teste.

(\*) Indica estatisticamente significativo a 10%.

(\*\*) Indica estatisticamente significativo a 5%.

Como resultado geral e significativo estatisticamente a curto prazo, pode-se inferir que, com o novo enfoque, permanecem válidos os efeitos positivos sobre as reservas e o saldo em transações correntes. O resultado negativo sobre o saldo total no balanço de pagamentos não foi significativo. Sobre a inflação e a formação bruta de capital fixo, não foram indesejáveis. Já com relação ao consumo e o PIB, os coeficientes estimados com o novo modelo não apresentaram diferença estatística entre os períodos pré e durante o tratamento, indicando que as políticas do FMI não implicaram, em média, uma melhora (nem piora)

nessas variáveis em relação ao seu desempenho antes da implementação dos programas<sup>104</sup>. Mas o sinal negativo e estatisticamente significativo do coeficiente  $\beta_3$  para elas indica que, em média, o desempenho dos países que implementaram um programa foi inferior ao dos demais durante o programa (e até um ano após o seu término), muito embora essa diferença não possa ser creditada às políticas do FMI.

Os coeficientes, quando estudados isoladamente, buscam mensurar apenas as diferenças médias entre o desempenho dos dois grupos de países na situação em análise (antes ou durante o tratamento). Quando comparados,  $\beta_2$  e  $\beta_3$  dizem respeito especificamente à diferença no desempenho dos dois grupos (tratados e não tratados) entre o período de tratamento e o ano que o antecede. Assim, a inexistência de diferença entre  $\beta_2$  e  $\beta_3$  indica apenas que o desempenho dos países tratados não foi estatisticamente distinto entre os dois períodos, não implicando, necessariamente, ausência também de diferença entre os dois grupos de países.

Para o médio prazo, os resultados estatisticamente significativos mostram somente um efeito desejável sobre as reservas e indesejável sobre a inflação. Sobre o PIB e o consumo, os coeficientes não foram estatisticamente diferentes entre os períodos pré e durante os programas, e, portanto, permanecem válidos os comentários do parágrafo anterior, bem como a constatação de que o desempenho dos países do grupo "programa" tiveram um desempenho, em média, inferior ao dos países "não-programa" para essas variáveis.

Cabe ressaltar, por fim, que, apesar de sua insignificância estatística, há uma reversão do sinal do coeficiente das transações correntes no médio prazo, sugerindo, talvez, que a melhora conseguida não se sustente.

---

<sup>104</sup> Reportando à nota anterior e à possibilidade do viés ali descrito, e considerando o PIB, o consumo e a FBKF, pode-se esperar que a possibilidade de ajuda do Fundo tenderia a induzir os países a postergarem qualquer ajuste contracionista, levando o comportamento dessas variáveis a ser superior àquele que ocorreria na ausência de auxílio do FMI. Portanto os resultados apresentados na tabela 4.5 podem estar subdimensionando os efeitos positivos (ou superdimensionando os negativos) das políticas do FMI para estas variáveis. De modo que os efeitos reais seriam melhores do que os ali indicados.

Por outro lado, o comportamento das reservas, do balanço de pagamentos e do saldo em transações correntes, sob o mesmo argumento, seria melhor do que realmente foi, superdimensionando os resultados positivos (ou subdimensionando os negativos) do FMI naquelas variáveis, implicando que os verdadeiros efeitos das políticas do FMI podem ser menores do que aqueles mostrados na tabela 4.5.

Além disso, o resultado desejável e estatisticamente significativo para a variação no estoque de reservas, sem indicativos de efeitos sobre o saldo total do balanço de pagamentos pode parecer contraditório. Isto porque uma melhora no estoque de reservas deve ter como origem uma melhora nas transações correntes ou na entrada de capitais autônomos, ou em ambos, que será refletida no saldo total do balanço de pagamentos.

Mas a inconsistência é apenas aparente, visto que as operações do FMI, via de regra, envolvem a transferência de recursos ao país "parceiro" que são contabilizadas como capitais compensatórios. Portanto, abaixo da "linha" do que se considera como o saldo no balanço de pagamentos (transações correntes mais capitais autônomos). Assim, mesmo sem a melhora no saldo em transações correntes ou na entrada de capitais autônomos, o país pode apresentar uma elevação no estoque de reservas. E o teste estatístico captura exatamente essa possibilidade, indicando que o estoque de reservas foi influenciado pela entrada de recursos do FMI e não devido a uma melhora no balanço de pagamentos como um todo.

Diante dos números apresentados até agora, algumas conclusões são possíveis:

- a) Os resultados apresentados nas tabelas 4.5, 4.3 e 4.1, quando devidamente comparados, apresentaram grandes diferenças nas magnitudes dos coeficientes, muito embora seus sinais (e a maioria das significâncias estatísticas) tenham se mantido. Isto sugere que a equação 4.1 efetivamente não consegue separar, de maneira adequada, os efeitos das políticas do FMI daqueles que são atribuídos a outros fatores, devendo ser preterida. Ou seja, ela não é uma maneira eficiente de estimar o "*counterfactual*" na ausência do Fundo.
- b) Como resultado geral, verifica-se o comportamento desejável das reservas e indesejável da inflação, independente da análise concentrar-se no curto ou médio prazo (ou mesmo do modelo utilizado). Já os resultados sobre o PIB e o consumo foram afetados pela escolha do modelo. Com a equação 4.2 essas variáveis mostraram-se, em média, não afetadas pelas políticas do FMI, permanecendo a situação de desempenho negativo antes da implementação de um programa (comparativamente ao grupo de controle). Ou seja, se o FMI não pode ser acusado de prejudicar o crescimento, tampouco pode ser a ele atribuído o papel de incentivá-lo.

c) Quanto ao balanço de pagamentos, os números sugerem que não existiu, em média, durante os períodos de tratamento, diferenças entre os dois grupos de países, independente do modelo ou período de análise utilizada.

A combinação de efeitos positivos sobre as reservas, ausência de impactos sobre o PIB em relação ao período pré-programa, não-melhora na situação do balanço de pagamentos aliada à possibilidade de piora no saldo em transações correntes num lapso de tempo maior sugere que a eficiência dos programas do Fundo, para solucionar os problemas externos dos países, é bastante questionável (pelo menos para a amostra utilizada). O comportamento das reservas, como único resultado positivo que se manteve em todos os cenários sugeridos, deve-se, quase certo, ao ingresso dos recursos do FMI que aumentaram as disponibilidades de moeda estrangeira dos países e não a uma melhora nas expectativas (efeito catalisador do Fundo) que tenha favorecido o ingresso de capitais. Caso contrário, o efeito positivo no balanço de pagamentos como um todo teria aparecido.

#### 4.2.2 - Avaliação pós-tratamento

Apesar das conclusões anteriores, uma crítica adicional pode ser levantada em relação ao critério utilizado para distribuir os países nos grupos "programa" e "não programa". Problema que, entende-se, está presente na maioria dos trabalhos empíricos sobre o assunto.

As citações abaixo dão noção de como os grupos são geralmente selecionados<sup>105</sup>:

*"(...) analysis require observations for the variable in question both for the period before the program began and for the program period itself (...)"* (Donovan, 1982, p. 199).

*"In the estimation, the term "program country" refers to those country-year observation (315) in which programs were in effect (...)"* (Khan, 1990, p. 211).

---

<sup>105</sup> Os negritos foram adicionados.

*"The analysis was done for eight quarters **before and after the quarter in which the program was introduced.**" (Reichmann e Stillson, 1978, p.295).*

*"(...) to create the dummy variable  $d_i$  that captures the presence ( $d_i=1$ ) or absence ( $d_i=0$ ) of a Fund program, we **assigned a program to a given year if it was approved (by the Fund's Executive Board) during the first six months of that year.**" (Goldstein e Montiel, 1986, p. 330)<sup>106</sup>.*

Quando se compara os países que estão implementando um programa do FMI com aqueles que não estão, surge a possibilidade de viesar os resultados desfavoravelmente ao FMI. Pelo critério normalmente usado, o país é considerado pertencente ao grupo "programa" quando está efetivamente implementando um programa financiado pelo Fundo (eventualmente com a expansão do período como foi feito acima, dependendo de ser o objetivo avaliar as políticas no curto ou médio prazo). Só que esse período, em geral, será justamente aquele em que o país apresenta pior desempenho. Ou seja, ele coincide com os anos em que o país está "doente". Nesse sentido, está-se comparando o desempenho de países que estão doentes (em alguns casos, na UTI), com aqueles países teoricamente sadios. Portanto, é bem provável que o desempenho dos países sadios seja superior quando comparado ao desempenho dos países doentes.

O mais correto, assim conjectura-se, seria avaliar se o remédio prescrito foi eficiente para "curar" os países "enfermos". Ou seja, dever-se-ia comparar o desempenho, "após o tratamento", dos países que estavam doentes, com o desempenho daqueles que estavam (e estão) sadios. Isto dará uma melhor dimensão da eficácia dos remédios.

Para capturar essa possibilidade, alterou-se a metodologia (aqui chamada de **avaliação pós-tratamento**, em oposição à primeira) para estabelecer se um país pertence ou não ao grupo "programa". Para tanto, procedeu-se de duas maneiras diferentes.

---

<sup>106</sup> Percebam que já existe uma distinção entre o critério aqui usado e aquele normalmente utilizado. Os autores consideram que um programa estará em efeito somente após a retirada dos recursos. No estudo aqui realizado, por outro lado, um país é considerado membro do grupo em tratamento se ele teve créditos aprovados, utilizando-os ou não.



Na primeira, incluiu-se uma nova "dummy" de tratamento e alterou-se outra, em relação àquelas da equação 4.2. A "dummy" inserida representa o período pós-tratamento, compreendendo três anos após o fim do programa (aqui considerado como aquele onde existiam créditos aprovados, mesmo que não sacados). E a "dummy" que captura o período de tratamento propriamente dito foi alterada e agora representa apenas os anos nos quais o país estava implementando um programa. Por exemplo, se um determinado país teve créditos aprovados nos anos de 90 e 91, retorna-se o valor um para a "dummy" tratamento desse país nesses anos e, para a "dummy" pós-tratamento, retorna-se o valor um para os anos de 92, 93 e 94. Formalmente, a equação a ser estimada será:

$$\Delta Y_{ij} = \alpha + \psi_1 d_{ij}^{tempo} + \psi_2 d_{ij}^{pretra} + \psi_3 d_{ij}^{trata} + \psi_4 d_{ij}^{postrata} \quad (4.3)$$

Onde:

$(\Delta Y)_{ij}$  = variação percentual de cada variável-alvo do país  $i$  entre os anos  $j$  e  $j-1$ .

$d_{ij}^{tempo}$  = "dummy" de tempo que assume valor um para todos os países em um ano  $j$  específico (deve-se construir uma "dummy" para cada ano), independente de ser um país programa ou não; e zero para os demais anos.

$d_{ij}^{pretra}$  = "dummy" que assume valor um para cada país  $i$  no ano  $j$ , se este país implementará um programa no próximo período; e zero para os demais países/anos.

$d_{ij}^{trata}$  = "dummy" que assume valor um para cada país  $i$  no ano  $j$ , se ele estiver implementando um programa naquele ano; e zero para os demais países/anos.

$d_{ij}^{postrata}$  = "dummy" que assume valor um para cada país  $i$  no ano  $j$ , se ele implementou um programa em um dos três anos anteriores; e zero para os demais países/anos.

A tabela 4.6 torna a visualização e interpretação dos resultados de cada coeficiente mais fácil.

TABELA 4.6 - Diferenças em diferenças - equação 4.3

Estado	Valor esperado da variável estudada			Diferença Pós e pré	Dif. Pós e pré (e durante)
	Período				
	Pós-tratam.	Tratamento	Pré-tratam.		
Grupo tratado	$\alpha + \psi_1 + \psi_4$	$\alpha + \psi_1 + \psi_3$	$\alpha + \psi_1 + \psi_2$	$\psi_4 - \psi_2$	$\psi_4 - \psi_2 - \psi_3$
Grupo de controle	$\alpha + \psi_1$	$\alpha + \psi_1$	$\alpha + \psi_1$	--	--
<i>Diferenças em diferenças</i>	$\psi_4$	$\psi_3$	$\psi_2$	$\psi_4 - \psi_2$	$\psi_4 - \psi_2 - \psi_3$

O coeficiente  $\psi_4$  mede a diferença entre o desempenho, após o tratamento, dos países que foram tratados e aqueles considerados "sadios", controlando para diferenças ocorridas em função do tempo. O sinal desse coeficiente poderia representar uma medida de "eficiência" dos programas do Fundo. No entanto, para levar em conta a possibilidade de que as condições iniciais (antes do tratamento) possam influenciar no resultado, o efeito líquido do FMI pode ser medido pela diferença entre  $\psi_4$  e  $\psi_2$ . O modelo consegue ainda capturar diferenças entre os períodos de tratamento efetivo com aqueles que o precederam ( $\psi_3 - \psi_2$ ). Portanto ele fornece informações sobre qual foi o comportamento médio das variáveis em estudo para os dois grupos antes, durante e após um tratamento com o receituário do FMI.

No segundo procedimento, considerou-se um país como parte do grupo "programa" até três anos após o último crédito aprovado, eliminando as observações dos países/anos onde o programa estava efetivamente em vigor. Além disso, partindo do pressuposto de que, às vésperas de entrar em um programa do FMI (um ano antes de um acordo), o desempenho do país também estava sendo influenciado pela sua saúde debilitada, eliminou-se aquela informação. Ainda que o paciente não esteja na UTI, colocá-lo junto com os sadios pode contaminar o desempenho médio destes. Portanto o período imediatamente anterior ao início de um programa foi também excluído da amostra. Essa exclusão pretende reduzir o viés ocasionado pelas condições iniciais que afetarão o desempenho futuro do país<sup>107</sup>.

Assim, se um determinado país teve créditos aprovados junto ao FMI nos anos de 1990 e 1991, as observações referentes aos anos de 92, 93 e 94 serão rotuladas com a "dummy" igual à unidade. Já as observações referentes aos anos de 89, 90 e 91 serão excluídas

<sup>107</sup> Com isso buscou-se, é claro que estatisticamente de uma maneira menos elegante do que aquela executada anteriormente, contornar algumas das deficiências apontadas no enfoque "within-without".

da amostra, de modo que se estarão comparando países que não foram ao Fundo em um período qualquer e nem nos três anos anteriores (grupo de controle), com aqueles que, embora não estejam atualmente sob intervenção do FMI, o fizeram nos últimos três anos e estariam, em tese, sob o efeito dos medicamentos prescritos por aquela Instituição. Com isso, a amostra reduziu-se a 340 observações, sendo 84 referentes a países/anos "programa" e 256 a "não-programa".

O novo modelo a ser estimado é uma variação da equação 4.2. Formalmente:

$$\Delta Y_{ij} = \alpha + \delta_1 d_{ij}^{tempo} + \delta_2 d_{ij}^{pos\_trata} \quad (4.4)$$

Onde:

$(\Delta Y)_{ij}$  = variação percentual de cada variável-alvo do país  $i$  entre os anos  $j$  e  $j-1$ .

$d_{ij}^{tempo}$  = "dummy" de tempo que assume valor um para todos os países em um ano  $j$  específico (deve-se construir uma "dummy" para cada ano), independente de ser um país programa ou não; e zero para os demais anos.

$d_{ij}^{pos\_trata}$  = "dummy" que assume valor um para cada país  $i$  no ano  $j$ , se ele implementou um programa em um dos três anos anteriores; e zero para os demais países/anos.

Lembrando que, agora, as informações referentes aos anos onde efetivamente um programa estava sendo implementado e o ano anterior ao início do programa foram excluídas para os países que estavam em tratamento. Assim, do coeficiente  $\delta_2$  é esperado medir os mesmos efeitos que o coeficiente  $\psi_4$ .

### 4.2.2.1 - Resultados da equação 4.3

Na tabela 4.7, também são inseridos os resultados alcançados com a equação 4.2 para uma observação comparativa. Vale notar que os coeficientes  $\psi_4$  e  $\beta_3$  não são diretamente comparáveis, pois representam medidas distintas. O primeiro captura somente o desempenho dos países após o tratamento com as políticas do Fundo. Ou seja, é esperado que capture o desempenho dos países que estavam doentes depois que ficaram "curados", comparativamente àqueles que estavam sadios<sup>108</sup>.

Muito embora a "cura" mencionada seja apenas relativa, pois invariavelmente os países da amostra que recorreram ao Fundo uma vez, sempre retornaram. Talvez porque a "doença" não ficou totalmente curada, ou mesmo porque novas "epidemias" apareceram.

TABELA 4.7 - Efeitos dos programas do FMI - médio prazo - diferenças em diferenças

Variável Dependente	MQG (equação 4.3)					MQG (eq. 4.2)	
	$\psi_2$	$\psi_3$	$\psi_4$	$(\psi_4 - \psi_2)^1$	$(\psi_4 - \psi_3)^1$	$\beta_2$	$\beta_3$
$\Delta\% BP$	-194,597** (-13,0539)	-11,9602 (-0,9731)	20,0006 (1,5148)	--	--	-179,7002** (-13,3865)	-1,4983 (-0,1393)
$\Delta\% CONSUMO$	-5,2661** (-4,0238)	-4,1950** (-5,4528)	3,2628** (3,7176)	8,5289** (23,376)	7,4578** (53,8776)	-2,4576** (-2,0147)	-1,4187** (-2,2099)
$\Delta\% PIB$	-5,4213** (-4,0674)	-4,6169** (-5,4939)	2,7214** (2,8348)	8,1427** (18,2077)	7,3383** (42,1712)	-2,3411* (-1,8699)	-2,0865** (-2,9443)
$\Delta\% FBKF$	-2,4795 (-1,0848)	-4,5645** (-3,2408)	3,6755** (2,1236)	6,155* (3,3655)	8,24** (17,2582)	-3,4591** (-2,8274)	0,8873 (0,4272)
$\Delta\% IPC$	0,5238 (0,0938)	8,0968** (4,6362)	4,9713 (1,5980)	--	--	-0,9446 (-0,2003)	7,0176** (3,8226)
$\Delta\% RESERVAS$	-15,6443** (-4,8040)	12,2773** (5,2286)	4,7256** (2,1020)	--	--	-18,6769** (-5,8366)	9,5311** (5,4195)
$\Delta\% TC$	63,2285** (2,8686)	49,0498** (4,9447)	-166,655** (-6,8870)	--	--	-50,2620** (-4,0244)	-13,8569 (-1,3670)

Notas: as estimativas foram obtidas por mínimos quadrados generalizados (MQG). Os coeficientes das *dummies* de tempo foram omitidos para economizar espaço, mas estão disponíveis no Anexo I. Números entre parênteses, abaixo dos coeficientes, são os valores da estatística-t computados usando a matriz de covariância de White.

<sup>1</sup> O teste de Wald implementado assume, como hipótese nula, a igualdade entre os coeficientes. O número entre parênteses representa a estatística-F para o teste.

(\*) Indica estatisticamente significativo a 10%.

(\*\*) Indica estatisticamente significativo a 5%.

<sup>108</sup> Estar sadio aqui significa não ter créditos aprovados pelo Fundo nos três anos anteriores.

Já o segundo leva em conta também os anos em que o paciente estava sendo tratado. Portanto se o objetivo é verificar o desempenho dos países tratados durante os períodos de tratamento e após ele como um só conjunto, o correto seria analisar o coeficiente  $\beta_3$ , ou a soma de  $\psi_3$  e  $\psi_4$ .

Comparando os resultados estimados pela equação 4.3 àqueles apresentados na tabela 4.5 (aqui replicados para facilidade de visualização), diferenças importantes emergem alterando, inclusive, as conclusões que eram baseadas naquela tabela. Em termos gerais, podem-se apontar as seguintes observações sobre os efeitos do FMI:

**a) Desejáveis:** como fato comum independente do cenário ou metodologia utilizada, o desempenho das reservas foi favorável (pelos motivos já discutidos anteriormente). As grandes mudanças aconteceram nos resultados sobre o consumo, o investimento e o PIB.

Avaliando, após o tratamento, o desempenho dos países tratados com aqueles não tratados, em média, o comportamento daqueles foi superior (coeficiente  $\psi_4$ ) . O que causa surpresa é que, mesmo durante os anos em que as políticas estavam sendo implementadas, apesar do sinal negativo dos coeficientes  $\psi_3$  para o PIB, o investimento e o consumo, eles são menores (desconsiderando o sinal) do que aqueles do período imediatamente anterior ao programa. Isto significa que, em média, mesmo durante o programa, uma pequena melhora já foi observada. Contudo essa conclusão deve ser cercada de cautela, visto que, pelo teste de Wald conduzido para as três equações (Anexo I), não se é capaz de rejeitar a hipótese nula de igualdade entre  $\psi_2$  e  $\psi_3$ .

Então, os resultados anteriormente negativos (ou nulos) referentes às variáveis PIB, consumo e formação bruta de capital fixo são revertidos e com os coeficientes significativos ao nível de 5%. O que sugere que a conjectura a respeito da metodologia anterior sobrestimar os efeitos negativos dos programas do FMI estava correta. Assim, as estimativas indicam que as políticas adotadas pelo Fundo, em média, não implicaram contração do produto, do consumo e da formação bruta de capital fixo. Ao contrário, após o "tratamento", os países conseguiram um desempenho superior àquele dos países considerados sadios, bem como ao próprio desempenho durante o programa e no ano que o antecedeu.

**b) Indesejáveis:** a tendência de piora nas transações correntes, à medida que um lapso de tempo maior passa, é confirmada, mostrando que o resultado alcançado no curto prazo não consegue sustentar-se no médio prazo.

Com efeito, a posição externa dos países tratados pode tornar-se frágil, necessitando novamente da terapia do Fundo. Este resultado parece coerente com a figura 2.5 (capítulo 2) e com o gráfico 4.2 onde são mostrados que uma vez implementado um programa de ajuste do FMI, os países não conseguem, em sua grande maioria, deixar de ir ao Fundo novamente, parecendo existir uma relação de "dependência" àquela instituição. Isto vai de encontro ao caráter temporário que deveriam ter as operações do Fundo. Além disso, nessa situação, a eficiência dos programas para corrigir os problemas externos fica prejudicada. Eles parecem funcionar somente como um paliativo, resolvendo a situação externa apenas temporariamente, visto que não há indicativos de uma melhora no balanço de pagamentos como um todo, pelo menos na amostra utilizada.

#### 4.2.2.2 - Resultados da equação 4.4

Os coeficientes estimados da equação 4.4 são apresentados na tabela 4.8. Também são mostrados aqueles estimados pela equação 4.3 para uma tentativa de comparação.

TABELA 4.8 - Efeitos dos programas do FMI - médio prazo - diferenças em diferenças

Variável Dependente	MQG (equação 4.4)		MQG (equação 4.3)		
	$\alpha$	$\delta_2$	$\Psi_2$	$\Psi_3$	$\Psi_4$
$\Delta\% BP$	55,1006** (11,4200)	-19,4546* (-1,7760)	-194,597** (-13,0539)	-11,9602 (-0,9731)	20,0006 (1,5148)
$\Delta\% CONSUMO$	22,5421** (9,2729)	4,7524** (6,6869)	-5,2661** (-4,0238)	-4,1950** (-5,4528)	3,2628** (3,7176)
$\Delta\% PIB$	27,3669** (12,8555)	3,9806** (5,2699)	-5,4213** (-4,0674)	-4,6169** (-5,4939)	2,7214** (2,8348)
$\Delta\% FBKF$	32,6616** (7,5631)	4,1960** (2,3719)	-2,4795 (-1,0848)	-4,5645** (-3,2408)	3,6755** (2,1236)
$\Delta\% IPC$	22,9792** (19,5547)	9,5937** (11,8974)	0,5238 (0,0938)	8,0968** (4,6362)	4,9713 (1,5980)
$\Delta\% RESERVAS$	22,4722** (6,8423)	1,8819 (0,9760)	-15,6443** (-4,8040)	12,2773** (5,2286)	4,7256** (2,1020)

$\Delta\%TC$	-79,0919* (-1,8611)	-127,7273** (-4,6246)	63,2285** (2,8685)	49,0498** (4,9447)	-166,655** (-6,8870)
--------------	------------------------	--------------------------	-----------------------	-----------------------	-------------------------

**Notas:** as estimativas foram obtidas por mínimos quadrados generalizados (MQG). Os coeficientes das *dummies* de tempo foram omitidos para economizar espaço, mas estão disponíveis no Anexo I. Números entre parênteses, abaixo dos coeficientes, são os valores da estatística-t computados usando a matriz de covariância de White.

(\*) Indica estatisticamente significativo a 10%.

(\*\*) Indica estatisticamente significativo a 5%.

Analisando os resultados gerais dos coeficientes  $\psi_4$  e  $\delta_2$ , percebe-se que, à exceção do coeficiente relativo ao balanço de pagamentos, todos mantiveram o mesmo sinal nas duas estimativas<sup>109</sup>. Portanto as mesmas conclusões qualitativas da seção anterior serão válidas aqui. Mas as estimativas conseguidas com a equação 4.3 devem ser preferidas por basearem-se em um modelo mais rico.

#### 4.2.3 - Divisão dos Períodos

Adicionalmente, uma outra estrutura de dados foi tentada para atender a um duplo objetivo:

a) O primeiro era tentar capturar alterações nas políticas do Fundo<sup>110</sup>. Como observado no capítulo 2, há uma clara mudança no tom das críticas ao FMI, à medida que se desloca no tempo, da década de 80 para os anos 90. Na década da crise da dívida dos países em desenvolvimento, a principal "reclamação" dos críticos ao desempenho do FMI referia-se às suas políticas centradas em um ajuste sobre a demanda (de curto prazo), penalizando o crescimento das economias dos países em desenvolvimento.

Nos anos 90, mais precisamente após a crise mexicana na primeira metade da década, as "reclamações" mudaram um pouco de tom, com os críticos concentrando seu arsenal nas questões do "perigo moral" e da intromissão do Fundo nas Instituições dos países em

<sup>109</sup> Muito embora os resultados para o balanço de pagamentos não possuam significância estatística no nível de 95% de confiança.

<sup>110</sup> Na dificuldade de analisar especificamente as políticas, optou-se por avaliar seus resultados, partindo da hipótese de que, se aconteceram mudanças no comportamento das variáveis entre os dois períodos, elas podem ser creditadas a uma eventual alteração no teor das políticas.

desenvolvimento democraticamente constituídas. Nesta última, o foco das críticas foi sobre as exigências do Fundo quanto às reformas estruturais que, necessárias ou não, deveriam ser deixadas para que a democracia doméstica cuidasse de implementá-las. Além disso, esperava-se que, de alguma forma, o Fundo tivesse assimilado as críticas dos anos 80 e promovesse alterações no seu receituário que viessem a corrigir os efeitos negativos que, em tese, ele provocava.

**b)** O segundo objetivo é adequar a estrutura dos dados àquela que é reportada pelos autores quando do uso de "*difference-in-difference*"<sup>111</sup>. Nessa estrutura, o grupo utilizado como controle efetivamente não é tratado em nenhum período da amostra, constituindo-se, de fato, um grupo não afetado pelo tratamento. Nas estimativas feitas até agora, não era possível tal estrutura, visto que os países mudavam seu "status" frequentemente durante a amostra. Então, precisava-se de um espaço de tempo onde pelo menos alguns dos países da amostra não tivessem sido tratados.

Assim, buscando atender ao duplo objetivo, dividiu-se a amostra em dois subperíodos, a década de 80 e a década de 90, e estimou-se uma variante da equação 4.3 separadamente para cada subperíodo. Se aconteceram alterações significativas nos resultados dos países tratados entre os dois períodos, pode-se interpretá-las como mudanças no teor das políticas do Fundo.

Com a nova estrutura, o número de observações foi reduzido. Para cada subperíodo, conta-se agora com 310 observações para cada variável (31 países e 10 observações por país). Além disso, para a década de 80, onze países da amostra (África do Sul, Arábia Saudita, Botsuana, Indonésia, Israel, Jordânia, Kuwait, Malásia, Paraguai, Singapura e Venezuela) não tiveram créditos aprovados pelo Fundo em nenhum momento<sup>112</sup>. Portanto, 110 observações referem-se aos países do grupo de controle e 200 do grupo tratado.

---

<sup>111</sup> Ver Anexo E para uma pequena descrição, ainda que pouco formal, sobre o funcionamento da metodologia.

<sup>112</sup> Aqui cabe uma pequena ressalva quanto à situação de três países. A Venezuela teve recursos aprovados em 1989 no montante de 3.703 milhões de Direitos Especiais de Saque (DES), no entanto sacou apenas 447 milhões. A Jordânia, em 1989, teve créditos aprovados no valor de 60 milhões de DES, mas sacou somente 27 milhões. E, por último, a África do Sul teve, em 1982, créditos aprovados no montante de 364 milhões de DES, mas retirou apenas 159 milhões. Assim, mesmo tendo créditos aprovados, eles foram excluídos do grupo tratado na década, tendo em vista que os créditos foram aprovados no final da década (Jordânia e Venezuela), ter acontecido apenas durante um ano e as retiradas não se concretizaram plenamente (ou por desistência ou por não necessidade).



Já para a década de 90, tem-se 10 países (África do Sul, Botsuana, Arábia Saudita, Chile, Israel, Kuwait, Malásia, Ilhas Maurício, Paraguai e Singapura) que não tiveram créditos aprovados pelo FMI, perfazendo um total de 100 observações para o grupo de controle e 210 para o grupo tratado.

A equação a ser estimada será:

$$\Delta Y_{ij} = \alpha + \gamma_1 d_{ij}^{tempo} + \gamma_2 d_{ij}^{pais\_trata} + \gamma_3 d_{ij}^{pretra} + \gamma_4 d_{ij}^{trata} + \gamma_5 d_{ij}^{postrata} \quad (4.5)$$

Onde:

$(\Delta Y)_{ij}$  = variação percentual de cada variável-alvo do país  $i$  entre os anos  $j$  e  $j-1$ .

$d_{ij}^{tempo}$  = "dummy" de tempo que assume valor um para todos os países em um ano  $j$  específico (deve-se construir uma "dummy" para cada ano), independente de ser um país programa ou não; e zero para os demais anos.

$d_{ij}^{pais\_trata}$  = "dummy" que assume valor um para cada país  $i$ , em todos os anos, se ele implementou um programa em algum período da década estudada; e zero para os demais países/anos. É uma "dummy" específica para países tratados.

$d_{ij}^{pretra}$  = "dummy" que assume valor um para cada país  $i$  no ano  $j$ , se este país implementar um programa no próximo período; e zero para os demais países/anos.

$d_{ij}^{trata}$  = "dummy" que assume valor um para cada país  $i$  no ano  $j$ , se ele estiver implementando um programa naquele ano; e zero para os demais países/anos.

$d_{ij}^{postrata}$  = "dummy" que assume valor um para cada país  $i$  no ano  $j$ , se ele implementou um programa em um dos três anos anteriores; e zero para os demais países/anos.

A tabela abaixo busca uma melhor visualização da interpretação dos coeficientes.

TABELA 4.9 - Diferenças em diferenças - equação 4.5

Estado	Valor esperado da variável estudada			Diferença Pós e pré	Dif. Pós e pré (e durante)
	Período				
	Pós-tratam.	Tratamento	Pré-tratam.		
Grupo tratado	$\alpha + \gamma_1 + \gamma_2 + \gamma_5$	$\alpha + \gamma_1 + \gamma_2 + \gamma_4$	$\alpha + \gamma_1 + \gamma_2 + \gamma_3$	$\gamma_5 - \gamma_3$	$\gamma_5 - \gamma_3 - \gamma_4$
Grupo de controle	$\alpha + \gamma_1$	$\alpha + \gamma_1$	$\alpha + \gamma_1$	--	--
<i>Diferenças em diferenças</i>	$\gamma_2 + \gamma_5$	$\gamma_2 + \gamma_4$	$\gamma_2 + \gamma_3$	$\gamma_5 - \gamma_3$	$\gamma_5 - \gamma_3 - \gamma_4$

A diferença para a equação 4.3 é que se inseriu uma "dummy" específica para os países tratados que estará "ligada" durante todo o período da amostra, mas somente para aqueles países que foram ao Fundo pelo menos uma vez durante a década. Como sugerido por Meyer (1994) e Wooldridge (2001), o coeficiente  $\gamma_2$  mede as diferenças invariantes no tempo entre os dois grupos. De outro modo, "(it) captures possible differences between the treatment and control groups before the policy change occurs" (Wooldridge, 2001, p. 130).

TABELA 4.10 - Efeitos dos programas do FMI - médio prazo

Variável Dependente	MQG - Década de 80				MQG - Década de 90			
	$\gamma_2$	$\gamma_3$	$\gamma_4$	$\gamma_5$	$\gamma_2$	$\gamma_3$	$\gamma_4$	$\gamma_5$
$\Delta\% BP$	-95,961** (-4,3363)	-170,02** (-7,718)	79,27** (3,2330)	108,659** (4,6833)	7,0195 (0,431)	-71,67** (-2,778)	-4,7291 (-0,270)	27,985 (1,5249)
$\Delta\% CONSUMO$	3,1912* (1,9023)	-6,481** (-5,494)	-8,611** (-5,572)	3,2982** (2,2265)	1,453* (1,747)	-5,340** (-3,126)	-2,412* (-2,351)	1,0934 (1,1168)
$\Delta\% PIB$	4,1830** (2,3254)	-7,406** (-5,559)	-8,166** (-4,809)	2,8851* (1,8027)	2,627** (2,995)	-4,918** (-3,331)	-3,555** (-3,381)	-0,6585 (-0,7005)
$\Delta\% FBKF$	10,0186** (3,5770)	-7,676** (-3,219)	-16,23** (-5,707)	2,7582 (0,9903)	5,928** (3,023)	-2,4072 (-0,839)	-4,531** (-2,018)	-5,603** (-2,4565)
$\Delta\% IPC$	12,006 (0,9717)	0,5616 (0,0548)	4,5094 (0,3565)	-7,6486 (-0,6061)	8,6506 (0,7969)	-9,8705 (-1,481)	2,0358 (0,1794)	9,0742 (1,0073)
$\Delta\% RESERVAS$	-2,6836 (-0,6912)	-23,08** (-5,365)	9,9088* (1,9083)	8,1502* (1,7677)	1,5205 (1,003)	-3,1891 (-0,785)	18,911** (8,3269)	-2,9673 (-1,5327)
$\Delta\% TC$	-179,38** (-6,576)	124,33** (3,511)	161,28** (7,0213)	-143,22** (-2,638)	-20,829 (-1,040)	235,57** (13,804)	76,422** (9,0487)	-219,22** (-12,400)

**Notas:** as estimativas foram obtidas por mínimos quadrados generalizados (MQG). Os coeficientes das dummies de tempo foram omitidos para economizar espaço, mas estão disponíveis no Anexo I. Números entre parênteses, abaixo dos coeficientes, são os valores da estatística-t computados usando a matriz de covariância de White.

(\*) Indica estatisticamente significativo a 10%.

(\*\*) Indica estatisticamente significativo a 5%.

Já os coeficientes  $\gamma_3$ ,  $\gamma_4$ , e  $\gamma_5$  representam os resultados das interações entre o fato do país pertencer ao grupo tratado e estar nos períodos pré, durante e pós-tratamento,

respectivamente. A diferença entre eles (dependendo da combinação) captura o "verdadeiro" efeito causal do tratamento sobre o grupo tratado, controlando para diferenças que dependem do tempo ou de características específicas do grupo tratado. (Meyer, 1994).

Observando a tabela 4.10 e comparando os coeficientes entre os dois subperíodos, as seguintes observações são possíveis:

*i)* Avaliando os impactos pós-tratamento (coeficiente  $\gamma_5$ ) percebe-se que os sinais dos coeficientes para o balanço de pagamentos, as transações correntes e o consumo não mudaram de um subperíodo a outro, muito embora somente aquele vinculado às transações correntes tenha sido estatisticamente significativo para a década de 90.

Interessante, talvez, tenha sido que apesar dos efeitos negativos durante o tratamento (coeficiente  $\gamma_4$ ), os impactos de médio prazo sobre o consumo e o PIB durante a década de 80 foram positivos e estatisticamente significativos. O que representa uma ressalva ao tom das críticas ao caráter contracionista das políticas do FMI, sobretudo nos anos 80. Ou seja, os efeitos deletérios de curto prazo sobre o produto foram revertidos quando decorrido um lapso de tempo maior. Já para a década de 90, os efeitos negativos de curto prazo não foram compensados após o tratamento.

*ii)* Quanto à formação bruta de capital fixo, os efeitos negativos de curto prazo são estatisticamente significativos e qualitativamente os mesmos para os dois subperíodos. No entanto, ao contrário do que aconteceu na década de 80, onde não há diferenças estatísticas entre os dois grupos após o tratamento, para os anos 90 os efeitos negativos são aprofundados no médio prazo.

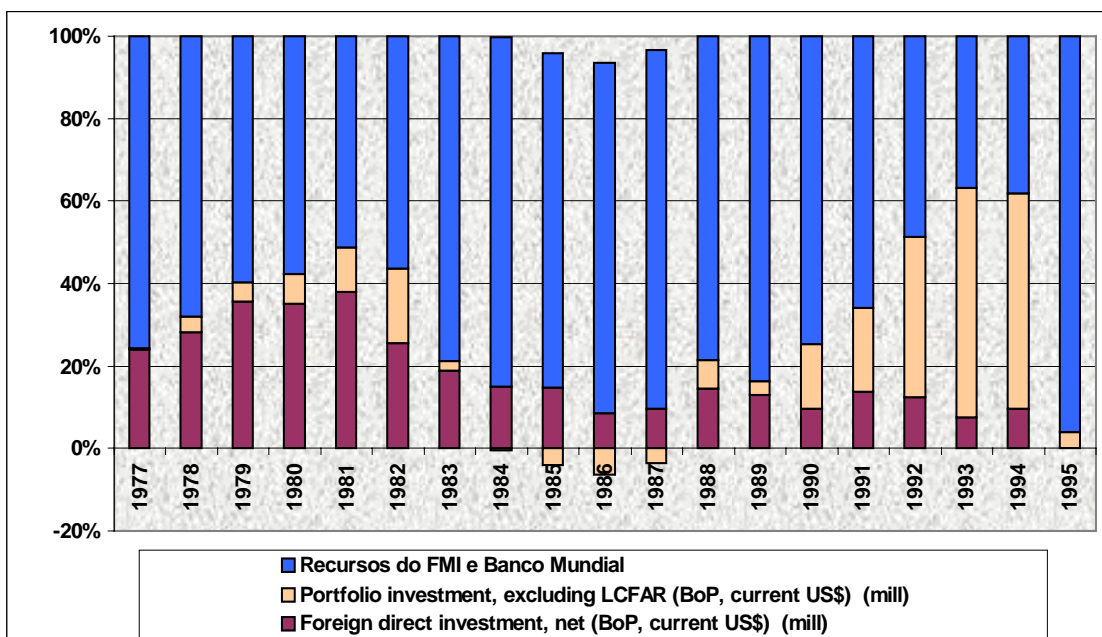
*iii)* O balanço de pagamentos mostrou-se não afetado pelas políticas do FMI nos anos 90, sugerindo que o comportamento médio da variável nos dois grupos não foi diferente. Nos anos 80, ao contrário, os efeitos positivos encontrados indicam que as políticas do FMI foram importantes para superar o problema externo naquele momento.

Importante também de ser realçado é o comportamento das transações correntes. Tanto na década de 80 como na de 90, os efeitos no médio prazo (após o tratamento) foram

negativos<sup>113</sup>, corroborando as afirmações anteriores de que o Fundo não resolve definitivamente os problemas. As políticas servem apenas como um paliativo, pois a piora nas transações correntes tende a enfraquecer a posição externa dos países.

Então, a união dos efeitos negativos para o saldo em transações correntes e os positivos para o balanço de pagamentos como um todo, pode sugerir que na década de 80 o efeito "catalisador" do FMI esteve presente, na medida em que impulsionou a entrada de capitais ditos "autônomos". Mas algum cuidado deve ser colocado nessa conclusão, pois, sabidamente, a década de 80 presenciou uma reversão dos capitais privados para a América Latina (e demais países em desenvolvimento). O resultado encontrado pode estar espelhando, tão somente, o aumento dos recursos oficiais de outras fontes, além do FMI, destinados aos países latino-americanos que, como salientado por Stiglitz (2002, cap. 2), têm estado cada vez mais contingenciados ao selo de aprovação do Fundo.

GRÁFICO 4.3 - Recursos privados e de agências multilaterais para a América Latina - 1977-1994 - em participação percentual de cada fonte.



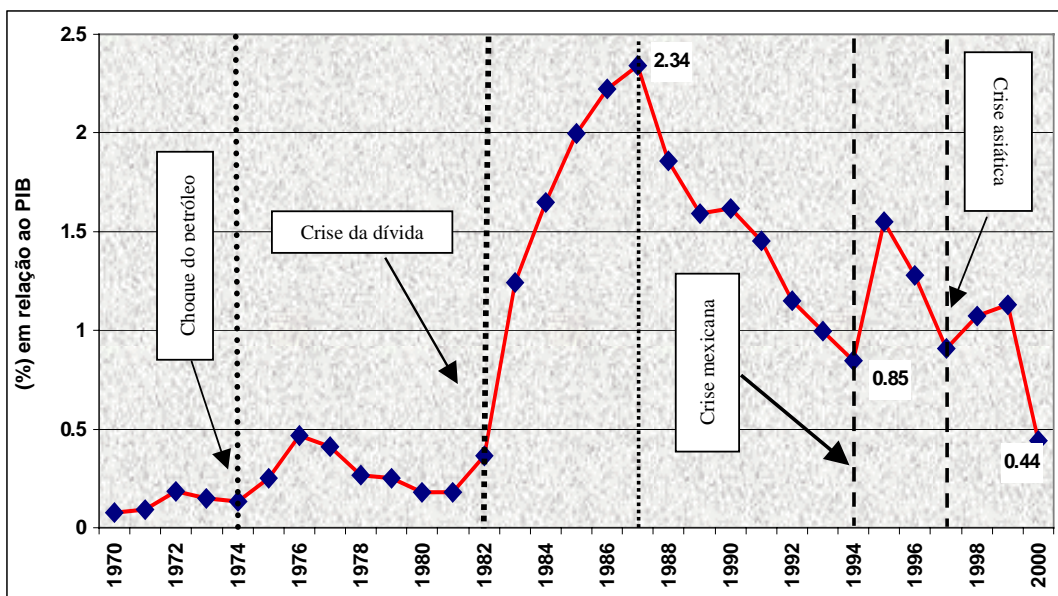
Fonte: Banco Mundial (2002)

<sup>113</sup> Muito embora, durante o tratamento, o efeito tenha sido positivo.

De fato, existiu um fluxo de capitais privados aos países em desenvolvimento até 1982, cessando essa tendência quando os países entraram em crise, implicando retiradas líquidas entre 1982 e 1989; com os fluxos privados retomando suas transferências aos países em desenvolvimento somente no início da década seguinte, revelando seu caráter pró-cíclico, com superoferta de recursos em épocas de prosperidade e escassez em momentos de turbulência (Stiglitz, 2002 e Rodrik, 1995).

Ao mesmo tempo em que a fonte de recursos privados tornava-se cada vez mais rara, os empréstimos multilaterais exerceram um importante papel estabilizador naquela década (Rodrik, 1995). O gráfico 4.3 contempla essa conclusão. Comparando os fluxos de investimentos diretos, de portfolio, os recursos do FMI e do Banco Mundial, no final da década de 70 havia uma tendência de maior participação dos fluxos privados e queda naqueles das instituições multilaterais. Comportamento que muda de direção, após 1981, com o aprofundamento da crise dos países devedores, implicando uma redução no fluxo de investimentos diretos e a ocorrência de saldos negativos dos investimentos em portfolio no período de 1984 a 1987. Somente no final da década de 80 e início dos anos 90, é que a participação dos recursos do FMI e do Banco Mundial começam a declinar.

GRÁFICO 4.4 - Participação percentual dos recursos do FMI em relação ao PIB - 1970-2000<sup>(a)</sup>



Fonte: Banco Mundial (2002)

Nota: (a) Os valores representam o conjunto dos 31 países usados na amostra.

A participação do FMI nas economias dos 31 países aqui estudados também seguiu o mesmo comportamento. Conforme assinalado no gráfico 4.4, a importância dos recursos do Fundo naquelas economias como um todo aumentou logo após o primeiro choque do petróleo, tomando novo fôlego após a crise da dívida dos países em desenvolvimento, atingindo o ápice em 1987. À medida que os problemas dos países devedores foram sendo contornados e as dívidas renegociadas, os capitais privados retornam e a redução na participação dos recursos do FMI é evidente. Novamente, após as crises mexicana e asiática, o FMI tem sua participação aumentada naquelas economias.

Portanto pelas informações contidas nos gráficos 4.3 e 4.4, além das constatações de Rodrik (1995) e Stiglitz (2002, cap. 2), a hipótese de que o efeito catalisador seja, na verdade, via atração de recursos oficiais é uma possibilidade bastante provável.

*iv)* Se existiu uma grande mudança no teor das políticas do FMI entre as duas décadas, ela parece não ter influenciado positivamente o comportamento das variáveis-alvo utilizadas no estudo. Se a expectativa era de uma mudança favorável, os resultados a contradizem. Em todas as variáveis utilizadas, o comportamento do grupo tratado, após o tratamento, durante a década de 90 foi pior do que aquele da década de 80.

### **Considerações gerais**

De toda a discussão do capítulo, fica claro que o comportamento das variáveis-alvo escolhidas é afetado pela presença do FMI, positiva ou negativamente, dependendo da perspectiva que se considera. Ou seja, a avaliação da eficácia dos programas do FMI é altamente sensível ao modo como as observações são preparadas, especialmente pelo que se considera um período "programa" e "não-programa", bem como à década analisada. Isto torna uma conclusão definitiva, ou mesmo a tarefa de comparar os resultados aqui alcançados com os estudos empíricos, complicada, visto que, em geral, os trabalhos contemplam períodos diversos, países distintos e critérios para determinar quais anos os países estão ou não sob "intervenção" do FMI e métodos de estimação ligeiramente diferentes<sup>114</sup>.

---

<sup>114</sup> Apesar de todas as tentativas de modelos e cenários diferentes, a possibilidade de seleção não aleatória não foi superada. Os programas do FMI não podem ser enquadrados como experimentos que se adequem aos

Então, a habilidade dos testes aqui executados deve ser avaliada não pela sua capacidade de mensurar exatamente os impactos de uma determinada política (ou de um conjunto de políticas) sobre esta ou aquela variável econômica. Eles devem ser avaliados, sim, pela sua capacidade de mostrar um "*counterfactual*" do que, em média, deveria ter acontecido aos países que implementaram um programa, caso não estivessem doentes. Comparando esse "*counterfactual*" com o que realmente aconteceu a estes países, e controlando para os choques externos (que, em média, afetaram todos), para as diferenças que surgem somente em função do tempo, bem como pelas condições iniciais, buscou-se isolar os verdadeiros efeitos das políticas do Fundo.

Apesar da ausência de uma conclusão definitiva, tendo em vista, sobretudo, a sensibilidade dos resultados à metodologia utilizada para definir os grupos "programa" e "não-programa" e a possibilidade de viés nos resultados apresentados, dois pontos importantes valem a pena ressaltar:

a) Não há indícios de que as políticas do Fundo tenham sido contracionistas no médio prazo. Os resultados indicaram que, quando o período pós-programa (e mais importante, as condições iniciais) são levadas em conta, não se pode afirmar que o FMI tenha contribuído para piorar o crescimento do PIB. Ao contrário, existem indícios de ausência de efeitos ou efeitos positivos. Os resultados apresentados na tabela 3.1 (capítulo três), independente da metodologia utilizada, apontam na mesma direção. Dos dezessete trabalhos ali listados, oito

conceitos de tratamento e não tratamento escolhidos aleatoriamente dentro de uma população. O tratamento, no caso do FMI, implica um alto custo, pelo menos no curto prazo, em termos de soberania e medidas "dolorosas". De fato, "(...) *governments often claim that they are "going under" only because the situation is dire and no choice is left but to "swallow the bitter pill"(...) Going to the IMF is an act of courage, a demonstration of "political will"*" (Przeworski; Vreland, 2000, p. 386).

Diante disso, as condições dos países participantes de um programa não serão as mesmas daqueles que não participam, de modo que os efeitos atribuídos às políticas do Fundo podem depender, em parte, destas condições. Então, qualquer avaliação do desempenho do FMI deveria distinguir esses dois componentes, ou seja, separar os efeitos do Fundo das condições iniciais. A alternativa sugerida por Heckman (1979), Conway (1994), Goldstein e Montiel (1986) e Khan (1990), muito embora seja teoricamente interessante, esbarra na dificuldade de encontrar variáveis que afetam a escolha (ou o desejo) dos países de ir ao Fundo mas não sejam correlacionadas com as variáveis-alvo selecionadas para estudo.

A tarefa de encontrar o "*counterfactual*" fica complicada, visto que a comparação deveria ser feita entre os países que foram tratados e aqueles que não foram, mas sob as mesmas condições (o que pode não acontecer na prática). Parte do problema supõe-se ter sido eliminado, na medida em que os resultados apresentados levaram em conta as condições iniciais e as diferenças ao longo do tempo. No entanto, se algumas das condições que levam os países a participarem de um programa não são observáveis, como o "desejo político" de ir ao Fundo, o resultado final poderá estar contaminado por elas.

deles mostram efeitos negativos dos programas do FMI sobre o produto. E desses, os trabalhos de Conway (1994) e Khan e Knight (1985) apresentam indícios de que os efeitos negativos de curto prazo são revertidos no médio prazo. Portanto parece existir uma diferença importante entre os efeitos contemporâneos e aqueles defasados das políticas do FMI, afetando, inclusive, as conclusões daqueles trabalhos empíricos que não examinaram de perto esse efeito dinâmico da participação em um programa do Fundo.

Mas, contestando a validade das conclusões sobre os aspectos contracionistas das políticas do Fundo, existe uma possibilidade que não pode ser descartada. Se o argumento, levantado no capítulo 2, de que o FMI impõe medidas aos países que, de toda forma, seriam impostas pelo mercado, o desempenho do produto, após o término do programa, pode não guardar relação positiva com as políticas do FMI.

Independente de ir ou não ao Fundo, a crise passará mais cedo ou mais tarde, e o país voltará a crescer. Além disso, uma das conclusões do estudo aqui implementado é que, no curto prazo, as políticas do Fundo Monetário Internacional não contribuem para o crescimento. Ao contrário, as condições iniciais são mantidas ou mesmo a queda no produto é acentuada. Existe, portanto, a possibilidade de que o desempenho do PIB após os programas seja antes fruto da tendência natural de crescimento mais acelerado das economias que passaram por períodos de recessão, do que resultado das políticas do FMI. De fato, o FMI pode, inclusive, ter agravado o processo de recuperação.

Um argumento favorável a essa hipótese é que, durante o "tratamento" padrão do FMI, as políticas monetária e fiscal contracionistas ganham destaque e, após o fim do programa, a flexibilidade naquelas políticas é parcialmente (ou totalmente) retomada, ajudando a recuperar a economia. Sendo assim, o crescimento mais acelerado depois do tratamento pode ser fruto dessas políticas e não dos efeitos das mudanças sugeridas pelo Fundo.

Para testar tais hipóteses seria necessário determinar os países em desenvolvimento que também presenciaram problemas externos, mas que não recorreram ao Fundo. Comparando a recuperação desses países, após a crise, com o desempenho dos países tratados pelo Fundo, após o tratamento, a hipótese seria ou não confirmada. No entanto, esse exercício não foi tentado, principalmente pela dificuldade em se determinar quais condições determinam o "*status*" de um país estar ou não em crise.



b) Independente do cenário ou metodologia utilizada, ao contrário do que era esperado, o FMI não funcionou como um "catalisador" para resolver os problemas de financiamento dos países que adotaram suas políticas<sup>115</sup>. Os resultados sugerem que o FMI não foi importante para melhorar o saldo no balanço de pagamentos.

Conway (1994) também tentou mensurar o efeito catalisador do FMI (por ele chamado de "efeito credenciais") sem, no entanto, encontrar uma influência significativa do Fundo.

*"There is no evidence in this small sample that the credentialling effect had in general the expected impact. None of the coefficients are significantly different from zero - these countries' performance cannot be distinguished from that of non-participants in IMF programs"* (Conway, 1994, p. 386).

Este resultado é semelhante ao encontrado por Rodrik (1995) analisando as Instituições multilaterais como um todo. Em oposição, analisando os países latino-americanos, Pastor (1987)<sup>116</sup> encontrou que:

*"(...) it is the capital account improvement (perhaps in conjunction with current account improvement) which is essential to making the overall measure attain significance. Such capital account improvement might square with both IMF's argument that Fund programs have catalytic effect in attracting private funds (p. 257).*

Pelo menos para a amostra aqui utilizada, as conclusões são semelhantes às daquelas de Conway (1994) e Rodrik (1995), de modo que a aprovação de um programa do Fundo não permitiu aos países participantes uma melhor situação na atração de recursos.

Paradoxalmente, o Fundo pareceu, sim, contribuir para uma deterioração na posição externa dos países no futuro, na medida em que o efeito positivo no saldo em transações correntes, verificado durante o tratamento, não foi sustentado no médio prazo.

---

<sup>115</sup> O aparente efeito "catalisador" durante a década de 80 pode refletir outras forças, como salientado anteriormente.

<sup>116</sup> Como Pastor (1987) não separou os componentes privado e oficial da conta de capitais, como o fez Rodrik (1995), seus resultados podem estar contaminados pelo aumento da participação dos empréstimos oficiais à região.

## **5. - CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O FMI "surgiu", há mais de meio século, com uma missão clara e objetiva: ser o guardião de um sistema de taxas de câmbio fixas que se iniciava. Entre suas atribuições estava auxiliar os países que estivessem com dificuldades no setor externo, para que os compromissos assumidos em relação ao sistema de paridades não fossem descumpridos. O grande temor, à época, era de que as políticas de restrições ao comércio, as desvalorizações competitivas e as relações bilaterais que vigoraram entre as guerras e que haviam agravado os efeitos da grande depressão, ganhassem novo fôlego. Portanto o FMI tinha o importante papel de "capataz" desse novo sistema que se iniciava (Guitian, 1995).

Com o desenvolvimento do sistema financeiro internacional de maneira assimétrica, com os Estados Unidos assumindo a posição de maior potência e detentor da moeda reserva do sistema e a efetiva consolidação do padrão-dólar (em substituição ao padrão-ouro), Bretton Woods começou a mostrar suas falhas e seus dilemas. Ficava cada vez mais difícil conciliar os interesses domésticos e a estabilidade cambial.

O inevitável aconteceu. Um sistema, que se desenvolveu de maneira intrinsecamente incoerente, deu seus últimos suspiros no início da década de 70 (Triffin, 1979). Com o término do compromisso com as paridades cambiais por parte dos principais países, a missão principal que era delegada ao FMI não mais existia. Em tese, a própria instituição perdia sua razão de existir. Mas o Fundo, no instinto de auto-sobrevivência de qualquer burocracia, procurava novas razões que justificassem sua existência. E elas não demoraram a aparecer. As funções de aconselhamento (principalmente aos países em desenvolvimento), de coleta de informações e de gestor do novo sistema de câmbio flutuante logo tomaram forma.

Além delas, os próprios acontecimentos na economia internacional, já no início dos anos 70, deram oportunidade à instituição de ocupar um papel de destaque que até então ela jamais havia ocupado. A primeira crise do petróleo foi um marco importante para o FMI, sobretudo em relação ao seu poder de influência nos países em desenvolvimento. Ela propiciou que o Fundo começasse, de forma mais efetiva, a exercer sua tarefa de aconselhamento, sugerindo aos países em desenvolvimento que o choque era passageiro e que o financiamento seria o mais adequado (essa foi a visão dominante à época sobre o caráter temporário do primeiro choque do petróleo).

Para tanto, disponibilizou seus recursos, bem como atuou junto com os bancos privados na reciclagem dos superávits dos países produtores de petróleo, dando uma liquidez ao sistema que muito interessou aos países em desenvolvimento que optaram pelo financiamento.

Com o segundo choque do petróleo e, poucos anos mais tarde, com o "choque dos juros" provocados pela elevação da taxa de juros norte-americana, novamente o FMI é acionado. A perspectiva de que a crise do petróleo deveria ser combatida também com ajustamento, a redução da liquidez do sistema, os altos juros sobre os empréstimos e a incapacidade dos países em desenvolvimento em honrarem seus compromissos externos deram ao Fundo, enfim, o ambiente que justificasse a sua existência.

Após a moratória do México em 1982 e o disparo do que ficou conhecido como o período da crise da dívida dos países em desenvolvimento, o FMI viu seu poder de influência aumentar de maneira significativa e sem precedentes para uma instituição multilateral (IFIAC, 2000), ao mesmo tempo em que cresceram também os questionamentos sobre a adequação de seus conselhos para restaurar o equilíbrio dos países em desenvolvimento.

No processo de solução dos problemas da dívida dos países em desenvolvimento, o Fundo funcionou como uma plataforma onde a cooperação podia ser melhor trabalhada. Dos credores solicitou que mais crédito fosse dado aos países em dificuldades, e aos países devedores "exigiu" um "aperto no cinto", invariavelmente com cortes na demanda agregada. Com essa interferência no processo, as críticas começaram a emergir, concentrando-se basicamente no caráter contracionista e à padronização do receituário.

Ao fim da década de 80, com a maioria dos países em desenvolvimento tendo renegociado suas dívidas e o FMI considerando positiva sua participação no evento (mesmo que o período seja considerado a década perdida para muitos países em desenvolvimento, inclusive para o Brasil), os capitais privados começaram a retornar aos países em desenvolvimento e a participação do FMI foi reduzida. A estabilidade parecia presente e os capitais externos financiavam os países com oportunidades de empreendimentos lucrativos, mas carentes de poupança interna (ver gráficos 1.1 e 1.2).

Não demorou muito e a década que se iniciava, "prometendo" estabilidade e prosperidade, deu sinais de que o mundo seria cada vez mais propenso a distúrbios

econômicos. Novamente o México (em 1994) é o protagonista de uma crise que ameaçava transbordar para os demais mercados emergentes. O Fundo agiu rapidamente e, sob pressão americana, organizou o maior pacote de ajuda até então disponibilizado a um país. Medidas contracionistas novamente foram exigidas e as críticas (novas e antigas) tomaram lugar. Agora um novo componente tornava-se presente nas discussões: o perigo moral que as operações do FMI davam origem.

Na argumentação dessa linha de críticas, a segunda crise mexicana foi mais uma vez um marco nas atuações do FMI na medida em que ela enviou a mensagem errada aos agentes. Ela incentivou os investidores externos a se exporem cada vez mais em suas operações com os países emergentes, na crença de que o FMI os salvaria em caso de problemas. A crise mexicana foi importante também por dar início a mega operações de crédito e a colocar em dúvida o FMI como instituição gerenciadora de crises.

A segunda metade da década de 90 colocou de vez em xeque a função do FMI como "*crisis prevent*" na medida em que os eventos na Tailândia, na Malásia, nas Filipinas e na Coreia do Sul se apresentaram (o que ficou conhecido como a Crise Asiática). Além das críticas em relação ao caráter desnecessariamente contracionista das políticas do FMI e ao risco moral em suas operações, a intromissão do Fundo nas instituições domésticas democraticamente instituídas, o "fundamentalismo" de mercado e a crença "ingênua" na mão invisível para corrigir todos os males e a inadequação do receituário padrão para tratar os "novos" problemas (causados, em grande medida, pela abertura sem restrições do mercado de capitais) foram as novas ênfases dadas pelos críticos às operações do Fundo.

Após a crise asiática, não demorou muito (na verdade, menos do que um ano) e a Rússia ameaçava deixar de honrar seus compromissos (atitude que não ficou só na ameaça). No caso russo, a questão do risco moral nas operações do Fundo ganhou força no teor das críticas. "*(...)If Mexico was critical to the stability of the United States, the reasoning went, surely Russia was more critical*" (Meltzer, 1998, p. 14). Além do risco moral, alegava-se que o FMI não havia acumulado conhecimento na área, tampouco possuía especialistas para lidar com a transição dos países ex-socialistas para um regime de mercado. O que o FMI conseguiu implementar na Rússia foi um "capitalismo camarada" onde o já debilitado setor público entregava seu patrimônio a ex-membros do primeiro escalão do partido comunista (Stiglitz, 2002).

Com a crise russa, foi só questão de tempo para que os eventos mostrassem mais uma vez a inadequação das políticas do Fundo. Em 1998, a moeda brasileira é atacada de forma mais contundente e o FMI, no seu "dogmatismo", insistiu que o Brasil deveria proteger a paridade a qualquer custo (Sachs, 1998b).

Finalmente, a Argentina no início de 2000, o Brasil em 2002 e o risco do transbordamento para toda a América Latina mostraram que a estabilidade no início dos anos 90 era realmente passageira e que o papel do FMI como "*crisis manager*" não teve a eficácia pretendida.

Com todos esses desenvolvimentos da economia mundial e as falhas apontadas nas intervenções do FMI, não é de admirar o amontoado de críticas que foi a ele destinado. No fundo, independentemente da linha de pensamento subjacente às críticas (sejam elas da "ala esquerda" ou da "ala direita"), invariavelmente elas têm como objetivo final atacar o FMI no que diz respeito a não gerar prosperidade (e muitas vezes ir de encontro a ela), com políticas que deprimem o produto diretamente ou mesmo indiretamente, na medida em que o diagnóstico e a prescrição de políticas equivocadas impedem que as economias cresçam e se recuperem mais rapidamente dos períodos de turbulência.

Com esse objetivo, aumentou o número de trabalhos que buscam isolar os efeitos dessas políticas sobre determinadas variáveis econômicas, utilizando técnicas de mensuração distintas mas com uma meta comum: buscar os verdadeiros efeitos que possam ser atribuídos às políticas do FMI.

No estudo aqui realizado, essa perspectiva também foi analisada. Apesar da dificuldade (ou mesmo inexistência) de um mecanismo que possa de maneira inquestionável isolar o impacto das políticas do FMI, qualquer tentativa na direção do mecanismo mais apropriado é de extrema importância. Não só para que a instituição possa reavaliar seus procedimentos, como também para que as críticas destinadas ao Fundo e os problemas que, em tese, suas políticas carregam, possam ser testados e avaliados empiricamente.

Qualquer estudo empírico que busque avaliar resultados de políticas em um número variado de países, possui, além das dificuldades inerentes à coleta e homogeneidade das informações, o desafio de conciliar os diversos mecanismos existentes para promover tais avaliações. A decisão entre a "tentação" da escolha entre o mecanismo analítico mais simples

e a sofisticação e complexidade daqueles mais elaborados não é tarefa fácil e deve levar em conta os aspectos práticos de sua aplicação. Nesse sentido, o mecanismo aqui utilizado e as conclusões dele retiradas devem ser avaliados nessa perspectiva. Ou seja, a tentativa de aliar a aplicação prática de um mecanismo com o rigor teórico necessário. Nem sempre essa combinação é perfeitamente atendida e a escolha de uma alternativa aos dois extremos pode ser a melhor saída (e essa foi a aqui escolhida).

Como a opção escolhida para a avaliação das políticas do FMI concentrou-se mais nos resultados do que especificamente em uma ou outra política, fica difícil estabelecer a comprovação empírica de cada uma das críticas destinadas ao Fundo. As conclusões que podem ser retiradas da avaliação empírica deste trabalho (e dos outros que implementaram testes estatísticos sobre os resultados finais) e das críticas aqui analisadas dizem respeito, então, ao conjunto da "obra" do FMI e aos efeitos que a combinação das políticas adotadas nas dimensões fiscal, monetária, cambial e das reformas estruturais promoveu nos últimos vinte anos. Sob esse prisma, algumas considerações e possibilidades valem a pena destacar:

**a) *Crescimento*:** Primeiro e talvez a dimensão mais importante que a avaliação empírica buscou responder é o comportamento do crescimento do produto dos países que passaram por intervenções do FMI, porque, independentemente do governo ou da instituição multilateral e seus objetivos, o crescimento da renda é questão fundamental para qualquer país em desenvolvimento que passe por dificuldades. O PIB é, sem dúvida, uma das variáveis mais sensíveis a mudanças no ambiente econômico e, por isso mesmo, a mais avaliada<sup>117</sup>.

Pelos resultados apresentados na tabela 4.7, parece inquestionável que, durante a vigência dos programas, as políticas sugeridas pelo Fundo, se não pioraram a situação dos países em relação ao período pré-programa, não contribuíram para melhorá-la, visto que as restrições ao crescimento continuaram presentes durante a vigência dos programas. Tomando como base que, em média, na amostra utilizada, os países despenderam nove anos (ou seja, quase uma década) em "parcerias" com o FMI, essa observação passa a ser relevante, pois penaliza durante muito tempo os países envolvidos.

---

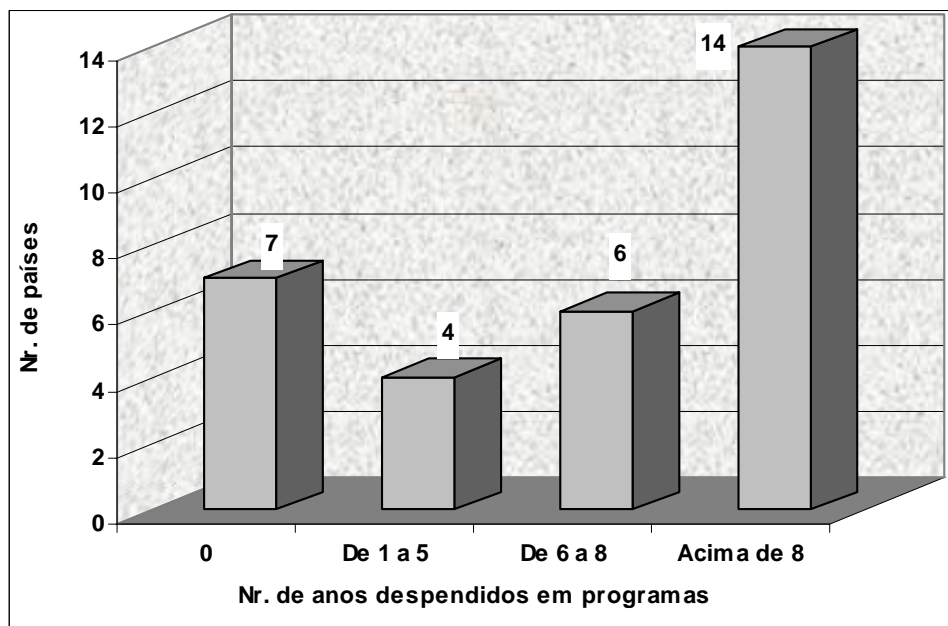
<sup>117</sup> Nos comentários que se seguem, foram utilizados somente os resultados encontrados com as equações 4.3 e 4.5, visto que, como discutido no capítulo 4, foram as que corrigiram (ou pelo menos esse era o objetivo) a maior parte dos problemas detectados com o mecanismo utilizado.

Com o comportamento do consumo e dos investimentos apresentando a mesma tendência, é inevitável a aderência à linha de críticas que vincula o FMI a políticas contracionistas e "destruidoras do crescimento".

Mas as mesmas estimativas corroboram a alegação do FMI de que suas políticas visam dar maior eficiência à economia, de modo que os efeitos positivos são sentidos no médio e longo prazos. É inegável também que os resultados, aparentemente, apontam para um desempenho superior, após o tratamento, dos países que foram tratados pelo FMI, sugerindo que o remédio foi eficaz.

Mas duas ressalvas devem ser realçadas. Primeiro, ficou evidente que a "cura" foi apenas temporária visto que, invariavelmente, os países retornaram ao FMI (gráfico 2.4, tabela 2.5. e gráfico 5.1). Esta conclusão é corroborada pelos trabalhos de Knigth e Santaela (1994), Przeworski e Vreeland (2000) e Conway (2000). Os dois primeiros sugerem que o fato de já ter participado de um programa no passado eleva a probabilidade de uma nova "parceria". E o terceiro sugere que, quanto maior o tempo gasto em programas anteriores, menor é a probabilidade de que um país saia rapidamente de uma crise.

GRÁFICO 5.1 - Anos despendidos em acordos com o FMI - 1980-1999 - países selecionados



Fonte: IMF (2000).

Nota: refere-se aos 31 países utilizados na amostra.

A segunda ressalva, que deve ser seriamente considerada, contesta a eficácia do remédio após o tratamento, sugerindo que o maior crescimento pode ser fruto não das políticas do FMI que deram maior eficiência à economia, mas da maior flexibilidade nas políticas monetária e fiscal após o término de um programa.

Assim, o comportamento seria um fenômeno natural e não fruto dos programas. Essa hipótese ganha força na medida em que o saldo em transações correntes reverte seu sinal de melhora num lapso de tempo maior. Se realmente o crescimento após o tratamento fosse resultado da maior eficiência econômica e das reformas atribuídas ao Fundo, os problemas e a fragilidade externa não deveriam retornar. O argumento de que as reformas trariam recursos externos para financiar os déficits de maneira mais sustentável também não se confirma na amostra aqui utilizada, pois não há uma aparente diferença entre o comportamento dos dois grupos de países no balanço de pagamentos. Além disso, as conclusões de Conway (1994) e Rodrik (1995), que contestam o efeito catalisador das políticas do Fundo na atração de recursos privados, sustentam e confirmam a afirmação.

Enquanto a crítica de que os programas do FMI não retornam o país ao crescimento no curto prazo (ou mesmo contribuem para deprimir o produto) pode ser considerada como um fato estilizado, o argumento de que a melhora virá no médio e longo prazo ainda está por ser confirmado.

O que parece realmente existir é um distanciamento entre os objetivos desejados pela maioria das pessoas, tais como crescimento, estabilidade dos preços, combate à pobreza, etc. e aqueles perseguidos pelas políticas do FMI, sobretudo no curto prazo. Como ficou claro na discussão das atribuições e principais objetivos do Fundo, as metas acima, ainda que façam parte dos objetivos iniciais do Fundo, não são, de fato, contempladas como prioridade. O alvo principal é o retorno a uma situação de equilíbrio externo tão rápido quanto possível, o que, muitas vezes, é incompatível com os objetivos e preocupações domésticas, e o desenho das condicionalidades não leva em conta essa preocupação.

De positivo, levando em conta somente as variáveis selecionadas, apenas o saldo em transações correntes e as reservas deram conta da eficiência dos programas do FMI, muito embora com ressalvas. Pelo lado das reservas, há a possibilidade de que o efeito tenha sido



fruto apenas da forma como os lançamentos contábeis são executados no balanço de pagamentos. E, pelo lado da conta corrente, a tendência de deterioração do saldo, à medida que um lapso de tempo maior passa, enfraquece os resultados alcançados no curto prazo. Parece muito pouco para uma instituição com tamanho poder e influência sobre os países.

Como pontos para futuras avaliações, a relação entre o crescimento após o tratamento e as políticas do FMI parece ser crucial e precisa ser melhor investigada. Mesmo o trabalho de Conway (1994), que avaliou o comportamento do PIB quando decorrido um maior lapso de tempo, pode estar contaminado pelas possibilidades levantadas acima.

Essa avaliação exige, por um lado, selecionar um grupo maior de países em desenvolvimento não participantes dos programas do FMI e o estabelecimento de um critério aceitável para a definição de um país estar em crise ou não. E, por outro, a necessidade de aumentar o número de variáveis estudadas contemplando, por exemplo, variáveis que indiquem o comportamento das políticas monetária e fiscal, variáveis que possam desagregar o consumo e o investimento em seus componentes público e privado, variáveis que capturem os ganhos de produtividade (como uma proxy para o ganho de eficiência promovido pelo Fundo), etc.

Além disso, há também a necessidade de superar a possibilidade de viés de seleção surgida na avaliação dos resultados, encontrando maneiras de estabelecer variáveis observáveis que afetam a probabilidade de um país ir ao FMI (equação 3.3), mas que não sejam correlacionadas com as variáveis-alvo normalmente objeto de interesse. Mesmo o enfoque "*Generalization Evaluation Estimator*", embora teoricamente mais consistente, carrega consigo o problema de viés de seleção, além das dificuldades de ordem prática elencadas no início do capítulo quatro. Portanto obstáculos importantes devem ser superados para que o "*counterfactual*" mais próximo do ideal seja encontrado e as avaliações das políticas do FMI possam, inclusive, servir de instrumento para uma auto-avaliação da Instituição.

**b) *Instabilidade e reformas*:** É inegável que a década de 90 presenciou uma série de crises nas mais distantes partes do planeta, não poupando nenhuma região em desenvolvimento. Culpar o FMI por elas talvez não seja justo. Tampouco isentá-lo de participação seria correto. A última década foi também aquela (no pós-II Guerra) onde os capitais nunca estiveram tão "livres" para ir e vir. Onde todas as transformações por que passaram as economias do mundo

em desenvolvimento, financiadas ou não pelo FMI, tiveram, como alvo final, agir em prol do mercado e deixar que a "mão invisível" alocasse, da maneira mais eficiente, os escassos recursos e disciplinasse o Estado "ineficiente". Foi o período de "caça às bruxas", do moderno e eficiente (o mercado) contra o atrasado e obsoleto (o Estado). Se o Fundo tem que se orgulhar de alguma reforma abrangente que implementou no mundo em desenvolvimento, essa é uma delas.

Apesar das reformas acenarem com a bandeira da estabilidade, nunca (no pós-Guerra) o sistema financeiro internacional foi tão livre e tão instável. Então, o vínculo e a aderência às críticas ao FMI no que diz respeito ao que Stiglitz (2001 e 2002) chamou de fundamentalismo de mercado são imediatos. Se as reformas em prol do livre mercado, sobretudo o de capitais, objetivavam estabilidade, elas falharam.

Como falhou também o FMI em prever as crises e reconquistar a confiança nos países afetados, quando priorizou as políticas fiscais e monetárias contracionistas e expôs os problemas estruturais das economias, sejam eles ou não os motivos dos distúrbios. O evento mais visível da falha nessa estratégia foi a atuação durante a crise asiática, quando a ação do FMI, antes de retornar a credibilidade aos países contribuiu para afastá-la.

**c) *Intromissão*:** O caráter temporário que deveria fazer parte das atuações do FMI foi perdido. A insistência do Fundo em se transformar em uma agência que promove reformas estruturais criou incoerências em suas atuações. Como a instituição é acionada somente em momentos de distúrbio (e essa é sua principal função), ela precisa responder prontamente. Mas, quando ela toma para si a função de promover reformas, a agilidade necessária é perdida e as negociações tendem a consumir um tempo precioso.

Então, o Fundo usa o desespero dos países em crise para atropelar instituições domésticas e impor medidas e reformas que não seriam aceitas de outra maneira, perdendo, inclusive, o caráter cooperativo que justifica sua existência. Essa ânsia por reformas estruturais (sejam elas necessárias ou não) não tem conseguido tornar o mundo mais estável. Muito pelo contrário. A década de 90, que presenciou o crescimento das condicionalidades estruturais nos programas do FMI, transformou-se também na década das crises e da instabilidade no pós-Bretton Woods. Se uma relação de causa e efeito tivesse que ser determinada, a coincidência dos acontecimentos apontaria para uma relação direta entre as reformas e o aumento da instabilidade.

As reformas que caminharam em direção aos mecanismos de mercado não foram suficientes para corrigir todos os problemas e muitas vezes criaram outros. Provavelmente porque a "mão invisível" não seja infalível se deixada totalmente livre. Para que ela funcione de maneira harmoniosa com as aspirações domésticas, questões como regulação, criação de redes de segurança e cadenciamento devem, necessariamente, fazer parte das reformas e muitas vezes anteceder-las. Como critica duramente Stiglitz (2002), o FMI não pode acreditar cegamente em um fundamentalismo de mercado que abstrai de suas formulações as imperfeições inerentes ao próprio mercado e desconsidera as especificidades políticas e institucionais de cada membro como tem feito.

Isso me parece claro quando uma missão do Fundo visita um país para acompanhar o seu desempenho. O que deveria ser um acontecimento corriqueiro, torna-se um motivo de instabilidade e apreensão, transformando os técnicos da instituição em "celebridades", com direito, inclusive, a perseguições pela imprensa. É uma prova cabal de que os programas não são verdadeiramente construídos em parceria, e o temor de medidas mais dolorosas determinadas pelo "oráculo" é o retrato desse comportamento.

**d) Dependência:** A forma de o FMI gerenciar os problemas dos países em desenvolvimento levou apenas a maior dependência por parte desses países que, invariavelmente, não conseguiram se ver livres de uma "parceria" com o FMI. Parece que um elo inquebrável passou a unir os países à instituição e suas operações estiveram longe de ser temporárias.

Talvez porque as reformas não foram implementadas na velocidade que o FMI gostaria, às vezes pela própria interferência do Fundo, que impediu que o mercado as executasse de maneira mais implacável, disciplinando rapidamente os países às suas regras. Os críticos mais à "direita" alegam que o FMI, antes de promover as reformas de mercado, serviu para atrasá-las, na medida em que interferiu e socorreu os países insolventes. Ou, talvez, porque realmente elas foram implementadas de maneira muito rápida e atropelaram uma seqüência lógica de acontecimentos (sobretudo no que diz respeito ao mercado de capitais). Minha convicção repousa sobre a segunda hipótese.

Ainda que o Fundo Monetário Internacional não possa ser legitimamente culpado por todos os problemas dos países em desenvolvimento, tampouco a ele pode ser dado o crédito de tê-los resolvidos de maneira eficiente.

As considerações aqui levantadas não tiveram como objetivo apenas acusar o FMI de promover políticas que deprimem o crescimento e não contribuem para a solução dos distúrbios. Problemas no balanço de pagamentos e crises de confiança nas moedas continuarão acontecendo e o FMI ainda tem um papel importante a desempenhar. A questão relevante é se, para lidar com eles, as medidas contracionistas realmente precisam ser adotadas e se os procedimentos do FMI precisam ser reformulados.

Enquanto seja uma resposta difícil, as propostas de reforma caminham nesse sentido. Conforme Przeworski e Vreeland (2000, p. 403), um programa que elimine (ou estabilize) a inflação, reduza déficits tanto do governo como externos e ao mesmo tempo não comprometa o crescimento ainda está para ser desenvolvido. Enquanto ele não chega, várias propostas de reforma do FMI (e do próprio sistema financeiro internacional) têm sido levantadas, com o objetivo comum de impedir que os países que sofram uma crise de confiança em suas economias possam superar os problemas ao menor custo possível.

### **5.1 - As propostas de reforma**

Assim como as críticas ao FMI pela condução de suas políticas de estabilização são abundantes e às vezes diametralmente opostas e conflitantes, também são as propostas de reforma. Enquanto alguns pregam a sua extinção, outros propõem aumentar seu poder; enquanto alguns acreditam que o FMI deveria emprestar a taxas maiores (imputando uma penalidade aos países), outros reivindicam que os créditos da Instituição deveriam ser concedidos de forma mais favorável.

Serão comentadas, no que segue, algumas propostas que, longe de esgotarem o assunto e contemplar todas as que têm sido apresentadas, talvez tenham sido aquelas que, de alguma maneira, ganharam maior destaque. Antes disso, baseado em Eichengreen (1999), vale a pena um breve comentário de por que reformas radicais não são realisticamente possíveis.

Partindo da hipótese de que o mundo, sobretudo o financeiro, é um lugar onde as informações não são perfeitas e dificilmente o será no futuro, as crises ainda ocorrerão. Então, as propostas que insinuam a extinção do FMI devem levar esse problema de mercado a sério.

Mesmo que seja teoricamente consistente que as operações do FMI conduzam a problemas de perigo moral, essa não deve ser a única preocupação de qualquer proposta de reforma (Tobin, 1998). Ela deve ser ponderada por outros problemas que a ausência da instituição poderia trazer.

Talvez não reste dúvidas de que a existência de bombeiros encoraje as pessoas a construir casas de madeira ou a serem menos precavidas, mas não há vozes sugerindo a eliminação deles. Ninguém também sugere que o cinto de segurança (ou os "airbags") seja abolido porque ele induz as pessoas a dirigirem mais rápido e a serem mais imprudentes. Tanto no trânsito como nos mercados financeiros, mais do que com o perigo moral, as pessoas devem estar preocupadas com "freadas bruscas". Nesses casos, o cinto, ainda que induza a comportamentos imprudentes, pode impedir que os motoristas (assim como os países) sejam lançados contra o pára-brisa.

Por outro lado, não se pode também negar que as decisões econômicas, hoje, são tomadas em um ambiente cada vez mais politizado, de modo que tanto os conselhos do FMI como qualquer proposta de reforma devem incorporar essa variável e não assumir, por conveniência analítica, que ela esteja ausente. Além disso, os países "(...)are jealous of their prerogatives" (Eichengreen, 1999, p. 04), de modo que eles permanecem relutantes em ceder o controle de suas economias a organismos internacionais.

Portanto, em um ambiente onde a informação está longe de ser perfeita, uma instituição como o FMI é necessária. Que a instituição precisa ser reformada, para que melhor cumpra seu papel, parece ser, cada vez mais, um consenso. Então, propostas de extinção total do FMI e suas atividades devem ser consideradas com cautela. Propor a extinção do Fundo e criar uma nova instituição é reconhecer a sua necessidade, bem como o imperativo de mudança nas suas práticas. Assim, qualquer proposta de reforma não poderá abster-se de levar em conta a necessidade intrínseca dela, bem como o ambiente politizado no qual ela atua.

### 5.1.1 - A proposta do G-7

Uma proposta levantada pelo governo americano e incluída na pauta de decisões do Grupo G7 (ver G-7, 1998) era a criação de uma linha de crédito pelo FMI que estaria disponível nos momentos que antecedem uma crise<sup>118</sup>.

*"In response to the current exceptional circumstances in the international capital markets, we are agreed that strengthened arrangements for dealing with contagion are needed. (...) The central element would be the establishment of an enhanced IMF Facility which would provide a contingent short-term line of credit for countries pursuing strong IMF-approved policies. This facility could be drawn upon in times of need and would entail appropriate interest rates along with shorter maturities. (G-7, 1998, p. 01).*

Uma linha de crédito com esse perfil, para ser efetiva, deveria ser grande e, uma vez aprovada, incondicional. Ou seja, uma vez que o país tenha atendido aos requisitos, não poderiam ser adicionados novos termos. Além disso, ela pode ser válida para atender a países pequenos em relação ao mercado global. Na ocorrência de necessidades simultâneas em países como o Brasil, Coréia e Argentina, rapidamente as necessidades superariam as disponibilidades de recursos (Eichengreen, 1999).

Este é um enfoque um tanto diferente daquele tradicionalmente adotado pelo FMI onde os créditos aprovados são liberados em prestações de acordo com os critérios de performance acordados. A nova linha proposta não poderia conter essas condições e o Fundo não poderia insistir em exigências adicionais ou reformas que não fossem desejadas pelos países recebedores dos recursos. As condições deveriam ser colocadas antes da decisão sobre a elegibilidade ou não do país.

Duas questões importantes sobre a proposta valem ressaltar. Primeiro, deveria existir um sistema que revogasse a elegibilidade dos países, caso os critérios não estivessem mais sendo atendidos. Assim, o fato de um país qualquer, ainda que não esteja enfrentando dificuldades, ser considerado inelegível momentaneamente devido ao fato de não atender aos

---

<sup>118</sup> Está implícito que os "policymakers" saberão exatamente o momento que precede uma crise.

critérios estabelecidos pelo Fundo, poderia, por si só, provocar uma corrida contra a sua estabilidade e levar o país a uma crise<sup>119</sup>.

Segundo, uma linha de crédito contingenciada e preventiva a crises pode gerar um efeito contrário ao esperado. O simples fato do país recorrer aos recursos antes da crise, dados os inerentes problemas de informação no mercado e a interpretação desses sinais pelos agentes, pode induzi-los a ligarem o sinal amarelo e antecipar uma crise que eventualmente nem ocorreria. Com esse temor, pode ser que a linha jamais seja utilizada por algum país.

De fato, em resposta à sugestão, o Fundo criou, em 1999, uma nova linha de crédito, a "*Contingent Credit Line*" (CCL). Mas ela sofria dos problemas apontados acima, de modo que nenhum país havia se candidatado a ela.

Finalmente, parece uma proposta muito modesta, dado o volume de críticas recebido pelo FMI, principalmente em relação ao seu receituário. Apenas a criação de uma nova linha de crédito não dá o devido crédito às críticas à instituição e tende a minimizar os problemas que a instabilidade no mercado de capitais tem trazido aos mercados emergentes.

### **5.1.2 - Divisão do FMI em Instituições menores *versus* sua extinção**

Seja pelo reconhecimento da dificuldade do FMI em cumprir as novas tarefas que foram a ele incumbidas (ou deliberadamente por ele assumidas), seja pela quantidade e pelo espectro das críticas imputadas ao Fundo, Edwards (1998) sugere o desmembramento da instituição em três outras: uma agência global de informações (*Global Information Agency*), uma para fornecer créditos contingenciados aos países (*Contingent Global Financial Facility*) e outra para a reestruturação das economias (*Global Restructuring Agency*).

A primeira seria responsável pela avaliação da saúde e estabilidade das economias e de seus sistemas financeiros. O papel dessa agência seria essencialmente informacional, fornecendo um bem público ao mercado<sup>120</sup>.

---

<sup>119</sup> Eichengreen (1999) salienta que a alternativa de, uma vez aprovada, a linha de crédito não poder mais ser revogada pode gerar sérios problemas de perigo moral.

A segunda seria responsável por disponibilizar créditos aos países que, "(...) *although solvent, are facing temporary liquidity problems*" (Edwards, 1998, p. 01), mediante a adequação a padrões mínimos de transparência e saúde econômica. Somente os países que tivessem o certificado da agência informacional estariam qualificados para receberem os créditos que seriam de curta maturação e a "(...) *relatively high interest rates*" (Edwards, 1998, p. 01). Com ações desse tipo precedendo uma crise, a expectativa é de que a confiança seja restaurada mais rapidamente, em oposição ao mecanismo atual do Fundo que responde somente quando a crise já se instalou. A exigência de uma certificação da agência informacional reduziria a ocorrência de "*moral hazard*".

Por fim, a terceira agência forneceria créditos e conselhos sobre reformas estruturais aos países que se encontrem em crise.

De modo geral, não há muita diferença entre os papéis desempenhados pelas três agências e aqueles atualmente assumidos pelo FMI. A justificativa para "quebrar" as funções em agências diferentes é que cada uma delas seria pequena e mais eficiente do que é hoje o FMI. Além do mérito de claramente definir os papéis atribuídos a cada uma, não havendo as contradições entre as funções de agência de avaliação de riscos e de vigilância e prevenção de crises assumidas atualmente pelo Fundo (Vasquez, 1999). Mas essa independência não viria sem custos. Problemas de coordenação entre as três agências poderiam acontecer, devido à dificuldade de se estabelecer exatamente onde começa e onde termina a área de atuação de cada uma. A linha que divide essas atribuições pode ser muito tênue. De acordo com Eichengreen (1999, p. 103), "(...) *it makes little sense for one international agency to set standards for financial transparency and disclosure and an entirely different agency, with no say over the design of those standards, to condition its lending on them*"<sup>121</sup>.

---

<sup>120</sup> Eichengreen (1999) argumenta, no entanto, que, se há mesmo algum valor nessas avaliações, não existe nada que impeça que os mercados as realizem, com a vantagem deles estarem menos sujeitos a pressões políticas. A lógica para que o FMI (ou outra agência multilateral) desempenhe tal papel existe somente se acredita-se que o Fundo pode obter melhor acesso a essas informações e se elas são realmente relevantes, se não para impedir, pelo menos para prever com maior confiabilidade as crises.

<sup>121</sup> Além desse ponto, Eichengreen (1999) também questiona a implementação prática das agências que deveriam ter em seus quadros de funcionários pessoas altamente qualificadas e bem remuneradas (até mais do que no mercado), para que essas agências (sobretudo a agência de avaliação) pudessem ter uma performance melhor do que aquelas que atualmente o setor privado dispõe. Implícito na proposta também está que a comunidade financeira internacional estaria disposta a destinar mais recursos aos países com o "selo de aprovação", do contrário somente a linha de crédito contingenciada seria insuficiente. E, por fim, a proposta também assume que



Semelhante recomendação foi feita pela *Meltzer's Commission*. Muito embora a comissão não proponha a divisão da instituição, ela enfatiza a necessidade de "enxugá-la", eliminando de seu foco de ação os empréstimos de longo prazo e condicionados a reformas (tarefa a ser executada pelo Banco Mundial). O FMI deveria se concentrar em fornecer créditos de curto prazo a países solventes e funcionar como uma agência informacional (IFIAC, 2000).

Mais radicais do que as propostas de Edwards (1998) e IFIAC (2000) são aquelas de Barro (2000) e Schwartz (1998). Ambas postulam a extinção do FMI sem a criação de outra instituição multilateral em seu lugar.

Barro (2000) critica a "*Meltzer's Commission*" por não propor a extinção do FMI existente e, ao mesmo tempo, sugerir a criação de um "novo" FMI que teria como responsabilidade a assistência de curto prazo (como a *Contingent Global Financial Facility* de Edwards) para países que lhes falem liquidez (e não para insolventes), bem como a coleta de informações (ou seja, a agência informacional citada anteriormente) e a prescrição de conselhos econômicos. De acordo com Barro (2000), essas não são funções diferentes daquelas originalmente desempenhadas pelo FMI até a década de 70. Mas ele salienta que, sem nenhum mecanismo de controle, nada impediria que a nova instituição rapidamente cometesse os mesmos erros do passado de emprestar para países insolventes. "*Past mistakes will probably be repeated, and the elimination of the IMF would have been a better choice*" (Barro, 2000, p. 01).

Schwartz (1998) também comunga da mesma opinião, enfatizando que, após o colapso do sistema de taxas de câmbio fixas no início da década de 70, o FMI perdeu sua razão de existir. Mas a instituição, procurando "*(...)reinvent itself*" (Schwartz, 1998, p. 01) mudou seu foco para fornecer conselhos e informações para seus membros (novamente a agência informacional). Entretanto, após a crise mexicana, o Fundo se viu no direito de chamar para si a função de emprestador de última instância, solicitando a elevação das cotas dos membros, mesmo não tendo as características básicas para tal função: capacidade de "criar moeda" (só o faz mediante um processo demorado de consulta aos membros), ação rápida em momentos de

---

os governos estariam dispostos a aceitar a interferência simultânea de três organismos multilaterais sem a certeza dos benefícios. "*For all these reasons, Edwards's proposal is a nonstarter*" (Eichengreen, 1999, p. 103).

crise para detê-la e o poder de "*enforcement*" como o têm os Bancos Centrais nacionais. Além disso, segundo Schwartz (1998), nos dias de hoje, o mercado de capitais está pronto para emprestar a países enfrentando problemas de liquidez, imputando-lhes os custos que refletem os riscos inerentes. Portanto, "*(...) reform of the IMF is not the answer. It should be shut down*" (Shwartz, 1998, p. 02).

### 5.1.3 - A proposta de Calomiris

A proposta de reforma apresentada em Calomiris (1998a e 1999) tem como principal motivação a crença de que os empréstimos do FMI não são efetivos pois são muito dispendiosos, gastam muito tempo nas negociações, são subsidiados e servem apenas para salvar bancos insolventes e proteger os credores externos de perdas, gerando, assim, sérios problemas de perigo moral.

O teor de suas propostas é baseado na disciplina com que o mercado forçaria o setor financeiro e contempla, resumidamente, os seguintes pontos:

- a) Deveria existir uma maior regulação nos bancos dos países emergentes, sobretudo com a aplicação dos padrões internacionais (baseados no Acordo da Basileia). Em termos gerais, esse ponto da proposta não é muito distinto daquela de Eichengreen (1999) e do G-7 (1998). Em todas elas, a questão principal é estabelecer padrões internacionais, de modo a dar maior transparência aos sistemas financeiros domésticos;
- b) Os recursos do FMI seriam fornecidos somente aos países que gozassem de boa reputação. Ou seja, que atendessem aos padrões internacionais previamente estabelecidos. Além disso, os empréstimos teriam como características principais: *i*) recursos de curto prazo para resolverem dificuldades momentâneas de liquidez, tendo maturação máxima de 90 dias. Os países que não conseguissem honrar os compromissos com o Fundo dentro do prazo estariam excluídos de novas linhas de crédito do FMI por cinco anos; *ii*) os empréstimos deveriam ter garantias de 25% além do valor emprestado, em títulos do governo; *iii*) O FMI deveria cobrar uma taxa de juros de penalidade de 2% acima das taxas de mercado; *iv*) os empréstimos deveriam ser incondicionais.

- c) Os créditos disponíveis para empréstimos deveriam vir, além das cotas dos membros, de captações que o Fundo realizaria no mercado (principalmente com os bancos centrais dos países membros), dando como garantia os títulos recebidos dos governos devedores;
- d) Nem o FMI, nem outro organismo multilateral fariam qualquer empréstimo de emergência aos países, além da linha acima citada. Os empréstimos do Banco Mundial e de outros bancos regionais seriam destinados apenas a reformas de médio e longo prazos mediante condicionalidades.

A seguir, um quadro-resumo esboça as principais diferenças entre os objetivos e atribuições atuais do FMI comparativamente à nova instituição.

TABELA 5.1 - Comparativo entre as características atuais do FMI e a proposta de Calomiris

	FMI atual	"Novo" FMI
<b>Objetivos</b>	Assistência de liquidez, socorro a países insolventes, auxílio em reformas econômicas.	Assistência de liquidez
<b>Que países são elegíveis</b>	Todos	Somente os membros que gozarem de reputação mediante o atendimento de critérios específicos (Acordo da Basileia, por exemplo)
<b>Estrutura dos empréstimos</b>	Várias linhas de crédito	Somente uma, de curta maturação e mediante garantias
<b>Condicionalidades</b>	Negociadas e cada vez em maior número	Nenhuma
<b>Liberação dos recursos</b>	Depende de negociações entre o staff do Fundo e os governos domésticos. Em geral, a decisão é muito demorada.	Imediata
<b>Interseção com recursos do Banco Mundial e outros</b>	Frequente	Limites de atuação bem definidos para cada Instituição. Sem sobreposição de áreas de atuação

Fonte: Calomiris (1998a).

Com o mesmo detalhamento característico das sugestões de Calomiris (1998a e 1999), a proposta da "*Meltzer's Commission*" possui também as mesmas diretrizes gerais daquela, enfatizando que as operações do FMI deveriam ser apenas para provisão de liquidez<sup>122</sup>, de curta maturação, com taxas de juros mais elevadas do que as de mercado e com prioridade de repagamento. Como os empréstimos estariam limitados a problemas de liquidez "(...) *backed by pre-conditions that support financial soundness*" (IFIAC, 2000, p. 27), não haveria a necessidade para a imposição de condicionalidades.

<sup>122</sup> Empréstimos condicionados a reformas estruturais estariam a cargo do Banco Mundial.

Claramente, nas duas propostas, as questões de ajustes macroeconômicos não são abordadas pois passariam à competência de outras instituições, cabendo ao FMI somente o papel de fornecer liquidez a economias que enfrentam dificuldades momentâneas. *"This was the original intent of the IMF's founders, and it remains a legitimate objective of IMF policy"* (Calomiris, 1999, p.04).

#### 5.1.4 - Conselhos sobre a taxa de câmbio

As duas citações abaixo dão conta das críticas e do que é proposto para as questões cambiais.

*"The Wall Street Journal view, that only pegged exchange rates are compatible with monetary and financial stability, is vulnerable to the criticism that pegged rates are strongly associated with crisis"* (Eichengreen, 1999, p. 104).

*The IMF worked mightily, and wrong-headedly, to make the world safe for these short-term money managers. The IMF bought into the investment banker's mantra: exchange-rate stability above all else. The Wall Street Journal parroted an even stronger line in favour of wholly fixed exchange rates. After all, if central banks devote their reserves to a defence of the exchange rate, and if the IMF dedicates its funds to the defence of central banks, lending to emerging market is like shooting fish in a barrel. Or so it seemed-until a stamped began in the other direction"* (Sachs, 1998a, 0.3).

Taxas de câmbio fixas e mercado de capitais com alta mobilidade são um incentivo para os especuladores. O compromisso dos governos em dar credibilidade à sua moeda mantendo a paridade não prepara o mercado para uma eventual mudança. Ela incentiva bancos e empresas a acreditarem que não há necessidade de operações de seguro contra flutuações cambiais. Há, implicitamente, um seguro contra tais variações fornecido pelo compromisso do governo com a paridade.

Quando os agentes descobrem que as promessas não podiam ser cumpridas, o inevitável acontece e não só a credibilidade do governo é abalada, mas também a solvência de muitas instituições (financeiras ou não), na medida em que a corrida por seguros contra futuras flutuações pressiona ainda mais o câmbio (Eichengreen, 1999; Eichengreen e Hausmann, 1999; Eichengreen e Portes, 2000; Sachs, 1998a; IFIAC, 2000 e Tobin, 1998).

Por outro lado, recomendar que os países que adotam taxas de câmbio fixas avisem o mercado sobre a possibilidade de mudanças e, com isso, encorajem os agentes a contratarem operações de seguro, é acreditar em sua ingenuidade.

*"Any government operating a peg that send the message that it is prepared to change the rate invites a speculative attack. The first priority of any government seeking to peg the currency is to convince the markets that is committed to maintaining that peg"* (Eichengreen, 1999, p. 104).

Portanto alta mobilidade e crescimento dos fluxos internacionais de capitais e taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, é uma combinação potencialmente propensa a levar os países a crises pois significa tornar a política monetária endógena e dependente do desempenho do país nas contas externas, coisa que poucos governos, na prática, estão dispostos a fazer voluntariamente. Além disso, implica também a autoridade monetária abrir mão de sua função de prestador de última instância.

Então, duas possibilidades surgem para um arranjo cambial mais compatível com alta mobilidade de capitais. Uma delas é uma *"currency board"*, alternativa bem mais fácil de dizer do que de implementar, e poucos países estariam dispostos e preparados a seguir um caminho de total delegação da política monetária, não só no curto prazo, mas também em um futuro distante. Isto porque ela *"(...) make impossible for the bank to perform its normal domestic functions, either that of macroeconomic stabilizer or that of lender of last resort"* (Tobin, 1998, p. 01)

A outra é permitir que as moedas fltuem. Eichengreen (1999) sugere que o FMI *"(...) should therefore push more of its members to adopt policies of greater exchange flexibility before they are forced to do so in a crisis"*. (p. 105).

Ainda que a mudança para um regime mais flutuante não signifique isolar completamente o país dos choques externos, a passagem de forma mais suave de uma situação de câmbio fixo (mas ajustável) para o regime de flutuação mais livre, em um período de prosperidade, com o governo não vinculando todos os alvos de suas políticas às questões cambiais, pode implicar que a sua credibilidade não seja totalmente abalada (esse, talvez, o grande temor dos países que adotam o regime), caso o processo tenha que ser acelerado.

Portanto cabe ao FMI um papel fundamental de encorajar os países a moverem-se, de maneira mais suave e ordeira, para regimes de maior flexibilidade cambial o quanto antes. As

recomendações da *Meltzer's Commission* na área vão na mesma direção. *"The IMF should use its policy consultations to recommend either firmly fixed (currency board, dollarization) or a fluctuating rates"*. [Mesmo reconhecendo que os dois extremos não são apropriados para todos os países em todos os momentos, a comissão sugere](...) *however, that mixed systems such as pegged rates or fixed but adjustable rates increase the risk and severity of crises"* (IFIAC, 2000, p. 07).

Como fazer essa transição, Eichengreen (1999) e IFIAC (2000) sugerem as consultas sob o Artigo IV como o instrumento.

O caminho em direção à maior flexibilidade do câmbio não implica, necessariamente, deixá-lo flutuar livremente. Há uma grande diferença entre intervenções para estabilizar eventuais flutuações e o compromisso total com uma paridade fixada. Mesmo que o custo da flexibilidade seja a realidade de conviver com uma volatilidade inerente ao regime, é bem provável que a ausência daquele compromisso explícito e formal do governo com a paridade incentive operações mais seguras por parte dos agentes. Certamente as desvalorizações não passarão sem deixar algumas seqüelas na economia, mas talvez seja mais fácil conviver com elas do que com a ameaça constante de crises.

Mesmo nas situações onde as taxas de câmbio fixas podem ser "temporariamente" benéficas para países que estão tentando estabilizar os preços<sup>123</sup> (como aconteceu no Brasil no caso do Plano Real), o FMI deveria ser cauteloso em endossar tal estratégia. O problema é que ela sofre de inconsistência temporal, pois os governos a colocam como a parte mais importante do seu programa de estabilização. Uma vez estabilizados os preços domésticos, caberia a eles caminhar para uma maior flexibilidade enquanto há um fluxo favorável de capitais, sinalizando suas intenções para que os agentes se preparem para uma maior variação no câmbio (Eichengreen e Mussa, 1998 e Sachs, 1998a).

Na prática, poucos governos estão dispostos a atuarem dessa maneira, pois, se a política cambial é o alicerce de suas políticas anti-inflacionárias, o temor é que o mercado interprete a sinalização como uma mudança de rumo na condução das políticas de contenção da inflação. Desse modo, freqüentemente os governos preferem esperar mais tempo até que

---

<sup>123</sup> Sachs (1998a) argumenta que *"(...) the only real exception to floating rates comes at the start of stabilization from extreme inflations, when exchange-rate targeting is more efficient than monetary targeting"* (p. 03).

uma crise bata à porta (Eichengreen, 1999 e Sachs, 1998a). Ao FMI cabe, então, o papel de incentivar e endossar uma transição mais suave para os países que adotaram a estratégia para contenção dos preços, e não atuar em sentido contrário, enfatizando a necessidade de "lutar" pela paridade até as últimas conseqüências.

### **5.1.5 - Medidas para encorajar a reestruturação dos débitos**

Eichengreen (1999, cap. 5) sugere que as medidas mais importantes para facilitar as negociações de débitos em momentos de crise devem passar muito mais por ações de cunho doméstico, mediante a incorporação de cláusulas nos contratos de empréstimos externos, tais como: a divisão dos custos de ajustamento entre credores e devedores (reduz o risco moral por parte dos credores), a criação de comitês de credores (para superar os problemas de coordenação em momentos de stress), cláusulas de não antecipação de pagamentos se isso comprometer a capacidade de pagamento do país, etc.

Enquanto a decisão sobre tais medidas deveria respeitar a soberania dos países, caberia ao FMI incentivar o seu uso, via concessão de empréstimos em condições mais favoráveis aos países que as implementassem, vinculando a liberação das prestações a elas. Na verdade, a proposta de Eichengreen (1999) não é diferente daquilo que o FMI faz atualmente em relação aos critérios de performance. Seria apenas incluir mais um aos já existentes, ou mesmo a criação de uma linha de crédito específica para essa finalidade.

Muito embora seja uma medida importante na direção de maior estabilidade do sistema, Eichengreen (1999) reconhece que ela, por si só, não garante a estabilidade e precisaria ser complementada por outras ações, como a maior transparência tanto dos países como do FMI, corroborando parcialmente com os argumentos de Rodrik (1995) e Sachs (1997) no que diz respeito à maior abertura das operações da instituição. Ao mesmo tempo, Eichengreen (1999) questiona a real necessidade de uma total transparência por parte tanto dos países como do FMI, apontando duas ressalvas importantes.

A primeira delas diz respeito à dificuldade de se desenvolver indicadores que confiavelmente possam avisar antecipadamente o momento de uma crise. Sendo imperfeita essa capacidade de prever crises, o apito pode ser assoprado na hora errada, com efeitos talvez

mais perversos. *"Falling to warn of crisis is one thing, but warning of crisis that might not otherwise happen is more serious still"* (Eichengreen, 1999, p. 114).

É racional delegar a função de "assoprar o apito" ao Fundo, somente se ele pode obter melhores informações do que faria o mercado.

A segunda ressalva diz respeito à própria transparência das operações do FMI que, embora positiva, pois envia a mensagem aos países de que ela não faz parte somente da retórica da instituição, precisa ser analisada com cuidado, pois não necessariamente

*"(...) all IMF staff analyses should be placed on the web as soon as written or that Executive Board meetings should be broadcast on cable television, because this would simply shift all meaningful conversations between staff and management to the telephone and all Executive Board decision making to the cloakroom"* (Eichengreen, 1999, p. 114).

Mas isto não significa "esconder" documentos de programas por trinta anos ou mais (Eichengreen, 1999 e Sachs, 1994).

A sugestão é descobrir um equilíbrio entre a transparência e a confidencialidade das operações. *"Here, the US Federal Reserve Board, offers a model to follow"* (Eichengreen, 1999, p. 115). Divulgando as minutas de cada encontro com defasagem de seis semanas, o Federal Reserve deixa passar um lapso de tempo suficiente para que os participantes não as utilizem como *"inside information"* e, ao mesmo tempo, força o governo a mostrar coerência em suas decisões. Seis semanas talvez não seja o prazo adequado para o caráter das operações do FMI, tampouco trinta anos o será.

### **5.1.6 - O Fundo e a conta de capitais**

Um crescente número de críticas à atuação do FMI tem se concentrado nas crenças e atitudes da instituição em relação à abertura da conta de capitais e à acelerada integração dos mercados financeiros, sobretudo em relação à seqüência em que as reformas deveriam ser implementadas. Por muitos anos, a principal preocupação do FMI era uma supervisão do



Sistema Monetário Internacional, sobretudo nos assuntos relativos às políticas em direção à liberalização das operações da conta corrente.

Com a crescente onda de integração dos mercados financeiros, o Fundo, implícita ou explicitamente, tem expandido sua linha de ação também em direção à conta de capitais, sob o argumento análogo ao da abertura do comércio (Eichengreen, 1999). No entanto, os críticos dessa postura salientam que muitos dos efeitos positivos da liberdade na conta comercial têm sido amplamente documentados, enquanto aqueles da maior liberdade na conta de capitais ainda precisam ser melhor entendidos (ou documentados)<sup>124</sup>.

Isso não quer dizer que o processo deveria ser totalmente abandonado, tampouco aceitar o fato de que existe uma pressão crescente para a liberalização implica deixar todas as transações sem regulamentação (Eichengreen, 1999)<sup>125</sup>.

Na argumentação de Eichengreen (1999) e Eichengreen e Mussa (1998), nos mercados domésticos dos países em desenvolvimento, em geral, os bancos (e sistema financeiro) são frágeis, exigindo da autoridade monetária a imposição de algumas restrições sobre suas transações, sobretudo onde as práticas de gerenciamento de risco não estão bem apuradas. Esse mesmo argumento justificaria as regulamentações nas operações financeiras internacionais até de maneira mais intensa do que para as operações domésticas (Krugman, 1998), pois ali a assimetria de informações é mais importante, o risco de contágio para outras economias mais presente e o fato das obrigações, em geral, estarem cotadas em moeda estrangeira dificulta que a autoridade monetária doméstica possa funcionar como um prestador de última instância. Krugman (1998) sugere, inclusive, restrições sobre a movimentação de capitais, mesmo que ao custo de algum sacrifício de eficiência microeconômica.

*"The current case for capital controls is the same as the case for treating psychiatric disorders with mood-altering drugs. These drugs typically have side-effects; in an ideal world it would be best to treat the true source of the disorder. But in this case the best is enemy of the good"* (Krugman, 1998, p. 02).

---

<sup>124</sup> Para detalhes ver Kenen (1998), conforme citado em Eichengreen (1999).

<sup>125</sup> O que parece consenso entre os críticos, conforme documentado na seção 2.3, é a necessidade de uma maior regulamentação, e não a suspensão irrestrita do processo.

Mas isto "(...) *not mean that international financial transactions should be prohibited but that their cost should be influenced by regulation that takes into account their implications for systemic risk*" (Eichengreen, 1999, p. 117).

A sugestão de Eichengreen (1999) é que os bancos que tomem emprestado no exterior depositem, compulsoriamente, junto ao Banco Central, parte desses recursos em moeda estrangeira. Por outro lado, os bancos credores (bancos dos países desenvolvidos) deveriam ser induzidos a colocar maior risco nas operações realizadas com os bancos dos mercados emergentes. E, onde necessário, as autoridades domésticas deveriam reforçar as medidas acima com impostos sobre os fluxos de capitais de curto prazo, ao estilo chileno.

E, talvez, o mais importante, seja o respeito a uma seqüência lógica de liberalização da conta de capitais por parte do FMI. Primeiro a liberdade para investimentos diretos (pois eles são menos sensíveis a mudanças na conjuntura macroeconômica), depois os investimentos em ações e títulos e, somente numa etapa posterior, quando os mercados já estiverem devidamente regulamentados e uma rede de segurança for formada, remover as barreiras às operações "*offshore*" dos bancos (Eichengreen, 1999 e Stiglitz, 2002).

Então, uma emenda aos Artigos do Acordo que estabeleça também, como objetivos do FMI, a promoção da liberdade na conta de capitais pode ser um caminho. Isso porque não existe incoerência entre a regulamentação (e mesmo aplicação de impostos) e a liberdade de capitais. A conversibilidade diz respeito apenas a afastar as restrições quantitativas ao livre trânsito de recursos, mas nada impede que seja imputado aos participantes um alto custo (legitimado pelo Fundo) para determinadas transações que poderiam minar a estabilidade do sistema financeiro doméstico.

O risco desse mais novo objetivo do FMI é que, com tamanho poder e as influências políticas que a Instituição sofre, ao contrário da cadência necessária, o Fundo empurre os países ainda mais rapidamente em direção à completa e irrestrita liberalização do mercado de capitais, vinculando todas as suas políticas e a liberação de créditos a esse fim e opondo-se, de maneira autoritária, a toda e qualquer medida doméstica que possa limitar o fluxo de capitais.

Todas essas propostas de reforma do FMI e do sistema como um todo refletem a resposta aos problemas que foram neles detectados. No caso do Fundo Monetário Internacional, elas contemplam ainda mudanças no ambiente no qual o Fundo está inserido.

Particularmente, dadas as constatações empíricas e as conclusões aqui alcançadas, as convicções repousam sobre determinadas reformas como as mais plausíveis.

Tendo em mente os argumentos sobre o ambiente com informações imperfeitas que caracteriza as economias e a crença de que o mercado, por mais eficiente que seja, não é perfeito, a minha convicção é de que o FMI, ou uma instituição que execute suas funções, é necessário mesmo que ao custo da possibilidade de risco moral.

Assim como os bombeiros não questionam, em meio a um incêndio, se as vítimas são culpadas ou não pelo fogo, pois o mais importante é tentar salvar suas vidas, o FMI não deveria, em meio a uma crise, tentar encontrar os culpados. Inevitavelmente, ele estará salvando culpados junto com inocentes. Nos episódios de crises, como nos incêndios, aqueles que realmente são penalizados pouco participaram das decisões. Os participantes do jogo político e da tomada de decisões não são indivíduos totalmente desprovidos de interesses particulares (sejam eles nobres ou não), e mesmo que fossem, isso não é garantia de que o resultado de suas decisões seja o melhor para o bem-estar social.

Mesmo que o processo democrático permita que os resultados das políticas se aproximem do interesse público, é também verdade que a resposta dele não é automática e existem regras que precisam ser respeitadas. Assim, ao contrário de uma empresa que realizou maus negócios e seus sócios podem ser responsabilizados, no caso de um país a sociedade ainda não desenvolveu um mecanismo que responsabilize os governantes pelos seus erros de políticas, mesmo porque, não necessariamente, eles foram erros intencionais.

Nesse caso, quando uma crise bate à porta de um país, deixá-lo nas "mãos" do mercado, certamente irá penalizar os agentes que não foram os responsáveis pelas ações que deram origem aos problemas. Nesse sentido, o equilíbrio encontrado pelo mercado, embora possa ter o apelo da eficiência, corre o risco de jogar fora "a criança junto com a água suja".

Ainda que o FMI sofra dos mesmos problemas de desvio de objetivos que sofrem os governos (pois também é uma burocracia), e não exista um mecanismo que penalize a instituição no caso de erros de políticas, a minha crença é que o resultado seria pior sem ele. Na ausência dos bombeiros, certamente as pessoas seriam mais prudentes, mas, se mesmo assim acidentes acontecessem, muitas vidas inocentes seriam perdidas.

As reformas devem, portanto, tentar minimizar a possibilidade de perigo moral, conscientes da impossibilidade de sua eliminação e de não serem vinculadas a esse único objetivo (Tobin, 1998), mas sim à solução dos outros problemas detectados.

Na tentativa de relacionar as propostas de reformas às conclusões do trabalho, sejam elas empíricas ou que emergiram da avaliação das críticas destinadas ao Fundo, algumas considerações são pertinentes. Como conclusão geral dos resultados empíricos, constatou-se que as políticas do FMI não foram capazes de aliar a correção dos problemas externos à manutenção do crescimento. E mesmo no "*front*" externo a "cura" foi apenas temporária visto que invariavelmente os países recorreram novamente à instituição realçando uma relação de dependência e ineficiência dos programas. Além disso, o Fundo insistiu em reformas que não foram capazes de trazer a estabilidade desejada e que interferiram demasiadamente nas economias, atropelando instituições domésticas e, muitas vezes, minando o processo democrático. Ora impondo seu receituário padrão de medidas contracionistas, ora exigindo reformas estruturais em troca de ajuda financeira.

Diante desse quadro, a visão geral é a de que o Fundo agiu além de suas atribuições. Assumiu tarefas ao longo da sua existência que se distanciaram de seu mandato inicial, sofrendo interferências que minaram o processo cooperativo que deveria permear seu relacionamento com os países.

Com esse diagnóstico, as propostas que focam sobre a reforma da instituição deveriam seguir em duas direções: uma mudança no teor das políticas contidas nas condicionalidades (sejam elas direcionadas ao gerenciamento da demanda ou a reformas estruturais), ou a redução dos "poderes" da instituição. Particularmente acredito mais na segunda opção. Pois, mantendo a atual forma de atuar do FMI, sempre haverá espaço para ações discricionárias e contaminadas por interesses políticos. Assim, aquelas que reduzem os poderes da instituição, como as de Calomiris e da *Meltzer Commission*, parece-me, seriam mais eficientes.

O problema com elas é que, em certo sentido, não minimizam a interferência do FMI nas economias e dariam novamente o mesmo poder ao FMI, na medida em que excluiriam os países que não se adequassem aos parâmetros definidos pelo Fundo. O cadenciamento e a seqüência nas reformas necessárias poderiam ser novamente atropelados para que os países se tornassem elegíveis aos créditos da instituição.

Uma alternativa seria a não exclusão dos países, mas a cobrança de taxas de juros e garantias diferenciadas para os empréstimos. Isso daria a opção aos países de decidirem sobre o cadenciamento das reformas, garantindo-lhes, ao mesmo tempo, o acesso aos recursos do FMI em momentos de necessidade, mesmo que o ritmo das reformas não seja o desejado pela instituição.

Por mais que se proponham mudanças para o FMI, deve ficar claro que, muito embora elas tendam a promover um uso mais eficiente dos recursos da instituição e mesmo uma abordagem diferente em relação aos países, elas, em si, não mudarão a arquitetura do sistema financeiro internacional. Elas poderão ser um paliativo, mas não a cura para as "doenças". Parece que mais importante do que modificar a estrutura do Fundo propriamente dita seja trabalhar em seu ambiente de atuação. Não que a instituição seja perfeita, mas somente reformá-la não é garantia de sucesso para uma maior estabilidade.

As medidas mais importantes para impedir crises passam por ações domésticas, tanto dos países desenvolvidos como dos em desenvolvimento (algumas delas relacionadas anteriormente). Na visão de Eichengreen (1999), passam por ações que dêem maior confiança ao mercado (padrões internacionais de regulação, de auditoria, etc.), dando ao FMI somente a prerrogativa de fiscalizar sua implementação. Para Stiglitz (2002), além de maior confiança no mercado, uma mudança de fato passa por maior ênfase a questões sociais.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGHEVLI, Bijan B. e KHAN, Moshin S. Government deficits and the inflationary process in developing countries. *IMF Staff Papers*, v. 25, September, 1978.

BALESTRA, Pietro. Introduction to linear models for panel data. In *The econometrics of panel data handbook of theory and applications*, Laszló Mátyas & Patrick Silvestre (eds.), London, 1992.

BARRO, Robert J. If we can't abolish the IMF, let's at least make big changes. *Business Week*, April (10), 2000. <[http://www.businessweek.com/2000/00\\_15/b3676045.html](http://www.businessweek.com/2000/00_15/b3676045.html)> , em setembro de 2002.

BERNSTEIN, Boris e BOUGHTON, James. Adjusting to development: IMF and the poor. *Finance & Development*, September, 1994.

BERTRAND, Marianne; DUFLO Esther e MULLAINATHAN, Sendhil. How much should we trust differences-in-differences estimates? NBER Working Paper n. 8841, March, 2002. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w8841>>, acesso em agosto de 2002.

BIRD, Graham. Borrowing from the IMF: the policy implications of recent empirical research. *World Development*, v. 24, n. 11, p. 1753-1760, 1996.

\_\_\_\_\_ External financing and balance of payments adjustment in developing countries: getting a better policy mix. *World Development*, v. 25, n. 09, p. 1409-1420, 1997.

BLEJER, Mario I. & KHAN, Mohsin S. Government policy and private investment in developing countries, *IMF Staff Papers*, v. 31, June, 1984.

BLEJER, Mario I. & KHAN, Mohsin S. O investimento privado em países em desenvolvimento. *Finanças e Desenvolvimento*, junho, 1984(a).

BORDO, Michael D. e JAMES, Harold. The International Monetary Fund: its present role in historical perspective. *International Financial Institution Advisory Commission*, November 1999. Disponível em <<http://www.phanton-x.gsia.cmu.edu/IFIAC>>, acesso em abril 2000.

BORDO, Michael D. The Bretton Woods international monetary system: an historical overview. *NBER Working Papers* n. 4033, March, 1992.

BORDO, Michael D. The gold standard, Bretton Woods and other monetary regimes: an historical appraisal. *NBER Working Paper* n. 4310, April, 1993.

BORDO, Michael D. The Bretton Woods international monetary system: an historical overview. *NBER Working Paper* n. 4033, March, 1992.

BOUGHTON, James. From Suez to tequila: the IMF as crisis manager. *IMF Working Paper* n.. 97/90, July, 1997.

BROWN, E. M. Learning to love the IMF. *The New York Times*, April (18), 2000. Disponível em <<http://www.imf.org/abolish/loveimf.html>>, em setembro de 2002.

BURNSIDE, Craig, EICHENBAUM, Martin & REBELO, Sergio. Hedging and financial fragility in fixed exchange rate regimes. *NBER Working Paper* n. 7143, May, 1999.

CALOMIRIS, Charles W. The IMF's imprudent role as lender of last resort. *Cato Journal*, v. 17, n. 3, Winter, 1998.

\_\_\_\_\_ Blueprints for a new global financial architecture <<http://www.house.gov/jec/imf/blueprnt.htm>>, 1998a. Disponível em 27.09.2002.

\_\_\_\_\_ How to invent a new IMF. <[http://www.imf.org/reform/calomiris\\_2.html](http://www.imf.org/reform/calomiris_2.html)>, 1999. Disponível em setembro de 2002.

CALOMIRIS, Charles e MELTZER, Allan. Reforming the IMF, 1998.

CAMDESSUS, Michel. The IMF and the Challenges of Globalization - the Fund's evolving approach to its constant mission: the case of Mexico. Address by M. Camdessus, 95/17, 1995. Disponível em (<[www.imf.org/external/np/sec/mds/1995/mds9517.html](http://www.imf.org/external/np/sec/mds/1995/mds9517.html)>), acesso em 01.01.2002.

CARVALHO, M. Auxiliadora e SILVA, César R. L. Economia Internacional. São Paulo, Saraiva, 2000

CARVALHO, Fernando J. Cardim. The IMF as crisis manager: an assessment of the strategy in Asia and of its criticisms. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 23, n. 2, 2000.

CHOSSUDOVSKY, Michel. A globalização da pobreza: impactos das reformas do FMI e do Banco Mundial. Trad. Marylene Pinto Michael. São Paulo: Moderna, 1999.

CONWAY, Patrick. IMF lending programs: participation end impact. *Journal of Development Economics*, v. 45, p. 365-391, 1994.

\_\_\_\_\_ IMF programs and economic crisis: an empirical study of transition. 2000.

CROCKETT, Andrew. The theory and practice of financial stability. *Essays in International Finance* 203, April 1997, Princeton University.

\_\_\_\_\_ Stabilization policies in developing countries: some policy considerations. *IMF Staff Papers*, v. 28, n. 01, p. 54-79, March 1981.

DEE, Thomas S. The difference-indifferences estimator. EUA: 2002. Disponível em <<http://www.swarthmore.edu/socsci/tdee1/Teaching/ddf01.pdf>>, acesso em 23.08.02.

DICKS-MIREAUX, Louis, MECAGNI, Mauro e SCHADLER, Susan. Evaluating the effect of IMF lending to low-income countries. *Journal of Development Economics*, v. 61, 2000.

DONOVAN, Donald J. Macroeconomic performance and adjustment under Fund-Supported Programs: the experience of the seventies. *IMF Staff Papers*, v. 29, June 1982.

\_\_\_\_\_ Real responses associated with exchange rate action in selected upper credit tranche stabilization programs. *IMF Staff Papers*, v. 28, n. 4, December 1981.

EDWARDS, Sebastian . Abolish the IMF. *Financial Times*, November (13), 1998.

EDWARDS, Sebastian e KHAN, Mohsin S. Interest rate determination in developing countries: a conceptual framework. *IMF Staff Papers*, v. 32, September, 1985.

EICHENGREEN, Barry. Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda. Washington: Institute for International Economics, 1999.

\_\_\_\_\_ A globalização do capital: uma história do Sistema Monetário Internacional. Trad. Sérgio Blum, São Paulo: Ed. 34, 2000.

EICHENGREEN, Barry e HAUSMANN, Ricardo. Exchange rates e financial fragility. *NBER Working Paper* n. 7418, November 1999.

EICHENGRENN, Barry e MUSSA, Michael. Capital account liberalization and the IMF. *Finance&Development*, December, 1998.

EICHENGREEN, Barry e PORTES, Richard. Debt restructuring with and without the IMF. *International Financial Institution Advisory Commission*, February 2000. Disponível em <<http://www.phanton-x.gsia.cmu.edu/IFIAC>>, acesso em abril de 2001.

EICHENGREEN, Barry e SUSSMAN, Nathan. The international monetary system in the (very) long run. *IMF Working Paper* n. 0042, March 2000.

FELDSTEIN, Martin. Refocusing the IMF. *Foreign Affairs*, v. 77, n. 2, April 1998.

FISCHER, Stanley. Applied Economic in action: IMF programs. *AEA Papers and Proceedings*, v. 87, n. 2, May 1997.

FISCHER, Stanley. In defense of the IMF. Specialized tools for specialized task. *Foreign Affairs*, v. 77, n. 4, August 1998.



\_\_\_\_\_ Economic crises and the financial sector. IMF: 1998(a). Disponível em <<http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/091098.htm>>, acesso em 21.12.2001.

\_\_\_\_\_ Presentation to the International Financial Institution Advisory Commission – IFIAC, 2000. <<http://www.phanton-x.gsia.cmu.edu/IFIAC>>, acesso em junho de 2000.

\_\_\_\_\_ The Road to a sustainable recovery in Asia. Speeches, IMF: 1999. Disponível em <<http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/101899.htm>>, acesso em 21.12.2001.

FRANKEL, Jeffrey A. O modelo asiático: o milagre, a crise e o Fundo. In KRUGMAN, Paul (ed.). Crises Monetárias. São Paulo, Makron Books, 2001.

FRANKLIN, James. IMF conditionality, threat perception, and political repression: a cross-national analysis. *Comparative Political Studies*, v. 30, n. 5, p. 576-606, October, 1997.

GOLDSTEIN, Morris. IMF structural conditionality: how much is too much? *Institute for International Economics*, October, 2000. ([www.iie.com](http://www.iie.com)).

GOLDSTEIN, Morris e MONTIEL, Peter. Evaluating Fund stabilization programs with multicountry data: some methodological pitfalls. *IMF Staff Papers* v. 33, n. 02, June 1986.

GOLDSTEIN, Morris e KHAN, Moshin S. Income and price effects in foreign trade. *In Handbook of International Economics*, vol. II(p. 1041-1105), ed. By R. W. Jones and P. B. Kenen. Elsevier Science Publishers, 1985.

GREENE, William H. Econometric analysis, *Prentice Hall*, New Jersey, 1997.

GRUPO DOS 7 (G-7). Declaration of G7 finance Ministers and Central Bank Governors. October, 1998. Disponível em <<http://www.imf.org/external/np/g7/103098dc.html>>, em setembro de 2002.

GUITIAN, Manuel. Conditionality: past, present, future. *IMF Staff Papers*, v. 42, n. 04, December 1995.

HAQUE, Nadeem Ul & KHAN, Moshin S. Do IMF-Supported Programs Work? A survey of the cross-country empirical evidence. *IMF Working Paper* n. 98/169, December 1998.

HAQUE, Nadeem Ul & MONTIEL, Peter. Consumption in developing countries: test for liquidity constraints and finite horizons. *Review of Economic and Statistics*, v. 71, August, 1989.

HAQUE, Nadeem U., LAHIRI, Kajal e MONTIEL, Peter J. A macroeconomic model for developing countries. In KHAN, Moshin S., HAQUE, Nadeem Ul e MONTIEL, Peter J.(eds.). Macroeconomic models for adjustment in developing countries. *International Monetary Fund, Washington, 1991*.

HAQUE, Nadeem U. e MONTIEL, Peter J. Dynamic responses to policy and exogenous shocks in an empirical developing country model with rational expectations. In KHAN, Mohsin S., HAQUE, Nadeem U. e MONTIEL, Peter J.(eds.). *Macroeconomic models for adjustment in developing countries. International Monetary Fund, Washington, 1991.*

HAQUE, Nadeem U., MONTIEL, Peter J e SYMANSKY, Steven. A forward-looking macroeconomic simulation model for a developing country. In KHAN, Mohsin S., HAQUE, Nadeem U. e MONTIEL, Peter J.(eds.). *Macroeconomic models for adjustment in developing countries. International Monetary Fund, Washington, 1991.*

HECKMAN, James. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica* v. 47, n. 01, January 1979.

IFIAC. International Financial Institution Advisory Commission Report. Washington: 2000. Disponível em <<http://www.phanton-x.gsia.cmu.edu/IFIAC>>, acesso em abril de 2000.

International Monetary Fund (IMF). *IMF survey: suplement*, v. 30, September, 2001. <<http://www.imf.org/imfsurvey>>, em 09.09.2001.

\_\_\_\_\_ Conditionality in Fund-supported programs - Policy issues. Washington DC, IMF, February, 2001a.

\_\_\_\_\_ International Financial Statistics. IFS CD Rom versão 1.1.52, 2000.

JOHNSON Bryan t. e SCHAEFER, Brett D. Why IMF is ineffective. 1997. <<http://www.imf.org/finprograms/inneffect.html>>, disponível em setembro 2002.

KAPUR, Devesh. The IMF: a cure or a curse? *Foreign Policy*, summer 1998.

KELLER, Peter M. Implications of credit policies for output and the balance of payments. *IMF Staff Papers*, v. 27, September, 1980.

KHAN, Mohsin S, e KNIGHT, Malcom D. Stabilization programs in developing countries: a formal framework. *IMF Staff Papers* v. 28, p. 1-53, March 1981.

\_\_\_\_\_ Determinants of current account balances of non-oil developing countries in the 1970s. *IMF Staff Papers* v. 30, n. 04, December 1983.

\_\_\_\_\_ Import compression en export performance in developing countries. *Review of Economic and Statistics*, v. 70, May, 1988.

KHAN, Moshin S. Import and export in developing countries. *IMF Staff Papers*, v. 21, November, 1974.

\_\_\_\_\_The macroeconomic effects of fund-supported adjustment programs. *IMF Staff Papers* v. 37, n. 02, p. 195-231, June 1990.

\_\_\_\_\_Monetary shocks and the dynamics of inflation. *IMF Staff Papers*, v. 27, June, 1980.

KHAN, Mohsin S., HAQUE, Nadeem Ul e MONTIEL, Peter J.(eds.). Macroeconomic models for adjustment in developing countries. *International Monetary Fund, Washington, 1991*.

KNIGHT, Malcom e SANTAELLA, Julio A. Economic determinants of Fund financial arrangements. *IMF Working Paper* n. 94/36, March 1994.

KNIGHT, Malcom e WYMER, Clifford. A macroeconomic model of the United Kingdom. *IMF Staff Papers*, v. 25, December, 1978.

KRUEGER, Anne O. Whither the World Bank and the IMF? *NBER Working Paper* n. 6327, December 1997.

KRUGMAN, Paul. Start taking the prozac. World Economy Laboratory Columns Archive, May, 1998. <<http://www.imf.org/reform/krugman.html>> , em setembro de 2002.

KRUGMAN, Paul. É hora de ser radical com a crise da Ásia. Rio de Janeiro: 2000. Disponível em <<http://www.race.nuca.ieufrj.br>>, acesso em agosto de 2002.

\_\_\_\_\_The Ponzi paradigm. *New York Times*, March 12, 2000(a).

\_\_\_\_\_Errors of Commission. *New York Times*, March 5, 2000(b).

\_\_\_\_\_Crises monetárias. Trad. Néilson Carvalheiro. São Paulo: Makro Books, 2001.

KRUGMAN, Paul e OBSTFELD, Maurice. *Economia Internacional: teoria e política*. São Paulo, McGraw-Hill, 1999.

LAHIRI, Ashok K. Dynamics of Asian savings: the role of growth and age structure. *IMF Staff Papers*, v. 36, March, 1989.

LAILER, David and O'SHEA, Patrick. An empirical macro-model of an open economy under fixed exchange rates: the United Kingdom, 1954-1970. *Economica*, n. 47, May, 1980.

LANE, Timothy e PHILLIPS, Steven. IMF financing and moral hazard. *Finance & Development*, June 2001.

LICHTENSZTEJN, Samuel e BAER, Mônica. Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial: estratégias e políticas do poder financeiro. São Paulo, Editora Brasiliense, 1987.

McDONALD, Donogh C. Debt capacity and developing country borrowing: A survey of the literature. *IMF Staff Papers* v. 29, n. 04, December 1982.

MAGEE, Stephen. The empirical evidence on the monetary approach to the Balance of Payments and exchange rates. *American Economic Review*, v. 66, May, 1976.

MASSON, Paul R. e MUSSA, Michael. The role of the IMF: financing and its interactions with adjustment and surveillance. *International Monetary Fund*, Pamphlet Series, n. 50, 1997.

MELTZER, Allan H. What's wrong with the IMF? What would be better. 1998, disponível em <<http://www.imf.org/reform/meltzer.html>>, acesso em setembro de 2002.

\_\_\_\_\_ Reform of the IMF and World Bank. *Carnegie Mellon University*, 2000(a).

\_\_\_\_\_ Statement of Allan H. Meltzer on the Report of the IFIAC. *Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*. Washington: 2000c. Disponível em <[www.phanton-x.gsia.cmu.edu/IFIAC](http://www.phanton-x.gsia.cmu.edu/IFIAC)>, acesso em abril de 2000

MELTZER, Allan H & CALOMIRIS, Charles W. Reforming the IMF. *Carnegie Mellon University's home page*, 1998.

MEYER, Bruce D. A quasi-experimental approach to the effects of unemployment insurance. *NBER Working Paper* n. 3159, November, 1989.

\_\_\_\_\_ Natural and quasi-natural experiments in economics. *NBER Working Paper* n. 170, December, 1994.

MIKKELSEN, Jan G. A model for financial programming. *IMF Working Paper* n. 98/80, June, 1998.

MUSSA, Michael e SAVASTRANO, Miguel. The IMF approach to economic stabilization. *IMF Working Paper* n. 99/104, July 1999.

OMOTUNDE, Johnson e SALOP, Joanne. Distributional aspects of stabilization programs in developing countries. *IMF Staff Papers*, v. 29, December 1982.

PASTOR, Manuel. The effects of IMF programs in the third world: debate and evidence from Latin America. *World Development*, v. 15, n. 02, p. 249-262, 1987.

PERSSON, Torsten e TABELLINI, Guido. Double-edged incentives: institutions and policy coordination. In Ronald Jones e Peter B. Kenen, ed. *Handbook of International Economics*, v. III (p. 1973-2030). North Holland, Amsterdam, 1995.

PRZEWORSKI, Adam, VREELAND, James R. The effect of IMF programs on economic growth. *Journal of Development Economics*, v. 62, p. 385-421, 2000.

POLAK, Jacques J. The IMF monetary model at forty. *IMF Working Paper* n. 97/49, April 1997.

\_\_\_\_\_ The IMF monetary model: a hard perennial. *Finance & Development*, December 1997(a).

\_\_\_\_\_ The changing nature of IMF conditionality. Technical Paper n. 41, Paris, Organization for Economic Co-Operation and Development, 1991 . Disponível em <<http://www.oecd.org/dev/PUBLICATION/tp/tp41.pdf>>, acesso em dezembro de 2001.

RADELET, Steven e SACHS, Jeffrey. The East Asia financial crisis: diagnosis, remedies, prospects. *Harvard Institute for International Development*, April, 1998.

\_\_\_\_\_ What have we learned, so far, from the Asian Financial crisis? *CAER II Discussion Paper* n. 37, *Harvard Institute for International Development*, March, 1999.

REICHMANN, Thomas M. e STILLSON, Richard T. Experience with programs of balance of payments adjustment: stand-by arrangements in the higher tranches, 1963-72. *IMF Staff Papers*, v. 25, n. 02, June 1978.

RICHARDS, Donald G. The Political economy of neo-liberal reform in Latin America: a critical appraisal. *Capital&Class*, n. 61, September 1998

RODRIK, Dani. Why is there multilateral lending? *NBER Working Paper* n. 5160, June, 1995.

\_\_\_\_\_ Who needs capital account convertibility. *Essays in International Finance*, n. 207, 1998.

ROMER, David. *Advanced Macroeconomics*. McGraw-Hill, 1996.

SACHS, Jeffrey D. IMF, reform thyself. *Wall Street Journal*, July (21), 1994.

\_\_\_\_\_ Power unto itself. *Financial Times*, December (11), 1997.

\_\_\_\_\_ Fixing the IMF remedy. *The Banker*, February 1998, London.

\_\_\_\_\_ Global capitalism - making it work. *The Economist*, September, 12, 1998a. London.

\_\_\_\_\_ O socorro do FMI ao Brasil será mais um fracasso. Folha de São Paulo, novembro (04), 1998b.

\_\_\_\_\_. Sachs to the IMF: get real. *Global Finance*, September 1999. New York.

\_\_\_\_\_. How the IMF failed its patients. *Global Finance*, August 1999a. N.Y.

SACHS, Jeffrey e LARRAIN, B. Felipe. Macroeconomia. McGraw-Hill. São Paulo, 1995.

SACHS, Jeffrey; TORNELL, Aaron e VELASCO, Andrés. The collapse of the Mexican peso: what have we learned? *NBER Working Paper*, n. 5142, June, 1995.

SANTAELLA, Julio A. Stylized facts before IMF-supported macroeconomic adjustment. *IMF Staff Papers*, v. 43, n. 3, September, 1996.

SCHWARTZ, Anna J. Time to terminate the IMF. *Cato Institute*, 1998. Disponível em <<http://www.imf.org/abolish/time.html>>, em setembro de 2002

SCHWARTZ, Anna . Time to terminate the ESF and the IMF. Processed, 1998a.

SIMONSEN, Mário H. e CYSNE, Rubens P. Macroeconomia. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1995.

SOLOMON, Robert. The international monetary system, 1945-1976: an insider's view. New York: Harper and Row, 1976.

STIGLITZ, Joseph. What I learned at the world economic crisis. *The Insider*, April, 2000.

\_\_\_\_\_ Failure of the Fund: rethinking the IMF response. *Harvard International Review*, Summer, 2001.

\_\_\_\_\_ A globalização e seus malefícios. Trad. Bazán Tecnologia e Linguística. São Paulo: Futura, 2002.

SUMMERS, Lawrence. Why America needs the IMF? Wall Street Journal, March (27), 1998. <[www.imf.org/abolish/whynneeds.html](http://www.imf.org/abolish/whynneeds.html)>. Em 27.09.2002.

SUNDARAM, Sankaran. The big mark over conditionality. *Asian Finance*, v. 17, September 1991.

SUNDARARAJAN V. e SUBHASH Thakur. Public investment, crowding out, and growth: a dynamic model applied to India and Korea. *IMF Staff Papers*, v. 27, p. 814-855, December, 1980.

TANZI, Vito. Inflation, real tax revenue, and the case for inflationary finance: theory with application to Argentina. *IMF Staff Papers*, v. 25, September, 1978.

TOBIN, James. Financial Globalization: can national currencies survive? *World Bank Conference on Development*. Washington: April, 1998. Disponível em <<http://www.imf.org/reform/tobin.html>>, em setembro de 2002.

TRIFFIN, Robert. *Gold and dollar crisis*. New Haven: Yale University Press, 1960.

TRIFFIN, Robert. O colapso monetário internacional e a reconstrução em abril de 1972. In *Economia Internacional*. Org. José A. Savassini, Pedro Sampaio Malan e Werner Baer. São Paulo: Saraiva, 1979.

\_\_\_\_\_ A evolução do Sistema Monetário Internacional: reavaliação histórica e perspectivas futuras. In *Economia Internacional*. Org. José A. Savassini, Pedro Sampaio Malan e Werner Baer. São Paulo: Saraiva, 1979(a).

VASQUEZ, Ian. The International Monetary Fund: challenges and contradictions. *International Financial Institution Advisory Commission*, September 1999. Disponível em <[www.phanton-x.gsia.cmu.edu/IFIAC](http://www.phanton-x.gsia.cmu.edu/IFIAC)>, acesso em abril 2001.

VOLCKER, Paul e GYOHTEN, Toyoo. *A nova ordem econômica: as finanças internacionais, o surgimento dos novos blocos regionais e a ameaça à hegemonia americana*. Trad. Vânia Conde e Viviane Castanho. Porto Alegre, Ed. Ortiz, 1993.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Introductory econometrics*. IE-Thomson, 2000.

\_\_\_\_\_ *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT Press, 2001.

## Anexo A - Breve digressão sobre o enfoque monetário do balanço de pagamentos

O enfoque monetário do balanço de pagamentos foi primeiro desenvolvido no Fundo na segunda metade da década de 50. O modelo veio da necessidade de assegurar que os países que recorressem à instituição pudessem corrigir seus problemas dentro de um período razoavelmente curto. Assim o FMI necessitava de um entendimento das causas dos déficits e das medidas de política para corrigi-las. Ele precisava de instrumentos qualitativos e quantitativos, que pudessem avaliar se as políticas dos países com problemas levariam à solução do problema. Assim nasceu a ênfase monetária do balanço de pagamentos.

A simplicidade do modelo baseava-se em dois pontos principais:

- i)* A falta de dados sobre as economias da maioria dos países membros e a inexistência de modelos econométricos para descrever as economias;
- ii)* Focava sobre variáveis que as autoridades podiam controlar e estavam disponíveis.

O desenho do modelo permite estudar os efeitos sobre a renda e o balanço de pagamentos de duas importantes variáveis, consideradas exógenas na maioria dos países logo no pós-II Guerra. Eram elas, mudanças nas exportações e criação de crédito bancário. Formalmente<sup>126</sup>:

$$\Delta MO = \kappa \Delta Y \quad (\text{A.1})$$

$$M = mY \quad (\text{A.2})$$

$$\Delta MO = \Delta R + \Delta D \quad (\text{A.3})$$

$$\Delta R = X - M + K \quad (\text{A.4})$$

Onde:

---

<sup>126</sup> Essas equações são baseadas em Polak (1997) e Polak (1997.a).



**MO** = Oferta monetária**D** = Crédito doméstico do sistema bancário**Y** = PIB**K** = fluxo de capitais externos do setor não bancário**M** = Importações**κ** = inverso da velocidade de circulação da moeda**R** = Reservas**m** = propensão marginal a importar**X** = Exportações

Fazendo algumas substituições, tem-se:

$$\Delta Y = \frac{\Delta D + \Delta R}{\kappa} \quad (\text{A.5})^{127}$$

Com base nas equações do modelo, algumas inferências podem ser feitas sobre o comportamento das variáveis. Uma elevação duradoura nas exportações (por qualquer motivo que seja) terá como resultado um também duradouro incremento nas reservas, mas somente uma melhora transitória no balanço de pagamentos. Pois, à medida que a renda começar a crescer, a tendência é que  $\Delta M$  seja positivo e o resultado no balanço de pagamentos revertido.

Aumentos no crédito doméstico, com o tempo, serão totalmente compensados via importações e perda de reservas. Além do que o estoque de moeda (**MO**), ou a oferta monetária, passa a ser uma variável endógena. Portanto, ela não pode ser diretamente controlada a não ser via controle sobre as reservas ou sobre o crédito doméstico.

Pode ser útil uma pequena alteração nas equações para substituir o crédito doméstico da economia como um todo (que é uma variável de controle mais difícil), pelas operações de criação de crédito do Banco Central. Formalmente:

---

<sup>127</sup> Partindo da equação fundamental da Teoria Quantitativa da Moeda, temos  $(MO)V = Y \rightarrow MO = \kappa Y$  (onde  $Y = PQ$  e  $\kappa$  é o inverso da velocidade de circulação da moeda). Assim,  $\kappa Y = MO \rightarrow \kappa Y = \Delta MO_t - MO_{t-1} \rightarrow \kappa Y = \Delta R + \Delta D + \kappa Y_{t-1} \rightarrow \kappa(\Delta Y) = \Delta R + \Delta D$ .

$$\Delta H = \Delta R + \Delta DBC \quad (\text{A.6})$$

Onde:

**H** = Base monetária<sup>128</sup>

**DBC** = Crédito doméstico do Banco Central

Como dever estar claro, a base monetária é menor que a oferta monetária **MO** (pois aquela inclui apenas **DBC** e não o crédito doméstico de toda a economia). De outro modo, a oferta monetária será um múltiplo da base monetária.

$$\Delta MO = q\Delta H \quad (\text{A.7})$$

Onde **q** é o multiplicador monetário.

Manipulando A.6, tem-se:

$$\Delta R = \Delta DBC - \Delta H \quad (\text{A.8})$$

A equação A.8 transmite uma idéia importante sobre o enfoque monetário do balanço de pagamentos. Uma meta típica dos programas do FMI é estabelecer valores para o resultado no balanço de pagamentos que se reflete na acumulação de reservas, baseada na viabilidade externa do país e na sua capacidade de obter créditos em moeda estrangeira.

---

<sup>128</sup> Alternativamente, a base monetária pode ser medida como a soma do papel-moeda em poder do público e as reservas bancárias.

O passo seguinte é estabelecer uma previsão para a demanda por moeda e adequar a base monetária ( $\Delta H$ ) a ela. Então, dado o crescimento das reservas e da base monetária, a equação (A.8) diz à autoridade monetária qual deverá ser o comportamento do crédito doméstico do Banco Central consistente com a meta externa e o crescimento da demanda por moeda. "Tipicamente, um plano de estabilização imposto pelo FMI incluirá um limite sugerido de expansão do crédito doméstico" (Dornbusch e Fischer, 1991, p. 892). Isso evita a tentação do Banco Central de aumentar seu crédito ao governo em virtude de déficits orçamentários (a não ser ao custo de redução do crédito ao setor privado).

Um controle mais efetivo sobre o crédito doméstico implica uma coerência com os objetivos externos. Um aperto monetário (em geral presente nos programas do Fundo) tende a elevar a taxa de juros e reduzir os gastos. Ou seja, "(...) a abordagem monetária como é usada pelo FMI se alicerça em uma política monetária restritiva para controlar o balanço de pagamentos" (Dornbusch e Fischer, 1991, p. 893).

Em uma economia aberta e com o câmbio fixo, a oferta monetária total passa a ser endógena. Controlando o crédito doméstico, a autoridade garante que as variações na oferta monetária acontecerão somente via mudanças nas reservas. Com a queda nos gastos, induzida por uma política monetária mais restrita, o impacto tende a ser uma melhora no balanço de pagamentos, tanto na conta de capitais como na balança comercial.

"O uso dos tetos para o crédito doméstico é uma política dura para melhorar o balanço de pagamentos. Mas a simplicidade do instrumental conceitual e o aparente caráter definitivo das recomendações políticas para as quais ele leva, freqüentemente o torna a melhor ferramenta política disponível, especificamente se a ação dramática é necessária e a credibilidade das políticas governamentais precisa ser restaurada" (Dornbusch e Fischer, 1991, p. 893).

O modelo composto pelas equações A.1, A.2, A.4, A.5, A.6 e A.7, apesar de simples "(...) constitutes the logical core of the Fund's programming exercise, which has received the name of Financial Programming, and since the early 1950's has made up the center piece of the analysis to Fund conditionality" (Polak, 1997, p. 07).

Embora o modelo acima tenha sido usado como um importante instrumento dos programas de financiamento por parte do Fundo, com o passar dos anos as condicionalidades têm contemplado também aspectos de ajustamento estrutural, desregulamentação do mercado

de trabalho, privatização, etc. Ou seja, todas as políticas que objetivam alterar a estrutura e dar maior eficiência à economia, mas que não estão contempladas naquela versão simples do modelo.

Portanto um número de mudanças sobre o modelo original tem sido considerado, particularmente no que se refere à taxa de câmbio, crescimento e inflação<sup>129</sup>, mas sem alterações fundamentais "(...) *because it is comprehensive in scope and eclectic in nature*" (Polak, 1991, p. 44). Nessa tentativa de compatibilizar o modelo original com os desenvolvimentos tanto da ciência como das operações do FMI, Khan e Knight (1981) aperfeiçoaram aquela versão, enfocando sempre a importância dos desequilíbrios monetários no comportamento das principais variáveis macroeconômicas. A análise deles pode ser considerada como "(...) *a generalization of the models developed in the context of the monetary approach to the balance of payments, and is also consistent with the philosophy underlying the financial programming approaches followed in the Fund*" (Kahn e Knight, 1981, p. )<sup>130</sup>.

---

<sup>129</sup> Polak (1997) descreve as mudanças que têm sido consideradas em novas formulações.

<sup>130</sup> Desenvolvimentos posteriores, inclusive contemplando formação de expectativas racionalmente são encontrados em onze artigos publicados pelo FMI e editados por Khan, Montiel e Haque (1991).

**Anexo B - Objetivos do FMI**

- 1. To promote international monetary cooperation through a permanent institution which provides the machinery for consultation and collaboration on international monetary problems.*
- 2. To facilitate the expansion and balanced growth of international trade, and to contribute thereby to the promotion and maintenance of high levels of employment and real income and to the development of the productive resources of all members as primary objectives of economic policy.*
- 3. To promote exchange stability, to maintain orderly exchange arrangements among members, and to avoid competitive exchange depreciation.*
- 4. To assist in the establishment of a multilateral system of payments in respect of current transactions between members and in the elimination of foreign exchange restrictions which hamper the growth of world trade.*
- 5. To give confidence to members by making the general resources of the Fund temporarily available to them under adequate safeguards, thus providing them with opportunity to correct maladjustments in their balance of payments without resorting to measures destructive of national or international prosperity.*
- 6. In accordance with the above, to shorten the duration and lessen the degree of disequilibrium in the international balance of payments of members.*

### **Anexo C - Diretrizes gerais sobre condicionalidades**

De acordo com a decisão número 6056-(79-38), de 2 de março de 1979 o "Executive Board" (re)definiu as diretrizes que deveriam permear as condicionalidades integrantes dos programas de auxílio da Instituição<sup>131</sup>. São elas:

- 1. Members should be encouraged to adopt corrective measures, which could be supported by use of the Fund's general resources in accordance with the Fund's policies, at an early stage of their balance of payments difficulties. The article IV consultations are among the occasions on which the Fund would be able to discuss with members adjustment programs, including corrective measures, which would enable the Fund to approve a stand-by arrangement.*
- 2. The normal period for a stand-by arrangement will be one year. If, however, a longer period is requested by a member and considered necessary by the Fund to enable the member to implement its adjustment program successfully, the stand-by arrangement may extend beyond the period of one year. This period in appropriate cases may extend up to but not beyond three years.*
- 3. Stand-by arrangements are not international agreements and therefore language having a contractual connotation will be avoided in stand-by arrangements and letters of intent.*
- 4. In helping members to devise adjustment programs, the Fund will pay due regard to domestic social and political objectives, the economic priorities, and the circumstances of members, including the causes of their balance of payments problems.*
- 5. Appropriate consultation clauses will be incorporated in all stand-by arrangements. Such clauses will include provision for consultation from time to time during the whole period in which the member has outstanding purchases in the upper limit tranches. This provision will apply to whether the outstanding purchases were made under a stand-by arrangement or in other transactions in the upper credit tranches.*

---

<sup>131</sup> Guitian (1995), Goldstein (2000) e FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

6. *Phasing and performance clauses will be omitted in stand-by arrangements that do not go beyond the first credit tranche. They will be included in all other stand-by arrangements but these clauses will be applicable only to purchases beyond the first credit tranche.*

7. *The Managing Director will recommend that the Executive Board approve a member's request for the use of the Fund's general resources in the credit tranches when it is his judgement that the program is consistent with the Fund's provisions and policies and that it will be carried out. A member may be expected to adopt some corrective measures before a stand-by arrangement is approved by the Fund, but only if necessary to enable the member to adopt and carry out a program consistent with the Fund's provisions and policies. In these cases the Managing Director will keep Executive Directors informed in an appropriate manner of the progress of discussions with the member.*

8. *The Managing Director will ensure adequate coordination in the application of policies relating to the use of the Fund's general resources with a view to maintaining the nondiscriminatory treatment of members.*

9. *The number and content of performance criteria may vary because of the diversity of problems and institutional arrangements of members. Performance criteria will be limited to those that are necessary to evaluate implementation of the program with a view to ensuring that the achievement of its objectives. Performance criteria will normally be confined to (i) macroeconomic variables, and (ii) those necessary to implement specific provisions of the Articles or policies adopted under them. Performance criteria may relate to other variables only in exceptional cases when they are essential for the effectiveness of the member's program because of their macroeconomic impact.*

10. *In programs extending beyond one year, or in circumstances where a member is unable to establish in advance one or more performance criteria for all or part of the program period, provision will be made for a review in order to reach the necessary understandings with the member for the remaining period. In addition, in those exceptional cases in which an essential feature of the program cannot be formulated as a performance criterion at the beginning of a program year because of substantial uncertainties concerning major economic trends, provision will be made for a review by the Fund to evaluate the current macroeconomic policies of the member, and to reach new understandings if necessary. In*

*these exceptional cases the Managing Director will inform Executive Directors in an appropriate manner of the subject matter of a review.*

*11. The staff will prepare an analysis and assessment of the performance under programs supported by use of the Fund's general resources in the credit tranches in connection with Article IV consultations and as appropriate in connection with further requests for use of the Fund's resources.*

*12. The staff will from time to time prepare, for review by the Executive Board, studies of programs supported by stand-by arrangements in order to evaluate and compare the appropriateness of the programs, the effectiveness of the policy instruments, and the observance of the programs, and the results achieved. Such reviews will enable the Executive Board to determine when it may be appropriate to have the next comprehensive review of conditionality.*



## **Anexo D - Facilidades financeiras do FMI<sup>132</sup>**

O FMI fornece assistência financeira aos seus membros que enfrentam dificuldades temporárias no balanço de pagamentos. O Fundo não fornece recursos para objetivos específicos (projetos de infra-estrutura, por exemplo).

Os crédito do FMI são divididos em dois grandes grupos: "*concessional*" e "*nonconcessional*". No primeiro caso, os recursos são fornecidos a taxas de juros subsidiadas a países pobres via linha de crédito "*Poverty Reduction and Growth Facility*" (PRGF). Já no segundo grupo, o Fundo oferece uma série de linhas de crédito contingenciadas à adoção de determinadas políticas ou ao acontecimento de eventos imprevistos, cujos termos dependem da severidade e duração dos problemas (IMF, 2001).

### **Facilidades Regulares**

#### ***a) Reserve Tranche***

Cada membro tem uma reserva na extensão pela qual a quantidade de sua moeda na Conta de Recursos Gerais (GRA) excede a sua cota. Aí são excluídos, para cálculo da reserva, os valores que foram originados de retiradas feitas pelo país membro sob qualquer linha de financiamento do FMI. O saque da "Reserve Tranche" pode ser efetuado na sua totalidade a qualquer momento, contanto que o país se encontre com problemas no balanço de pagamentos. Essa retirada não se constitui em uso de recursos do Fundo e, portanto, não está sujeita à cobrança de juros ou à necessidade de pagamento.

#### ***b) Credit Tranches***

Os créditos do FMI são disponibilizados em "*tranches*" (ou segmentos) de 25% da cota de cada membro. O primeiro "*Credit Tranche*" pode ser retirado de uma só vez (não é liberado em prestações) e não está sujeito à imposição de condicionalidades ou critérios de

---

<sup>132</sup> Baseado em Guitian (1995), Polak (1991) e IMF (2001).

performance. O único requisito é que o país esteja enfrentando dificuldades no balanço de pagamentos e demonstre estar se esforçando para corrigi-las.

As retiradas subseqüentes (*upper credit tranche*), no entanto, são realizadas em prestações e as liberações condicionadas à implementação de políticas previamente acordadas. Normalmente, essas retiradas estão relacionadas com operações de *stand-by* ou EFF (*Extended Fund Facility*). Eventualmente, junto com os critérios de performance são prescritas algumas reformas estruturais, quando for o caso. Os critérios de performance são as ferramentas usadas para avaliar a implementação do programa, bem como subsidiar possíveis renegociações.

**i) *Stand-By Arrangements - 1952***

Essa linha de crédito permite a retirada de determinada quantia durante um período específico. Os recursos são concedidos em parcelas trimestrais e a liberação de cada parcela é condicionada ao atendimento dos critérios de performance acordados. Esses critérios podem cobrir grandes áreas da economia do país como: políticas de crédito, empréstimos do setor público, restrições comerciais, empréstimo externo e níveis de reservas. Se os critérios não são atingidos, liberações adicionais só serão efetuadas se os envolvidos, Fundo e país membro, chegarem a um acordo sobre o assunto.

Embora as condicionalidades pertencentes a essa linha de crédito contenham alguns aspectos de reformas estruturais, eles são, em geral, menos elaborados e exigentes.

Essa modalidade de crédito normalmente cobre um período entre 12 e 18 meses, e o pagamento pode ser efetuado entre 3 e 5 anos após cada retirada.

**ii) *Extended Fund Facility (EFF) - 1974***

Fornece auxílio aos países membros por um período de tempo maior e em quantidades mais elevadas do que aquelas do "*Stand-by*". Normalmente essa linha de crédito funciona por 3 anos (mas pode ser prorrogada por mais um ano), com liberações trimestrais de recursos mediante o cumprimento dos critérios de performance acordados. Ela visa cobrir distúrbios no balanço de pagamentos considerados conseqüência de problemas estruturais da economia e que, portanto, necessitam de um tempo maior para serem corrigidos.

O país que solicita essa linha de crédito deve apresentar um programa realçando as políticas e objetivos para o período total do acordo. Deve também, a cada ano, detalhar as políticas que ele seguirá nos próximos 12 meses. Aqueles que utilizam essa linha de financiamento devem resgatar sua moeda dentro de 4 a 10 anos de cada retirada, conforme o caso.

## **Facilidades Especiais**

### ***a) Systemic Transformation Facility (STF) - 1993***

Essa facilidade temporária foi criada em 1993 para atender às necessidades das economias em transição, sobretudo aquelas surgidas por problemas no balanço de pagamentos devido a mudança para um regime de mercado. Os recursos eram limitados a 50% da cota do membro (independente de uso de recursos em outras linhas de financiamento) e podia ser retirado em duas parcelas.

No entanto, desde maio de 1995 essa linha de crédito não está mais ativa.

### ***b) Compensatory and Contingency Financing Facility (CCFF) - 1963***

O componente compensatório dessa facilidade especial fornece recursos aos membros que apresentam problemas no balanço de pagamentos oriundos de quedas temporárias nas receitas de exportações ou aumento nos custos de importação (sobretudo de cereais) provocados por eventos externos.

O componente de contingência ajuda os membros que já estão sob algum programa do FMI a manter o ritmo do seu esforço de ajustamento (reformas), quando da ocorrência de um choque externo imprevisto. A linha de crédito é fornecida para cobrir parte do efeito líquido de desvios desfavoráveis e facilmente identificáveis em variáveis macroeconômicas importantes (e voláteis) afetando a posição na conta corrente. Aqueles desvios são medidos em relação às projeções estabelecidas e acordadas quando do início de um acordo. Quando o desvio supera as margens de segurança estabelecidas e se espera que não será compensado por desvios positivos em outras variáveis importantes, a ajuda é disparada.

Desvios favoráveis (como um choque positivo nas exportações) também podem disparar um comportamento simétrico via redução nas retiradas ou mesmo um pagamento antecipado das obrigações.

Os recursos eram liberados de uma só vez e as condições do empréstimo eram apenas que o país membro afirmasse que cooperaria com o Fundo no esforço de encontrar, se fosse o caso, soluções mais apropriadas para as dificuldades no balanço de pagamentos. Em geral, esperava-se que os problemas enfrentados pelos países que se enquadravam nessas facilidades fossem temporários e não necessitassem de ajustes rapidamente.

Em 2000 o componente de contingência foi eliminado (passando a linha a se chamar "*Compensatory Financing Facility*"). Com essa mudança, a retirada ficou limitada a 45% da cota do membro para cada evento (perda de receitas ou aumento nos custos de importação), ou 55% para o caso de ambos os eventos acontecerem. A condição para o membro candidato ao empréstimo é que a situação no balanço de pagamentos seria normal, caso um dos eventos acima não tivesse acontecido.

### ***c) Assistências de Emergência - 1962***

Essa linha de crédito permite aos membros retiradas para resolver problemas no balanço de pagamentos tendo como origem desastres naturais. Nesse tipo de ajuda, os recursos não são liberados em parcelas nem estão sujeitos a critérios de performance.

Em 1996, complementando o evento de desastres naturais, o Fundo estendeu a facilidade a países que enfrentaram problemas no balanço de pagamentos provocados por distúrbios civis ou conflitos internacionais armados.

Para ambos os casos, o crédito está limitado a 25% da cota, embora, em casos especiais, esse limite possa ser dilatado.

***d) Supplement Reserve Facility (SRF) - 1997***

Fornece créditos de curto prazo (01 a 02 anos) a países com problemas no balanço de pagamentos relacionados à rápida perda de confiança por parte do mercado.

Essa facilidade é acionada quando o acesso às demais facilidades regulares do Fundo já excederam seus limites. Portanto, ela está disponível somente no contexto de outras linhas de crédito regulares.

***e) Contingent Credit Line (CCL) - 1999***

É uma linha de crédito preventiva, de precaução, destinada aos membros com economias saudáveis e que perseguem "boas" políticas (na visão do FMI) para evitar a possibilidade de contágios.

A princípio não há limites para as retiradas (embora se espere que não ultrapassem 500% da cota de cada membro). Essa linha tem prioridade de pagamentos por parte dos países membros e tem maturação de 1,5 a 2,5 anos. Quanto maior a maturação, mais elevada é a taxa de juros cobrada (sobretaxa).

Os países aptos a receber os recursos provenientes dessa linha de crédito devem atender a alguns critérios: a) não apresentar problemas no balanço de pagamentos; b) adotar políticas que estejam de acordo com o desejo do FMI; c) boas relações com os credores privados; d) possuir um programa econômico satisfatório. Ou seja, a economia do país deve estar "saudável", exceto pela possibilidade de um contágio.

Supõe-se que 1/3 dos recursos aprovados sejam liberados no ato da assinatura do acordo e o restante seja liberado de acordo com o alcance de metas. Como até o ano de 2000 nenhum país havia utilizado a facilidade, a Diretoria Executiva decidiu rever seus termos, simplificando as condições para assegurar liberações mais automáticas e reduzindo a sobretaxa de juros sobre os recursos. Uma nova revisão será conduzida em novembro de 2002.

## **Facilidades aos países pobres**

Essas facilidades são destinadas apenas aos países em desenvolvimento com níveis de renda *per capita* baixos (abaixo do nível que determina os créditos do IDA).

### ***a) Structural Adjustment Facility (SAF) - 1986***

Estabelecida em 1986, tinha como objetivo fornecer recursos para os países membros mais pobres para dar suporte a ajustamentos de médio prazo, bem como reformas estruturais. Nessa linha de crédito, os recursos eram liberados em prestações anuais, o que reduzia a influência do Fundo sobre o desempenho do país, dada a distância entre cada liberação.

Em novembro de 1993, o Executive Board decidiu que nenhum novo auxílio seria feito por essa linha de crédito.

### ***b) Enhanced Structural Adjustment Facility (ESAF) - 1987***

Estabelecida em 1987, essa linha de crédito foi ampliada em fevereiro de 1994. Com a decisão de suspender os empréstimos através da linha SAF, ela tornou-se o principal meio pelo qual o FMI fornece recursos aos países pobres, em condições mais favoráveis, quando aqueles países apresentam prolongados problemas no balanço de pagamentos.

Os recursos são destinados aos países pobres que pretendem implementar ajustamentos estruturais no médio prazo. Os países devem desenvolver em parceria com o Fundo (e, eventualmente com o Banco Mundial) um plano de ação para três anos. Nesse plano as autoridades domésticas devem descrever os objetivos econômicos, as políticas macroeconômicas e estruturais e as prioridades definidas.

Espera-se que as medidas de ajustamento ajudem a fortalecer o balanço de pagamentos, bem como promover o crescimento durante o período em questão. O acompanhamento é feito via critérios de performance trimestrais e semestrais.

As parcelas são liberadas semestralmente, baseadas no alcance dos critérios de performance e pagas em dez prestações semestrais começando no segundo semestre do quinto ano e terminando 10 anos após a data de cada liberação.

Apesar de parecerem iguais, as linhas de financiamento (SAF) e (ESAF) tinham diferenças importantes. Além dos prazos de liberação dos recursos, o que tornava as medidas sugeridas no SAF mais difíceis de serem cumpridas (liberações anuais), o Fundo sugeria um conjunto de medidas mais leves sobre essa linha. Ao contrário, a linha ESAF contemplava ações mais bem orientadas em direção a reformas estruturais e somente países dos quais uma performance sólida era esperada, participavam dessa linha. Aos demais, eram sugeridos os créditos da linha SAF, menos rigorosos e, também, com menor quantidade de recursos disponíveis.

Uma das explicações de por que o FMI aplicava diferentes padrões de condicionalidades ao mesmo grupo de países e a linhas de crédito aparentemente destinadas ao mesmo objetivo, é que a instituição "sentia-se" mais confortável com esse caminho duplo de acesso aos recursos. Isso permitia assistir também os países que demonstravam algum esforço em direção ao ajustamento, embora ainda com um longo caminho a percorrer. Assim, o Fundo teria a oportunidade de já começar a trabalhar com esse grupo de países para que, no futuro, reformas mais abrangentes fossem sugeridas.

### ***c) Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF) - 1999***

Criada em 1999 em substituição à ESAF, segue as mesmas diretrizes daquela linha de crédito.

## **Anexo E - O estimador de diferenças em diferenças**

Segundo Meyer (1994), tem existido um crescente número de trabalhos que adotam a linguagem e a metodologia do que tem sido chamado de "experimento natural", cujo objetivo é, via de regra, comparar os resultados observados para um grupo de indivíduos que sofreu algum choque (tratamento) com outros que não foram atingidos pelo tratamento (normalmente chamado de grupo de controle), tentando medir o efeito líquido desse tratamento.

No trabalho aqui proposto, os indivíduos são países em desenvolvimento e o choque (ou o tratamento) são as políticas do FMI. Então, buscou-se isolar quais efeitos no desempenho dos países tratados podem ser atribuídos ao FMI e suas políticas.

Para apresentar o instrumento de maneira menos formal, utilizou-se um exemplo retirado de Dee (2002). Nesse exemplo, o autor deseja estimar se a pena de morte teve um efeito dissuasivo sobre as taxas de homicídio nos estados americanos.

Primeiramente, ele estimou uma regressão simples com a taxa de homicídio como variável explicada e a quantidade de execuções como variável explicativa, utilizando as informações do ano de 1993 para os estados americanos. O resultado da regressão sugeria que a pena de morte tinha um efeito positivo sobre a taxa de homicídios, justamente ao contrário do que se esperava. A conclusão do autor é que poderia existir um viés nos resultados devido a variáveis omitidas. Pode ter acontecido que os estados, com muitas execuções, possuam variáveis não observáveis no modelo que incentivam as taxas de homicídio e, por isso, possuem muitas execuções.

A saída proposta foi estimar um modelo diferente, que comparava o desempenho dos estados que aumentaram suas execuções com aqueles que não. Ou seja, medir se o fato de aumentar o número de execuções teve um efeito negativo sobre a taxa de homicídio.

Em termos gerais, a idéia é que se, dispomos de informações de um grupo de indivíduos que não sofreu o tratamento (no caso, estados que não aumentaram o número de execuções) para o período antes e depois do tratamento, mas que tenha sofrido todas as outras influências (exceto o tratamento) que o grupo tratado sofreu, um mecanismo pode ser implementado para mensurar o efeito do tratamento. A técnica estatística, comumente usada



nesta situação, é chamada de "*difference-in-difference*". Formalmente, considerando somente dois períodos onde  $t=0$  é o período antes do tratamento e  $t=1$  é o período pós-tratamento, temos a seguinte equação:

$$Y_{it}^j = \beta + \beta_1 d_i + \beta_2 d_j + \beta_3 d_{ij} + \varepsilon_{it} \quad (\text{AE.1})$$

Onde:

$d_i = 1$  se  $t=1$  e zero se  $t=0$

$d_j = 1$  se o indivíduo foi tratado e zero caso contrário. Identifica o "*status*" do indivíduo, independente do período.

$d_{ij} = 1$  se  $t=1$  e  $j=1$ , e zero caso contrário. É uma "*dummy*" de interação que estará ligada após o tratamento somente para os países tratados ( $d_i d_j$ ).

É esperado que  $\beta_3$  capture o verdadeiro efeito causal do "tratamento" sobre o grupo tratado. Ou seja, estamos assumindo que  $\beta_3$  seja igual a zero na ausência do tratamento ( $E(\varepsilon_{ij} | d_{ij}) = 0$ ). Por outro lado,  $\beta_1$  sumariza as influências do tempo que afetaram ambos os grupos (uma "*dummy*" de tempo. Como no exemplo só se tem dois períodos, não se deve confundir com uma "*dummy*" que estará ligada somente durante/após o tratamento); e,  $\beta_2$ , captura possíveis diferenças entre os dois grupos antes do tratamento.

Voltando ao exemplo das execuções e da taxa de homicídio, com base na equação **A6.1** um novo modelo foi construído. Para tanto, foram também coletadas informações do ano de 1990 para as duas variáveis utilizadas. Assim,  $d_j = 1$  se o estado aumentou o número de execuções entre 1990 e 1993, e zero caso contrário;  $d_i = 1$  para o ano de 1993, e zero caso contrário; e  $d_{ij} = 1$  para os estados tratados e após o tratamento.

O coeficiente  $\beta_3$  será uma estimativa da diferença entre a mudança média na taxa de homicídios dos estados tratados (que elevaram as execuções) e daqueles que não foram tratados (Dee, 2002). Esquemáticamente, temos:

Status	Valor esperado da variável estudada		
	Período		Diferença
	Pós-tratamento	Pré-tratamento	
Grupo tratado	$\beta + \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$	$\beta + \beta_2$	$\beta_1 + \beta_3$
Grupo de controle	$\beta + \beta_1$	$\beta$	$\beta_1$
<i>Difference-in-difference</i>	$\beta_2 + \beta_3$	$\beta_2$	$\beta_3$

A diferença na primeira linha reflete tanto os possíveis efeitos do tratamento ( $\beta_3$ ), como também os efeitos de outros determinantes não observados que mudaram no período ( $\beta_1$ ). *"But note that the unobserved determinants unique to the treatment states ( $\beta_2$ ) have been eliminated by first-differencing"* (Dee, 2002, p. 02). A diferença na segunda linha reflete somente a influência de fatores não observados que mudaram no tempo e, portanto, afetaram também o grupo de controle. Portanto calcular a "diferença dessas diferenças" nos capacitará a isolar os efeitos da mudança de política nos indivíduos tratados, daqueles efeitos não observados e que afetaram a variável estudada durante o período da amostra. Ou seja, permitirá separar o efeito do aumento das execuções sobre a taxa de homicídios, controlando para outros determinantes, que não o tratamento, que também afetaram a taxa de homicídios.

Com esta nova estrutura, os resultados encontrados no artigo demonstram um efeito dissuasivo das execuções em relação ao número de homicídios, eliminando o viés anteriormente presente.

No entanto, apesar da facilidade, o método só fornecerá estimadores não viesados contanto que as mudanças nas políticas (ou o tratamento) não sejam sistematicamente relacionadas a outros fatores que afetam  $Y$  (Wooldridge, 2001). De outro modo, o modelo estará ameaçado com a possibilidade de viés nas estimativas se acontecerem outras interações entre  $j=1$  e  $t=1$ , como, por exemplo, alterações outras no ambiente econômico que não o tratamento em si que podem afetar ambos os grupos de maneiras diferentes (Meyer, 1994).

Infelizmente, essa é uma possibilidade a considerar no estudo dos países que implementaram um programa do FMI. Isto porque eles podem reagir de maneira diferente a choques externos (desvios de uma variável alvo de seu valor desejado) de maneira diferente, dependendo da sua propensão de ir ou não ao Fundo, influenciando os resultados futuros das variáveis estudadas.

## **Anexo F - Cronologia dos principais acontecimentos no FMI**

### **1944**

- Os Artigos do Acordo do FMI e do Banco Mundial foram assinados.

### **1945**

- Dezembro: os Artigos do Acordo entram em vigor após a assinatura de 29 governos.

### **1946**

- Março: encontro inaugural do Conselho de Diretores que concordam em localizar a sede do FMI em Washington.
- Maio: doze Diretores Executivos (cinco indicados e sete eleitos) realizam o encontro inaugural.
- Setembro-Outubro: primeiro encontro anual do Conselho de Diretores.

### **1947**

- Março: o FMI começa suas operações
- Maio: primeira retirada de recursos pelo governo francês.

### **1952**

- Agosto: Alemanha e Japão tornam-se membros.
- Outubro: o Conselho de Diretores aprova a proposta de padronização dos acordos de stand-by.

### **1962**

- Janeiro: o Conselho de Diretores aprova os termos e condições do "*General Arrangements to Borrow*" (GAB).

**1963**

- Fevereiro: criação da "*Compensatory Financing Facility*".

**1967**

- Setembro: o Conselho de Diretores aprova os planos para estabelecer os Direitos Especiais de Saque.

**1969**

- Julho: primeira emenda aos Artigos do Acordo estabelecendo as facilidades em termos de Direitos Especiais de Saque.

**1970**

- Janeiro: primeira alocação do DES.

**1971**

- Agosto: os Estados Unidos informam ao FMI que não mais comprarão e venderão ouro para estabilizar a cotação do dólar. A paridade do dólar e a conversibilidade em relação ao ouro são eliminadas.

- Dezembro: aprovação do acordo Smithsonian que realinha as moedas dos países industrializados e aumenta o preço do ouro.

**1973**

- Março: começam as "flutuações generalizadas" das moedas à medida que a Comunidade Européia introduz flutuações conjuntas de suas moedas em relação ao dólar.

**1974**

- Junho: o Conselho de Diretores estabelece a "Oil Facility" e adota as Diretrizes para o Gerenciamento do Câmbio Flutuante e novos métodos para a avaliação do valor do DES baseados em uma cesta com 13 moedas.

- Setembro: o FMI cria a "Extended Fund Facility" (EFF) para propiciar assistência de médio prazo para os membros com problemas no balanço de pagamentos, resultados de mudanças estruturais na economia.

### **1977**

- Agosto: o Conselho de Diretores estabelece a "Supplementary Financing Facility".

### **1978**

- Abril: a segunda emenda nos Artigos do Acordo entra em vigor, dando o direito aos países membros de adotar o regime cambial que escolherem.

- Setembro: aprovação para elevação de 50% nas cotas dos membros.

### **1979**

- Fevereiro: a "Supplementary Financing Facility" entra em vigor.

### **1980**

- Abril: o "Interim Committee" concorda que o Fundo deveria desempenhar um papel mais importante no financiamento e ajustamento dos países com problemas no balanço de pagamentos, fornecendo recursos em maior quantidade e a prazos mais longos.

### **1981**

- Maio: o FMI assina acordo com o governo da Arábia Saudita para tomar emprestado até 8 bilhões de DES visando financiar sua política de aumentar a participação no ajuste dos países com problemas. Nesse mesmo período, o FMI estende o financiamento aos membros com dificuldades no balanço de pagamentos ocasionadas pela elevação dos custos de importação de cereais. A facilidade é integrada à "Compensatory Financing Facility".

### **1982**

- Agosto: México encontra dificuldades em continuar honrando seus compromissos. É o início da crise dos países devedores.

### **1986**

- Março: o FMI estabelece a "Structural Adjustment Facility" para fornecer assistência em termos mais favoráveis aos países pobres com problemas no balanço de pagamentos.

### **1987**

- Fevereiro: o FMI participa pela primeira vez da reunião dos seis países mais ricos. Os Ministros das Finanças desses países concordam em intensificar a coordenação de políticas e cooperar para uma taxa de câmbio mais estável (acordo de Louvre).

- Dezembro: o FMI estabelece a "Enhanced Structural Adjustment Facility" (ESAF) para fornecer recursos a países pobres que estejam implementando reformas estruturais para melhorar seu balanço de pagamentos e fomentar o crescimento.

### **1988**

- Agosto: o Conselho de Diretores estabelece a "Compensatory and Contingency Financing Facility" para atender aos membros com queda nas receitas de exportações devido a eventos fora de seu controle.

### **1989**

- Maio: o Conselho de Diretores realça a estratégia de lidar com o problema dos países devedores baseado na proposta do Secretário do Tesouro americano, Nicholas F. Brady.

### **1990**

- Maio: estudos internos recomendam uma terceira emenda aos Artigos do Acordo, estipulando a perda de direito de voto aos países que não cumprirem suas obrigações com o FMI.

- Junho: o Conselho de Diretores propõe um aumento das cotas do Fundo de \$ 90 bilhões de DES para \$135,2 bilhões.

### **1991**

- Outubro: a União Soviética assina acordo com o FMI para cooperação técnica.

### **1992**

- Abril-Maio: o Conselho de Diretores aprova a adesão dos países da antiga União Soviética.
- Agosto: o FMI aprova um acordo de “*stand-by*” para a Rússia.

### **1993**

- Abril: o Conselho de Diretores aprova a criação da "Systemic Transformation Facility" para atender aos países com dificuldades no balanço de pagamentos originadas da transição de uma economia planificada para uma economia de mercado.

### **1994**

- Março-Maio: o FMI aprova a criação de três "Deputy Managing Director".

### **1995**

- Fevereiro: o Conselho de Diretores aprova um acordo de stand-by com o México no valor de \$ 12 bilhões de DES. Foi a maior operação do FMI até aquela época.

### **1996**

- Março: aprovação de crédito (EFF) no valor de \$ 6,9 bilhões de DES para a Rússia. A maior operação para essa linha de crédito à época.
- Abril: o FMI estabelece Padrões de Disseminação de Dados para os países desejando acessar o mercado internacional de capitais.

### **1997**

- Janeiro: o Conselho Diretor aprova o "New Arrangements to Borrow" (NAB) como principal fonte de recursos complementares no caso de necessidade.
- Abril: o Conselho de Diretores aprova a divulgação de informações e conclusões das consultas sob o Artigo IV, mediante permissão (ou requisição) dos países avaliados.
- Dezembro: o FMI aprova um acordo de stand-by com a Coreia no valor de \$ 15,5 bilhões de DES. O maior acordo financeiro na história do FMI até então. Ainda no auge da crise asiática o Fundo aprova a criação da facilidade "Supplement Reserv Facility" (SRF) para ajudar os

membros que sofrem de rápida perda de confiança do mercado. A facilidade é ativada no dia seguinte à sua criação para atender à Coreia.

### **1998**

- Abril: o FMI ativa o GAB pela primeira vez em 20 anos para financiar um aumento de recursos para a Rússia.

- Dezembro: o FMI ativa o NAB pela primeira vez para ajudar a financiar o acordo de stand-by com o Brasil.

### **1999**

- Janeiro: onze países europeus adotam a moeda comum, o Euro. A décima primeira revisão das cotas dos países eleva os recursos do FMI para \$212 bilhões de DES.

- Abril: o Conselho de Diretores aprova a criação da "Contingent Credit Lines" para atender aos países que perseguem políticas econômicas sólidas mas que podem ser afetados por contágio de outros países.

- Novembro: a linha de crédito ESAF é transformada em "Poverty Reduction and Growth Facility" (PRGF), cujo objetivo é fomentar o crescimento sustentável da renda e reduzir a pobreza.

### **2000**

- Fevereiro: o FMI elimina o componente de "contingência" da linha de crédito "Compensatory e Contingency Financing Facility" com o objetivo de torná-la mais simples e ágil.

- Março: o Conselho de Diretores indica Horst Köhler, da Alemanha, para ser o oitavo Managing Director da história do FMI.



## **Anexo G - Descrição das variáveis utilizadas da base de dados do Banco Mundial**

Series: **Private capital flows, net total** (DRS, current US\$) (BN.KLT.PRVT.CD.DT)

Net private capital flows consist of private debt and nondebt flows. Private debt flows include commercial bank lending, bonds, and other private credits; nondebt private flows are foreign direct investment and portfolio equity investment. Data are in current U.S. dollars.

Series: **Use of IMF credit** (DOD, current US\$) (DT.DOD.DIMF.CD)

Use of IMF credit denotes repurchase obligations to the IMF for all uses of IMF resources (excluding those resulting from drawings on the reserve tranche). These obligations, shown for the end of the year specified, comprise purchases outstanding under the credit tranches, including enlarged access resources, and all special facilities (the buffer stock, compensatory financing, extended fund, and oil facilities), trust fund loans, and operations under the structural adjustment and enhanced structural adjustment facilities. Data are in current U.S. dollars.

Series: **IBRD loans and IDA credits** (PPG DOD, current US\$) (DT.DOD.MWBG.CD)

IBRD loans and IDA credits are extended by the World Bank Group. The International Bank for Reconstruction and Development (IBRD) lends at market rates. Credits from the International Development Association (IDA) are at concessional rates. Data are in current U.S. dollars.

Series: **Portfolio investment, excluding LCFAR** (BoP, current US\$) (BN.KLT.PTXL.CD)

Portfolio investment excluding liabilities constituting foreign authorities' reserves covers transactions in equity securities and debt securities. Data are in current U.S. dollars.

Series: **Foreign direct investment, net** (BoP, current US\$) (BN.KLT.DINV.CD)

Foreign direct investment is net inflows of investment to acquire a lasting management interest (10 percent or more of voting stock) in an enterprise operating in an economy other than that of the investor. It is the sum of equity capital, reinvestment of earnings, other long-term capital, and short-term capital as shown in the balance of payments. This series shows total net, that is, net FDI in the reporting economy less net FDI by the reporting economy. Data are in current U.S. dollars.

Series: **Net capital account** (BoP, current US\$) (BN.TRF.KOGT.CD)

Net capital account includes government debt forgiveness, investment grants in cash or in kind by a government entity, and taxes on capital transfers. Also included are migrants' capital transfers and debt forgiveness and investment grants by nongovernmental entities. Data are in current U.S. dollars.

Series: **GDP growth (annual %)** (NY.GDP.MKTP.KD.ZG)

Annual percentage growth rate of GDP at market prices based on constant local currency. Aggregates are based on constant 1995 U.S. dollars. GDP is the sum of gross value added by all resident producers in the economy plus any product taxes and minus any subsidies not included in the value of the products. It is calculated without making deductions for depreciation of fabricated assets or for depletion and degradation of natural resources.

## Anexo H - Anos com créditos aprovados pelo FMI para os países da amostra

TABELA H.1 - Indicativo de créditos aprovados pelo FMI nas linhas stand-by, SAF, EFF, ESAF e PRGF - 1980-1999

COUNTRY NAME	Anos																			
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
ARGENTINA	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
BOLIVIA	1	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
BOTSWANA*	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BRAZIL	0	0	0	1	1	1	0	0	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	1	1
CHILE	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
COSTA RICA	1	1	1	0	0	1	0	1	1	1	0	1	0	1	0	1	1	0	0	0
DOMINICAN REPUBLIC	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0
EGYPT	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0
EL SALVADOR	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	1	0	1	1	1
GUATEMALA	0	1	0	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0
HONDURAS	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1
INDONESIA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
ISRAEL*	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
JORDAN	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
KENYA	1	1	1	1	0	1	0	0	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	0
KUWAIT*	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MALAYSIA*	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MAURITIUS	1	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MEXICO	0	0	0	1	1	0	1	1	0	1	1	1	1	0	0	1	1	0	0	1
MOROCCO	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0
NEPAL	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0
PARAGUAY	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PERU	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1
PHILIPPINES	1	0	0	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1
SAUDI ARABIA*	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SINGAPORE*	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SOUTH AFRICA	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SRI LANKA	1	0	0	1	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
THAILAND	0	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
URUGUAY	1	1	0	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1
VENEZUELA, REP. BOL.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	0	1	0	0	0

Fonte: construída a partir das informações contidas em IMF (2000a)

Nota: o número "um" significa que no ano/país específico houve aprovação de créditos do FMI, sacados ou não, nas linhas de crédito Stand-by, EFF, SAF ou PRGF. "Zero" indica que no ano/país específico não havia créditos aprovados por parte do Fundo.

## Anexo I - Resultados econométricos

### Anexo I.1 - Balanço de Pagamentos

#### Anexo I-1.1 - Resultados equação 4.1 por MQO

Dependent Variable: BP?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 06/27/02 Time: 08:07				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 615				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-201.6242	121.2251	-1.663222	0.0968
DUMMY?	195.7899	180.3050	1.085882	0.2780
R-squared	0.001920	Mean dependent var		-113.1208
Adjusted R-squared	0.000292	S.D. dependent var		2225.721
S.E. of regression	2225.397	Sum squared resid		3.04E+09
F-statistic	1.179140	Durbin-Watson stat		1.906744
Prob(F-statistic)	0.277958			

#### Anexo I-1.2 - Resultados equação 4.1 por GLS - curto prazo

Dependent Variable: BP?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 16:53				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 615				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.643350	3.030260	-2.522341	0.0119
DUMMY?	10.21546	3.965762	2.575914	0.0102
Weighted Statistics				
R-squared	0.000195	Mean dependent var		-20.47501
Adjusted R-squared	-0.001436	S.D. dependent var		2059.555
S.E. of regression	2061.033	Sum squared resid		2.60E+09
F-statistic	0.119624	Durbin-Watson stat		2.028218
Prob(F-statistic)	0.729561			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.002256	Mean dependent var		-113.1208
Adjusted R-squared	-0.003891	S.D. dependent var		2225.721
S.E. of regression	2230.047	Sum squared resid		3.05E+09
Durbin-Watson stat	1.900924			

#### Anexo I-1.3 - Resultados equação 4.1 por GLS - médio prazo

Dependent Variable: BP?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 18:48				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 615				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.628251	3.781903	-2.017040	0.0441
DUMMY_03?	6.099836	4.463962	1.366462	0.1723
Weighted Statistics				
R-squared	0.000052	Mean dependent var		-25.60731
Adjusted R-squared	-0.001580	S.D. dependent var		2052.539
S.E. of regression	2054.160	Sum squared resid		2.59E+09
F-statistic	0.031601	Durbin-Watson stat		2.028122
Prob(F-statistic)	0.858964			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.002262	Mean dependent var		-113.1208
Adjusted R-squared	-0.003897	S.D. dependent var		2225.721
S.E. of regression	2230.054	Sum squared resid		3.05E+09
Durbin-Watson stat	1.900942			

## Anexo I-1.4 - Resultados equação 4.2 por GLS - curto prazo

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-82.02524	32.68874	-2.509281	0.0124
DUMMY_PRETRA?	-182.4646	13.78038	-13.24090	0.0000
DUMMY?	-14.03932	10.66007	-1.317001	0.1883
DUMMY_1981?	100.1907	35.03028	2.860118	0.0044
DUMMY_1982?	-286.1360	49.53340	-5.776628	0.0000
DUMMY_1983?	43.77194	36.70646	1.192486	0.2335
DUMMY_1984?	195.7089	42.43192	4.612304	0.0000
DUMMY_1985?	68.78430	36.33553	1.893032	0.0588
DUMMY_1986?	222.9450	42.07804	5.298369	0.0000
DUMMY_1987?	182.6600	37.63285	4.853739	0.0000
DUMMY_1988?	87.67835	35.93177	2.440134	0.0150
DUMMY_1989?	154.1387	44.50486	3.463413	0.0006
DUMMY_1990?	325.3543	47.03462	6.917337	0.0000
DUMMY_1991?	222.3416	41.45189	5.363848	0.0000
DUMMY_1992?	94.81484	43.11964	2.198878	0.0283
DUMMY_1993?	106.2167	40.90745	2.596512	0.0097
DUMMY_1994?	126.4281	40.90545	3.090740	0.0021
DUMMY_1995?	81.91248	38.77002	2.112779	0.0350
DUMMY_1996?	193.6758	35.36766	5.476071	0.0000
DUMMY_1997?	110.9889	38.20991	2.904716	0.0038
DUMMY_1998?	74.64688	39.26830	1.900945	0.0578
DUMMY_1999?	113.0550	42.33805	2.670292	0.0078
Weighted Statistics				
R-squared	0.086747	Mean dependent var	-19.24758	
Adjusted R-squared	0.054406	S.D. dependent var	1743.564	
S.E. of regression	1695.471	Sum squared resid	1.70E+09	
F-statistic	2.682251	Durbin-Watson stat	1.997236	
Prob(F-statistic)	0.000079			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.010224	Mean dependent var	-113.1208	
Adjusted R-squared	-0.024827	S.D. dependent var	2225.721	
S.E. of regression	2253.181	Sum squared resid	3.01E+09	
Durbin-Watson stat	1.898606			

## Anexo I-1.5 - Resultados equação 4.2 por GLS - médio prazo

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-85.60884	32.09256	-2.667561	0.0078
DUMMY_PRETRA?	-179.7002	13.42397	-13.38651	0.0000
DUMMY_03?	-1.498381	10.75316	-0.139343	0.8892
DUMMY_1981?	99.79942	34.42338	2.899175	0.0039
DUMMY_1982?	-304.5748	49.24947	-6.184327	0.0000
DUMMY_1983?	37.40774	36.54294	1.023665	0.3064
DUMMY_1984?	190.3771	42.42180	4.487719	0.0000
DUMMY_1985?	66.37891	36.25579	1.830850	0.0676
DUMMY_1986?	219.7170	41.62140	5.278943	0.0000
DUMMY_1987?	177.7478	38.12213	4.662589	0.0000
DUMMY_1988?	84.01246	36.01065	2.332989	0.0200
DUMMY_1989?	152.9462	44.36730	3.447273	0.0006
DUMMY_1990?	315.7098	46.25871	6.824872	0.0000
DUMMY_1991?	220.3382	41.57192	5.300168	0.0000
DUMMY_1992?	93.42029	42.93739	2.175733	0.0300
DUMMY_1993?	101.6144	40.17280	2.529432	0.0117
DUMMY_1994?	122.9177	41.16309	2.986114	0.0029
DUMMY_1995?	87.88723	38.78008	2.266298	0.0238
DUMMY_1996?	189.3203	35.03574	5.403634	0.0000
DUMMY_1997?	109.2254	37.78388	2.890795	0.0040
DUMMY_1998?	69.82397	39.20174	1.781144	0.0754
DUMMY_1999?	106.3479	41.71807	2.549205	0.0110
Weighted Statistics				
R-squared	0.090390	Mean dependent var	-20.46267	
Adjusted R-squared	0.058177	S.D. dependent var	1748.123	
S.E. of regression	1696.510	Sum squared resid	1.71E+09	
F-statistic	2.806069	Durbin-Watson stat	1.998625	
Prob(F-statistic)	0.000035			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.010698	Mean dependent var	-113.1208	
Adjusted R-squared	-0.024337	S.D. dependent var	2225.721	
S.E. of regression	2252.642	Sum squared resid	3.01E+09	
Durbin-Watson stat	1.898972			

## Anexo I-1.6 - Resultados equação 4.3 por GLS - avaliação pós-tratamento

Dependent Variable: BP?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 20:00				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 615				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-81.15019	31.83555	-2.549044	0.0111
DUMMY_PRETRA?	-194.5972	14.90711	-13.05398	0.0000
DUMMY_TRAT?	-11.96023	12.29058	-0.973122	0.3309
DUMMY_POSTRA?	20.00065	13.20332	1.514819	0.1304
DUMMY_1981?	96.83512	34.22848	2.829080	0.0048
DUMMY_1982?	-304.3973	49.20683	-6.186077	0.0000
DUMMY_1983?	32.63220	36.24000	0.900447	0.3682
DUMMY_1984?	188.1980	42.19480	4.460219	0.0000
DUMMY_1985?	65.12717	36.11789	1.803183	0.0719
DUMMY_1986?	213.4500	40.54025	5.265139	0.0000
DUMMY_1987?	170.6953	37.88654	4.505432	0.0000
DUMMY_1988?	79.82129	35.69992	2.235896	0.0257
DUMMY_1989?	154.1698	44.42693	3.470189	0.0006
DUMMY_1990?	309.2924	46.30731	6.679127	0.0000
DUMMY_1991?	216.6402	41.43878	5.227959	0.0000
DUMMY_1992?	93.72348	42.94962	2.182172	0.0295
DUMMY_1993?	94.96287	40.03022	2.372280	0.0180
DUMMY_1994?	114.4372	41.24624	2.774489	0.0057
DUMMY_1995?	84.51285	38.06207	2.220396	0.0268
DUMMY_1996?	189.1906	35.03876	5.399467	0.0000
DUMMY_1997?	107.6468	37.65424	2.858822	0.0044
DUMMY_1998?	70.42664	39.23752	1.794880	0.0732
DUMMY_1999?	107.1053	41.74698	2.565582	0.0105
Weighted Statistics				
R-squared	0.090556	Mean dependent var	-20.30104	
Adjusted R-squared	0.056759	S.D. dependent var	1747.024	
S.E. of regression	1696.720	Sum squared resid	1.70E+09	
F-statistic	2.679424	Durbin-Watson stat	1.999477	
Prob(F-statistic)	0.000059			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.010724	Mean dependent var	-113.1208	
Adjusted R-squared	-0.026039	S.D. dependent var	2225.721	
S.E. of regression	2254.513	Sum squared resid	3.01E+09	
Durbin-Watson stat	1.898855			

## Anexo I-1.7 - Resultados equação 4.4 por GLS - avaliação pós-tratamento

Dependent Variable: BP?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:05				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 336				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	55.10061	4.824913	11.42002	0.0000
DUMMY?	-19.45467	10.95381	-1.776065	0.0767
DUMMY_1981?	-29.45975	5.650315	-5.213825	0.0000
DUMMY_1982?	-163.4493	143.7743	-1.136846	0.2565
DUMMY_1983?	-80.92929	13.91804	-5.814706	0.0000
DUMMY_1984?	33.14094	69.39725	0.477554	0.6333
DUMMY_1985?	-65.49134	17.31936	-3.781395	0.0002
DUMMY_1986?	135.3007	21.07606	6.419638	0.0000
DUMMY_1987?	-89.70592	14.69767	-6.103410	0.0000
DUMMY_1988?	-138.9492	9.105845	-15.25934	0.0000
DUMMY_1989?	-7.152093	90.31817	-0.079188	0.9369
DUMMY_1990?	152.0059	29.81220	5.098782	0.0000
DUMMY_1991?	-53.78039	8.406684	-6.397337	0.0000
DUMMY_1992?	-108.9088	90.85837	-1.198665	0.2316
DUMMY_1993?	100.1583	12.39185	8.082602	0.0000
DUMMY_1994?	-31.65229	14.12089	-2.241523	0.0257
DUMMY_1995?	-175.0221	23.00659	-7.607476	0.0000
DUMMY_1996?	-26.64369	7.565936	-3.521532	0.0005
DUMMY_1997?	153.7818	12.27228	12.53083	0.0000
DUMMY_1998?	-63.17254	30.52162	-2.069764	0.0393
DUMMY_1999?	-18.07770	22.43590	-0.805749	0.4210
Weighted Statistics				
R-squared	0.090015	Mean dependent var	75.18482	
Adjusted R-squared	0.032238	S.D. dependent var	1731.384	
S.E. of regression	1703.247	Sum squared resid	9.14E+08	
F-statistic	1.557976	Durbin-Watson stat	1.925152	
Prob(F-statistic)	0.061411			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.002378	Mean dependent var	-138.1198	
Adjusted R-squared	-0.060963	S.D. dependent var	2613.291	
S.E. of regression	2691.770	Sum squared resid	2.28E+09	
Durbin-Watson stat	2.063768			

Anexo I-1.8 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 80

Dependent Variable: BP?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/17/02 Time: 11:39				
Sample: 1980 1989				
Included observations: 10				
Total panel observations 308				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-37.29262	33.35681	-1.117991	0.2645
DUM_80_PAIST?	-95.96185	22.12946	-4.336384	0.0000
DUMMY_PRETRA?	-170.0265	22.02914	-7.718253	0.0000
DUMMY_TRAT?	79.27791	24.52135	3.233016	0.0014
DUMMY_POSTRA?	108.6590	23.20126	4.683324	0.0000
DUMMY_1981?	57.76146	33.46571	1.725990	0.0854
DUMMY_1982?	-276.7851	44.45406	-6.226317	0.0000
DUMMY_1983?	1.537409	36.75701	0.041826	0.9667
DUMMY_1984?	100.6855	40.17741	2.506022	0.0128
DUMMY_1985?	38.90877	37.09842	1.048799	0.2951
DUMMY_1986?	201.0827	40.25274	4.995505	0.0000
DUMMY_1987?	100.4667	37.63196	2.669716	0.0080
DUMMY_1988?	94.30122	37.23891	2.532330	0.0119
DUMMY_1989?	127.5436	42.94715	2.969780	0.0032
Weighted Statistics				
R-squared	0.106101	Mean dependent var	-147.9402	
Adjusted R-squared	0.066575	S.D. dependent var	1996.564	
S.E. of regression	1928.959	Sum squared resid	1.09E+09	
F-statistic	2.684332	Durbin-Watson stat	1.874895	
Prob(F-statistic)	0.001391			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.004738	Mean dependent var	-247.1807	
Adjusted R-squared	-0.039270	S.D. dependent var	2960.782	
S.E. of regression	3018.357	Sum squared resid	2.68E+09	
Durbin-Watson stat	1.751975			

Anexo I-1.9 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 90

Dependent Variable: BP?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/17/02 Time: 12:14				
Sample: 1990 1999				
Included observations: 10				
Total panel observations 307				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	205.1943	32.01878	6.408562	0.0000
DUM_90_PAIST?	7.019597	16.27954	0.431191	0.6666
DUMMY_PRETRA?	-71.67844	25.79985	-2.778250	0.0058
DUMMY_TRAT?	-4.729130	17.46594	-0.270763	0.7868
DUMMY_POSTRA?	27.98563	18.35184	1.524950	0.1284
DUMMY_1991?	-144.3364	36.81386	-3.920709	0.0001
DUMMY_1992?	-210.8345	36.92037	-5.710521	0.0000
DUMMY_1993?	-191.4379	36.29560	-5.274410	0.0000
DUMMY_1994?	-275.4703	38.63870	-7.129389	0.0000
DUMMY_1995?	-181.6140	34.15114	-5.317949	0.0000
DUMMY_1996?	-103.5548	32.90830	-3.146770	0.0018
DUMMY_1997?	-163.2412	38.21395	-4.271771	0.0000
DUMMY_1998?	-240.2104	35.25338	-6.813826	0.0000
DUMMY_1999?	-120.6918	39.87574	-3.026697	0.0027
Weighted Statistics				
R-squared	0.058363	Mean dependent var	109.6146	
Adjusted R-squared	0.016584	S.D. dependent var	928.9870	
S.E. of regression	921.2518	Sum squared resid	2.49E+08	
F-statistic	1.396933	Durbin-Watson stat	1.960384	
Prob(F-statistic)	0.159532			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.016515	Mean dependent var	21.37581	
Adjusted R-squared	-0.027121	S.D. dependent var	1053.059	
S.E. of regression	1067.244	Sum squared resid	3.34E+08	
Durbin-Watson stat	1.945598			

## Anexo I.2 - Consumo

### Anexo I-2.1 - Resultados equação 4.1 por MQO

Dependent Variable: CONSUMO?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 06/27/02 Time: 08:06				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.474499	0.882205	9.606041	0.0000
DUMMY?	-2.994876	1.315114	-2.277275	0.0231
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
R-squared	0.008322	Mean dependent var	7.126805	
Adjusted R-squared	0.006717	S.D. dependent var	16.34596	
S.E. of regression	16.29096	Sum squared resid	164014.4	
F-statistic	5.185981	Durbin-Watson stat	1.847198	
Prob(F-statistic)	0.023111			

### Anexo I-2.3 - Resultados equação 4.1 por GLS - curto prazo

Dependent Variable: CONSUMO?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/20/02 Time: 16:03				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.468167	0.476788	15.66351	0.0000
DUMMY?	-1.739056	0.741143	-2.346451	0.0193
Weighted Statistics				
R-squared	0.029894	Mean dependent var	8.558317	
Adjusted R-squared	0.028325	S.D. dependent var	16.49375	
S.E. of regression	16.25848	Sum squared resid	163361.0	
F-statistic	19.04402	Durbin-Watson stat	1.756395	
Prob(F-statistic)	0.000015			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.006129	Mean dependent var	7.126805	
Adjusted R-squared	0.004521	S.D. dependent var	16.34596	
S.E. of regression	16.30897	Sum squared resid	164377.1	
Durbin-Watson stat	1.845143			

### Anexo I-2.2 - Resultados equação 4.1 por GLS - médio prazo

Dependent Variable: CONSUMO?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:19				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.113053	0.520009	13.67871	0.0000
DUMMY_03?	-0.779773	0.715014	-1.090570	0.2759
Weighted Statistics				
R-squared	0.029118	Mean dependent var	8.606056	
Adjusted R-squared	0.027547	S.D. dependent var	16.54709	
S.E. of regression	16.31758	Sum squared resid	164550.8	
F-statistic	18.53474	Durbin-Watson stat	1.754451	
Prob(F-statistic)	0.000019			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.001080	Mean dependent var	7.126805	
Adjusted R-squared	-0.000536	S.D. dependent var	16.34596	
S.E. of regression	16.35034	Sum squared resid	165212.1	
Durbin-Watson stat	1.840401			



## Anexo I-2.4 - Resultados equação 4.2 por GLS - curto prazo

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	20.63628	1.551104	13.30426	0.0000
DUMMY_PRETRA?	-2.946864	1.206915	-2.441651	0.0149
DUMMY?	-2.940298	0.653679	-4.498074	0.0000
DUMMY_1981?	-9.899982	1.999587	-4.951013	0.0000
DUMMY_1982?	-14.59324	1.935800	-7.538609	0.0000
DUMMY_1983?	-17.10045	2.166087	-7.894626	0.0000
DUMMY_1984?	-16.25401	1.869708	-8.693343	0.0000
DUMMY_1985?	-20.22089	2.065477	-9.789938	0.0000
DUMMY_1986?	-12.95633	2.596534	-4.989856	0.0000
DUMMY_1987?	-8.993441	2.153301	-4.176583	0.0000
DUMMY_1988?	-7.962382	1.858471	-4.284372	0.0000
DUMMY_1989?	-14.12572	2.128770	-6.635625	0.0000
DUMMY_1990?	-6.657461	2.465434	-2.700320	0.0071
DUMMY_1991?	-9.323489	2.020644	-4.614118	0.0000
DUMMY_1992?	-8.068099	1.797738	-4.487918	0.0000
DUMMY_1993?	-13.28267	1.881475	-7.059709	0.0000
DUMMY_1994?	-7.427197	1.771934	-4.191577	0.0000
DUMMY_1995?	-7.408909	1.829343	-4.050038	0.0001
DUMMY_1996?	-11.84991	1.656535	-7.153431	0.0000
DUMMY_1997?	-16.18593	1.859240	-8.705670	0.0000
DUMMY_1998?	-23.85654	2.236968	-10.66468	0.0000
DUMMY_1999?	-16.76390	1.985514	-8.443101	0.0000
<b>Weighted Statistics</b>				
R-squared	0.254113	Mean dependent var	8.886942	
Adjusted R-squared	0.227920	S.D. dependent var	17.22998	
S.E. of regression	15.13966	Sum squared resid	137067.2	
F-statistic	9.701423	Durbin-Watson stat	1.876827	
Prob(F-statistic)	0.000000			
<b>Unweighted Statistics</b>				
R-squared	0.132565	Mean dependent var	7.126805	
Adjusted R-squared	0.102103	S.D. dependent var	16.34596	
S.E. of regression	15.48901	Sum squared resid	143465.8	
Durbin-Watson stat	1.963829			

## Anexo I-2.5 - Resultados equação 4.2 por GLS - médio prazo

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	19.92251	1.562759	12.74830	0.0000
DUMMY_PRETRA?	-2.457624	1.219806	-2.014766	0.0444
DUMMY_03?	-1.418734	0.641967	-2.209980	0.0275
DUMMY_1981?	-10.04598	2.033273	-4.940792	0.0000
DUMMY_1982?	-13.97898	1.984355	-7.044597	0.0000
DUMMY_1983?	-17.21377	2.192278	-7.852001	0.0000
DUMMY_1984?	-16.20432	1.872059	-8.655880	0.0000
DUMMY_1985?	-19.72875	2.104035	-9.376627	0.0000
DUMMY_1986?	-12.71971	2.601506	-4.889366	0.0000
DUMMY_1987?	-8.763162	2.189647	-4.002089	0.0001
DUMMY_1988?	-7.967596	1.884275	-4.228468	0.0000
DUMMY_1989?	-14.35403	2.166601	-6.625140	0.0000
DUMMY_1990?	-6.870909	2.504984	-2.742895	0.0063
DUMMY_1991?	-9.316640	2.019382	-4.613610	0.0000
DUMMY_1992?	-8.263614	1.819247	-4.542326	0.0000
DUMMY_1993?	-13.56889	1.913026	-7.092893	0.0000
DUMMY_1994?	-7.469861	1.786055	-4.182324	0.0000
DUMMY_1995?	-7.334909	1.868040	-3.926526	0.0001
DUMMY_1996?	-11.17660	1.649110	-6.777350	0.0000
DUMMY_1997?	-15.50345	1.853701	-8.363510	0.0000
DUMMY_1998?	-23.43413	2.258796	-10.37461	0.0000
DUMMY_1999?	-16.46150	1.983382	-8.299713	0.0000
<b>Weighted Statistics</b>				
R-squared	0.238360	Mean dependent var	8.831296	
Adjusted R-squared	0.211614	S.D. dependent var	17.12071	
S.E. of regression	15.20167	Sum squared resid	138192.3	
F-statistic	8.911805	Durbin-Watson stat	1.864342	
Prob(F-statistic)	0.000000			
<b>Unweighted Statistics</b>				
R-squared	0.126128	Mean dependent var	7.126805	
Adjusted R-squared	0.095440	S.D. dependent var	16.34596	
S.E. of regression	15.54637	Sum squared resid	144530.3	
Durbin-Watson stat	1.957868			

Dependent Variable: CONSUMO?

Method: GLS (Cross Section Weights)

Date: 08/11/02 Time: 13:19

Sample: 1980 1999

Included observations: 20

Total panel observations 620

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors &amp; Covariance

## Anexo I-2.6 - Resultados equação 4.3 por GLS - avaliação pós-tratamento

Dependent Variable: CONSUMO?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 20:04				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	21.19381	1.625969	13.03458	0.0000
DUMMY_PRETRA?	-5.266177	1.308755	-4.023808	0.0001
DUMMY_TRAT?	-4.195011	0.769320	-5.452882	0.0000
DUMMY_POSTRA?	3.262898	0.877670	3.717682	0.0002
DUMMY_1981?	-11.93599	2.114993	-5.643512	0.0000
DUMMY_1982?	-15.88355	2.052971	-7.736859	0.0000
DUMMY_1983?	-18.61312	2.212013	-8.414563	0.0000
DUMMY_1984?	-18.41630	1.937059	-9.507349	0.0000
DUMMY_1985?	-21.24994	2.092993	-10.15290	0.0000
DUMMY_1986?	-15.10027	2.703988	-5.584446	0.0000
DUMMY_1987?	-9.145870	2.169685	-4.215298	0.0000
DUMMY_1988?	-8.896216	1.920454	-4.632349	0.0000
DUMMY_1989?	-13.81951	2.207552	-6.260106	0.0000
DUMMY_1990?	-7.749119	2.579387	-3.004248	0.0028
DUMMY_1991?	-9.926061	2.101828	-4.722585	0.0000
DUMMY_1992?	-7.864803	1.860087	-4.228191	0.0000
DUMMY_1993?	-14.08780	1.970243	-7.150287	0.0000
DUMMY_1994?	-8.631107	1.846727	-4.673732	0.0000
DUMMY_1995?	-8.903488	2.012667	-4.423727	0.0000
DUMMY_1996?	-12.55338	1.762612	-7.122035	0.0000
DUMMY_1997?	-17.52362	1.909485	-9.177147	0.0000
DUMMY_1998?	-24.26097	2.318769	-10.46287	0.0000
DUMMY_1999?	-17.13057	2.117055	-8.091696	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.268910	Mean dependent var	8.757959	
Adjusted R-squared	0.241968	S.D. dependent var	17.08910	
S.E. of regression	14.87862	Sum squared resid	132160.0	
F-statistic	9.981296	Durbin-Watson stat	1.915991	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.158716	Mean dependent var	7.126805	
Adjusted R-squared	0.127714	S.D. dependent var	16.34596	
S.E. of regression	15.26651	Sum squared resid	139140.5	
Durbin-Watson stat	1.985656			

## Anexo I-2.7 - Resultados equação 4.4 por GLS - avaliação pós-tratamento

Dependent Variable: CONSUMO?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:24				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 340				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.54214	2.430967	9.272909	0.0000
DUMMY?	4.752444	0.710705	6.686940	0.0000
DUMMY_1981?	-11.80394	2.680690	-4.403321	0.0000
DUMMY_1982?	-10.95671	3.121576	-3.509993	0.0005
DUMMY_1983?	-17.06441	2.674489	-6.380435	0.0000
DUMMY_1984?	-21.42104	2.708636	-7.908424	0.0000
DUMMY_1985?	-22.00933	2.763953	-7.962992	0.0000
DUMMY_1986?	-17.20368	2.836125	-6.065912	0.0000
DUMMY_1987?	-12.99608	2.949438	-4.406290	0.0000
DUMMY_1988?	-12.94798	2.649464	-4.887019	0.0000
DUMMY_1989?	-12.03969	2.933435	-4.104297	0.0001
DUMMY_1990?	-4.224765	3.056611	-1.382173	0.1679
DUMMY_1991?	-12.08088	2.535868	-4.764004	0.0000
DUMMY_1992?	-10.82908	2.661130	-4.069353	0.0001
DUMMY_1993?	-13.34974	2.723889	-4.900986	0.0000
DUMMY_1994?	-11.20582	2.625548	-4.267994	0.0000
DUMMY_1995?	-11.00723	2.596279	-4.239617	0.0000
DUMMY_1996?	-16.20343	2.585242	-6.267664	0.0000
DUMMY_1997?	-18.15308	2.665396	-6.810650	0.0000
DUMMY_1998?	-25.08919	2.863528	-8.761638	0.0000
DUMMY_1999?	-21.31994	2.693014	-7.916758	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.437771	Mean dependent var	13.28280	
Adjusted R-squared	0.402521	S.D. dependent var	17.95119	
S.E. of regression	13.87569	Sum squared resid	61418.57	
F-statistic	12.41922	Durbin-Watson stat	1.728402	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.191137	Mean dependent var	9.298113	
Adjusted R-squared	0.140425	S.D. dependent var	15.55523	
S.E. of regression	14.42176	Sum squared resid	66347.95	
Durbin-Watson stat	1.980513			

Anexo I-2.8 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 80

Dependent Variable: CONSUMO?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/17/02 Time: 11:44				
Sample: 1980 1989				
Included observations: 10				
Total panel observations 310				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	21.75420	1.350579	16.10731	0.0000
DUM_80_PAIST?	3.191274	1.677568	1.902322	0.0581
DUMMY_PRETRA?	-6.481819	1.179791	-5.494043	0.0000
DUMMY_TRAT?	-8.611061	1.545177	-5.572864	0.0000
DUMMY_POSTRA?	3.298242	1.481349	2.226513	0.0267
DUMMY_1981?	-13.65192	1.547586	-8.821432	0.0000
DUMMY_1982?	-15.90678	1.507938	-10.54870	0.0000
DUMMY_1983?	-19.85268	1.670984	-11.88083	0.0000
DUMMY_1984?	-19.03906	1.430465	-13.30970	0.0000
DUMMY_1985?	-22.66455	1.460098	-15.52262	0.0000
DUMMY_1986?	-16.56698	2.042952	-8.109334	0.0000
DUMMY_1987?	-11.31708	1.615202	-7.006606	0.0000
DUMMY_1988?	-10.45099	1.455047	-7.182577	0.0000
DUMMY_1989?	-12.97559	1.606162	-8.078632	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.415367	Mean dependent var	9.724236	
Adjusted R-squared	0.389691	S.D. dependent var	19.91290	
S.E. of regression	15.55641	Sum squared resid	71632.55	
F-statistic	16.17699	Durbin-Watson stat	1.837497	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.221663	Mean dependent var	6.786548	
Adjusted R-squared	0.187480	S.D. dependent var	17.94726	
S.E. of regression	16.17765	Sum squared resid	77468.02	
Durbin-Watson stat	1.980399			

Anexo I-2.9 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 90

Dependent Variable: CONSUMO?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/17/02 Time: 12:12				
Sample: 1990 1999				
Included observations: 10				
Total panel observations 310				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.67663	1.098234	11.54274	0.0000
DUM_90_PAIST?	1.453723	0.831839	1.747602	0.0816
DUMMY_PRETRA?	-5.340131	1.708150	-3.126266	0.0019
DUMMY_TRAT?	-2.412988	1.026355	-2.351028	0.0194
DUMMY_POSTRA?	1.093442	0.979060	1.116828	0.2650
DUMMY_1991?	-0.879183	1.320668	-0.665711	0.5061
DUMMY_1992?	0.105593	1.261970	0.083673	0.9334
DUMMY_1993?	-7.852168	1.259341	-6.235142	0.0000
DUMMY_1994?	-1.238390	1.281774	-0.966153	0.3348
DUMMY_1995?	-1.231505	1.299910	-0.947377	0.3442
DUMMY_1996?	-4.182941	1.190091	-3.514808	0.0005
DUMMY_1997?	-8.870509	1.255444	-7.065635	0.0000
DUMMY_1998?	-13.88341	1.421198	-9.768809	0.0000
DUMMY_1999?	-11.39629	1.327888	-8.582273	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.462434	Mean dependent var	11.83090	
Adjusted R-squared	0.438825	S.D. dependent var	18.50505	
S.E. of regression	13.86244	Sum squared resid	56881.50	
F-statistic	19.58692	Durbin-Watson stat	1.721152	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.098468	Mean dependent var	7.467062	
Adjusted R-squared	0.058874	S.D. dependent var	14.59139	
S.E. of regression	14.15535	Sum squared resid	59310.65	
Durbin-Watson stat	1.608151			

## Anexo I.3 - PIB

### Anexo I-3.1 - Resultados equação 4.1 por MQO

Dependent Variable: GDP?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 06/27/02 Time: 08:10				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.166481	0.850831	9.598245	0.0000
DUMMY?	-2.838399	1.268343	-2.237879	0.0256
R-squared	0.008039	Mean dependent var		6.889201
Adjusted R-squared	0.006433	S.D. dependent var		15.76238
S.E. of regression	15.71160	Sum squared resid		152555.9
F-statistic	5.008101	Durbin-Watson stat		1.825063
Prob(F-statistic)	0.025584			

### Anexo I-3.2 - Resultados equação 4.1 por GLS - curto prazo

Dependent Variable: GDP?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:26				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.806791	0.522901	14.92977	0.0000
DUMMY?	-2.046282	0.783574	-2.611471	0.0092
Weighted Statistics				
R-squared	0.040318	Mean dependent var		8.208262
Adjusted R-squared	0.038765	S.D. dependent var		16.01704
S.E. of regression	15.70352	Sum squared resid		152399.2
F-statistic	25.96328	Durbin-Watson stat		1.714891
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.007412	Mean dependent var		6.889201
Adjusted R-squared	0.005806	S.D. dependent var		15.76238
S.E. of regression	15.71655	Sum squared resid		152652.2
Durbin-Watson stat	1.824694			

### Anexo I-3.3 - Resultados equação 4.1 por GLS - médio prazo

Dependent Variable: GDP?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:28				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.634696	0.588780	12.96698	0.0000
DUMMY_03?	-1.335522	0.769206	-1.736234	0.0830
Weighted Statistics				
R-squared	0.041744	Mean dependent var		8.261885
Adjusted R-squared	0.040194	S.D. dependent var		16.08103
S.E. of regression	15.75453	Sum squared resid		153390.9
F-statistic	26.92171	Durbin-Watson stat		1.714479
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.002443	Mean dependent var		6.889201
Adjusted R-squared	0.000829	S.D. dependent var		15.76238
S.E. of regression	15.75585	Sum squared resid		153416.5
Durbin-Watson stat	1.819289			

## Anexo I-3.4 - Resultados equação 4.2 por GLS - curto prazo

Dependent Variable: GDP?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 12:35				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.13802	1.692871	13.07720	0.0000
DUMMY_PRETRA?	-2.922049	1.229284	-2.377033	0.0178
DUMMY?	-3.304262	0.722145	-4.575618	0.0000
DUMMY_1981?	-12.55945	2.272448	-5.526837	0.0000
DUMMY_1982?	-19.23421	2.200632	-8.740313	0.0000
DUMMY_1983?	-18.38034	2.440012	-7.532889	0.0000
DUMMY_1984?	-17.20793	2.169043	-7.933419	0.0000
DUMMY_1985?	-23.22534	2.370131	-9.799182	0.0000
DUMMY_1986?	-13.34479	2.963847	-4.502522	0.0000
DUMMY_1987?	-9.245455	2.319191	-3.986499	0.0001
DUMMY_1988?	-7.116799	2.112460	-3.368962	0.0008
DUMMY_1989?	-14.34074	2.487927	-5.764133	0.0000
DUMMY_1990?	-9.819086	2.544097	-3.859557	0.0001
DUMMY_1991?	-11.89798	2.210538	-5.382392	0.0000
DUMMY_1992?	-8.171440	2.021319	-4.042629	0.0001
DUMMY_1993?	-15.05150	2.013834	-7.474055	0.0000
DUMMY_1994?	-7.845549	1.874008	-4.186507	0.0000
DUMMY_1995?	-6.498044	1.975488	-3.289335	0.0011
DUMMY_1996?	-13.64189	1.801649	-7.571891	0.0000
DUMMY_1997?	-16.25771	2.014434	-8.070609	0.0000
DUMMY_1998?	-25.65942	2.402536	-10.68014	0.0000
DUMMY_1999?	-18.28297	2.206761	-8.284980	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.279045	Mean dependent var	8.471371	
Adjusted R-squared	0.253728	S.D. dependent var	16.70835	
S.E. of regression	14.43385	Sum squared resid	124585.0	
F-statistic	11.02171	Durbin-Watson stat	1.797387	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.163516	Mean dependent var	6.889201	
Adjusted R-squared	0.134141	S.D. dependent var	15.76238	
S.E. of regression	14.66714	Sum squared resid	128644.7	
Durbin-Watson stat	1.951424			

## Anexo I-3.5 - Resultados equação 4.2 por GLS - médio prazo

Dependent Variable: GDP?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 13:18				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	21.66380	1.739438	12.45448	0.0000
DUMMY_PRETRA?	-2.341139	1.251990	-1.869934	0.0620
DUMMY_03?	-2.086553	0.708675	-2.944302	0.0034
DUMMY_1981?	-12.75400	2.328060	-5.478378	0.0000
DUMMY_1982?	-18.97629	2.284688	-8.305855	0.0000
DUMMY_1983?	-18.58843	2.497144	-7.443878	0.0000
DUMMY_1984?	-17.07069	2.208677	-7.728921	0.0000
DUMMY_1985?	-22.85290	2.414135	-9.466288	0.0000
DUMMY_1986?	-13.18792	2.986779	-4.415432	0.0000
DUMMY_1987?	-9.004637	2.389219	-3.768862	0.0002
DUMMY_1988?	-7.182281	2.164045	-3.318915	0.0010
DUMMY_1989?	-14.58743	2.536199	-5.751692	0.0000
DUMMY_1990?	-10.00198	2.588092	-3.864614	0.0001
DUMMY_1991?	-11.81172	2.248388	-5.253418	0.0000
DUMMY_1992?	-8.349894	2.082441	-4.009667	0.0001
DUMMY_1993?	-15.37719	2.055602	-7.480627	0.0000
DUMMY_1994?	-7.814567	1.909907	-4.091597	0.0000
DUMMY_1995?	-6.355302	2.043776	-3.109588	0.0020
DUMMY_1996?	-13.15179	1.836264	-7.162254	0.0000
DUMMY_1997?	-15.74731	2.058421	-7.650191	0.0000
DUMMY_1998?	-25.35496	2.453330	-10.33491	0.0000
DUMMY_1999?	-18.10878	2.237302	-8.094026	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.265696	Mean dependent var	8.411844	
Adjusted R-squared	0.239909	S.D. dependent var	16.61862	
S.E. of regression	14.48865	Sum squared resid	125532.7	
F-statistic	10.30363	Durbin-Watson stat	1.783141	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.157088	Mean dependent var	6.889201	
Adjusted R-squared	0.127487	S.D. dependent var	15.76238	
S.E. of regression	14.72339	Sum squared resid	129633.3	
Durbin-Watson stat	1.943132			

## Anexo I-3.6 - Resultados equação 4.3 por GLS - avaliação pós-tratamento

Dependent Variable: GDP?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 20:06				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.98333	1.703766	13.48972	0.0000
DUMMY_PRETRA?	-5.421312	1.332846	-4.067472	0.0001
DUMMY_TRAT?	-4.616993	0.840381	-5.493926	0.0000
DUMMY_POSTRA?	2.721470	0.960013	2.834825	0.0047
DUMMY_1981?	-14.36967	2.311045	-6.217823	0.0000
DUMMY_1982?	-20.22954	2.230346	-9.070136	0.0000
DUMMY_1983?	-19.93523	2.423272	-8.226573	0.0000
DUMMY_1984?	-18.69463	2.116849	-8.831351	0.0000
DUMMY_1985?	-24.08878	2.374019	-10.14683	0.0000
DUMMY_1986?	-15.33639	2.990557	-5.128271	0.0000
DUMMY_1987?	-9.788840	2.278319	-4.296519	0.0000
DUMMY_1988?	-8.201036	2.110242	-3.886302	0.0001
DUMMY_1989?	-14.34319	2.512385	-5.708995	0.0000
DUMMY_1990?	-11.29635	2.631181	-4.293261	0.0000
DUMMY_1991?	-12.49991	2.227423	-5.611827	0.0000
DUMMY_1992?	-8.342429	2.022398	-4.125018	0.0000
DUMMY_1993?	-16.05983	2.036986	-7.884113	0.0000
DUMMY_1994?	-9.103697	1.890046	-4.816652	0.0000
DUMMY_1995?	-8.055470	2.078240	-3.876102	0.0001
DUMMY_1996?	-14.37721	1.846203	-7.787448	0.0000
DUMMY_1997?	-17.67662	1.992257	-8.872658	0.0000
DUMMY_1998?	-26.28769	2.415822	-10.88147	0.0000
DUMMY_1999?	-18.93070	2.281344	-8.298045	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.297919	Mean dependent var	8.409242	
Adjusted R-squared	0.272047	S.D. dependent var	16.65988	
S.E. of regression	14.21424	Sum squared resid	120620.6	
F-statistic	11.51499	Durbin-Watson stat	1.831444	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.188422	Mean dependent var	6.889201	
Adjusted R-squared	0.158514	S.D. dependent var	15.76238	
S.E. of regression	14.45923	Sum squared resid	124814.4	
Durbin-Watson stat	1.977530			

## Anexo I-3.7 - Resultados equação 4.4 por GLS - avaliação pós-tratamento

Dependent Variable: GDP?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:30				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 340				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	27.36692	2.128807	12.85552	0.0000
DUMMY?	3.980611	0.755336	5.269985	0.0000
DUMMY_1981?	-16.23449	2.479080	-6.548596	0.0000
DUMMY_1982?	-23.11317	3.059333	-7.554971	0.0000
DUMMY_1983?	-22.09811	2.487174	-8.884825	0.0000
DUMMY_1984?	-23.87200	2.566691	-9.300692	0.0000
DUMMY_1985?	-29.20560	2.634759	-11.08473	0.0000
DUMMY_1986?	-19.50571	2.872043	-6.791580	0.0000
DUMMY_1987?	-15.78375	2.754325	-5.730532	0.0000
DUMMY_1988?	-14.28663	2.515854	-5.678640	0.0000
DUMMY_1989?	-15.86229	3.293478	-4.816272	0.0000
DUMMY_1990?	-12.57574	2.702455	-4.653449	0.0000
DUMMY_1991?	-15.53718	2.483459	-6.256268	0.0000
DUMMY_1992?	-13.90884	2.692100	-5.166540	0.0000
DUMMY_1993?	-20.01320	2.471204	-8.098564	0.0000
DUMMY_1994?	-15.33799	2.304396	-6.655970	0.0000
DUMMY_1995?	-12.84479	2.440434	-5.263321	0.0000
DUMMY_1996?	-20.88994	2.317521	-9.013917	0.0000
DUMMY_1997?	-20.90248	2.366127	-8.834049	0.0000
DUMMY_1998?	-29.77278	2.622115	-11.35449	0.0000
DUMMY_1999?	-26.21376	2.394950	-10.94543	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.460071	Mean dependent var	12.71912	
Adjusted R-squared	0.426220	S.D. dependent var	17.25372	
S.E. of regression	13.06940	Sum squared resid	54488.14	
F-statistic	13.59093	Durbin-Watson stat	1.754025	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.229825	Mean dependent var	9.015734	
Adjusted R-squared	0.181538	S.D. dependent var	15.02945	
S.E. of regression	13.59698	Sum squared resid	58976.02	
Durbin-Watson stat	2.057780			

Anexo I-3.8 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 80

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	21.36987	1.601866	13.34061	0.0000
DUM_80_PAIST?	4.183006	1.798827	2.325408	0.0207
DUMMY_PRETRA?	-7.406318	1.332093	-5.559910	0.0000
DUMMY_TRAT?	-8.166254	1.697909	-4.809593	0.0000
DUMMY_POSTRA?	2.885139	1.600417	1.802742	0.0724
DUMMY_1981?	-13.82375	1.923408	-7.187113	0.0000
DUMMY_1982?	-18.14417	1.860939	-9.750011	0.0000
DUMMY_1983?	-20.23286	2.036269	-9.936241	0.0000
DUMMY_1984?	-18.14256	1.678128	-10.81118	0.0000
DUMMY_1985?	-22.12553	1.924749	-11.49528	0.0000
DUMMY_1986?	-17.28236	2.426870	-7.121255	0.0000
DUMMY_1987?	-10.32195	1.851775	-5.574085	0.0000
DUMMY_1988?	-8.502636	1.771848	-4.798740	0.0000
DUMMY_1989?	-12.02819	1.945532	-6.182472	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.381807	Mean dependent var	8.951004	
Adjusted R-squared	0.354657	S.D. dependent var	18.68358	
S.E. of regression	15.00912	Sum squared resid	66681.04	
F-statistic	14.06271	Durbin-Watson stat	1.733028	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.240352	Mean dependent var	6.619245	
Adjusted R-squared	0.206989	S.D. dependent var	17.52353	
S.E. of regression	15.60490	Sum squared resid	72079.85	
Durbin-Watson stat	1.964835			

Anexo I-3.9 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 90

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.27254	1.329840	8.476615	0.0000
DUM_90_PAIST?	2.627058	0.876880	2.995917	0.0030
DUMMY_PRETRA?	-4.918444	1.476477	-3.331203	0.0010
DUMMY_TRAT?	-3.555897	1.051453	-3.381888	0.0008
DUMMY_POSTRA?	-0.658577	0.940115	-0.700528	0.4841
DUMMY_1991?	-0.612468	1.579300	-0.387810	0.6984
DUMMY_1992?	1.619797	1.547477	1.046734	0.2961
DUMMY_1993?	-5.949495	1.540340	-3.862456	0.0001
DUMMY_1994?	0.104734	1.461774	0.071648	0.9429
DUMMY_1995?	2.166314	1.579701	1.371344	0.1713
DUMMY_1996?	-4.484668	1.457539	-3.076877	0.0023
DUMMY_1997?	-5.872954	1.536772	-3.821617	0.0002
DUMMY_1998?	-12.73687	1.754334	-7.260230	0.0000
DUMMY_1999?	-9.700729	1.650675	-5.876825	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.379066	Mean dependent var	11.06322	
Adjusted R-squared	0.351796	S.D. dependent var	15.87066	
S.E. of regression	12.77765	Sum squared resid	48327.42	
F-statistic	13.90011	Durbin-Watson stat	1.624481	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.122522	Mean dependent var	7.159157	
Adjusted R-squared	0.083984	S.D. dependent var	13.80178	
S.E. of regression	13.20950	Sum squared resid	51649.33	
Durbin-Watson stat	1.650731			

## Anexo I.4 - Formação bruta de capital fixo

### Anexo I-4.1 - Resultados equação 4.1 por MQO

Dependent Variable: INVEST?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 06/27/02 Time: 08:10				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.850765	1.106055	8.002105	0.0000
DUMMY?	-3.863796	1.648809	-2.343386	0.0194
R-squared	0.008808	Mean dependent var		7.112057
Adjusted R-squared	0.007204	S.D. dependent var		20.49857
S.E. of regression	20.42461	Sum squared resid		257807.7
F-statistic	5.491460	Durbin-Watson stat		1.538850
Prob(F-statistic)	0.019426			

### Anexo I-4.2 - Resultados equação 4.1 por GLS - curto prazo

Dependent Variable: INVEST?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:38				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.915968	0.785058	10.08329	0.0000
DUMMY?	-2.648123	1.211894	-2.185110	0.0293
Weighted Statistics				
R-squared	0.010688	Mean dependent var		7.714061
Adjusted R-squared	0.009087	S.D. dependent var		20.50074
S.E. of regression	20.40738	Sum squared resid		257373.0
F-statistic	6.676733	Durbin-Watson stat		1.542783
Prob(F-statistic)	0.009996			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.007577	Mean dependent var		7.112057
Adjusted R-squared	0.005971	S.D. dependent var		20.49857
S.E. of regression	20.43728	Sum squared resid		258127.7
Durbin-Watson stat	1.539385			

### Anexo I-4.3 - Resultados equação 4.1 por GLS - médio prazo

Dependent Variable: INVEST?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:36				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.485886	0.858779	8.716893	0.0000
DUMMY_03?	-1.420282	1.186500	-1.197035	0.2318
Weighted Statistics				
R-squared	0.007096	Mean dependent var		7.729587
Adjusted R-squared	0.005489	S.D. dependent var		20.53441
S.E. of regression	20.47797	Sum squared resid		259156.7
F-statistic	4.416489	Durbin-Watson stat		1.547769
Prob(F-statistic)	0.035997			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.001985	Mean dependent var		7.112057
Adjusted R-squared	0.000370	S.D. dependent var		20.49857
S.E. of regression	20.49478	Sum squared resid		259582.4
Durbin-Watson stat	1.537598			



## Anexo I-4.4 - Resultados equação 4.2 por GLS - curto prazo

Dependent Variable: INVEST?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 12:36				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	26.16588	3.592836	7.282792	0.0000
DUMMY_PRETRA?	0.511951	2.041288	0.250798	0.8021
DUMMY?	-3.459150	1.223396	-2.827498	0.0048
DUMMY_1981?	-15.13921	4.352027	-3.478657	0.0005
DUMMY_1982?	-26.23037	4.337348	-6.047558	0.0000
DUMMY_1983?	-27.96651	4.518132	-6.189839	0.0000
DUMMY_1984?	-29.13695	4.162800	-6.999363	0.0000
DUMMY_1985?	-30.22621	4.746518	-6.368081	0.0000
DUMMY_1986?	-20.97889	4.854507	-4.321528	0.0000
DUMMY_1987?	-11.95576	4.476795	-2.670607	0.0078
DUMMY_1988?	-10.46247	4.340788	-2.410269	0.0162
DUMMY_1989?	-15.35812	4.783594	-3.210582	0.0014
DUMMY_1990?	-12.49361	4.522404	-2.762604	0.0059
DUMMY_1991?	-14.69835	4.560271	-3.223131	0.0013
DUMMY_1992?	-10.31103	4.358815	-2.365559	0.0183
DUMMY_1993?	-15.83950	4.088870	-3.873810	0.0001
DUMMY_1994?	-14.16492	4.100766	-3.454213	0.0006
DUMMY_1995?	-11.56458	4.028266	-2.870857	0.0042
DUMMY_1996?	-19.68709	3.865930	-5.092460	0.0000
DUMMY_1997?	-18.44041	4.109252	-4.487536	0.0000
DUMMY_1998?	-28.25029	4.934924	-5.724564	0.0000
DUMMY_1999?	-26.38179	4.014006	-6.572434	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.194506	Mean dependent var	7.627911	
Adjusted R-squared	0.166219	S.D. dependent var	20.64233	
S.E. of regression	18.84885	Sum squared resid	212456.9	
F-statistic	6.876250	Durbin-Watson stat	1.638412	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.166685	Mean dependent var	7.112057	
Adjusted R-squared	0.137421	S.D. dependent var	20.49857	
S.E. of regression	19.03808	Sum squared resid	216744.1	
Durbin-Watson stat	1.684595			

## Anexo I-4.5 - Resultados equação 4.2 por GLS - médio prazo

Dependent Variable: INVEST?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 13:18				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	25.64981	3.601223	7.122529	0.0000
DUMMY_PRETRA?	0.887315	2.076920	0.427227	0.6694
DUMMY_03?	-1.638800	1.177281	-1.392021	0.1644
DUMMY_1981?	-15.42910	4.378993	-3.523435	0.0005
DUMMY_1982?	-26.32793	4.387205	-6.001072	0.0000
DUMMY_1983?	-28.43182	4.548550	-6.250745	0.0000
DUMMY_1984?	-29.43328	4.173524	-7.052380	0.0000
DUMMY_1985?	-30.44650	4.733174	-6.432576	0.0000
DUMMY_1986?	-21.16354	4.819409	-4.391314	0.0000
DUMMY_1987?	-11.91702	4.489860	-2.654207	0.0082
DUMMY_1988?	-10.82997	4.362433	-2.482552	0.0133
DUMMY_1989?	-15.92272	4.779530	-3.331441	0.0009
DUMMY_1990?	-12.98871	4.526293	-2.869612	0.0043
DUMMY_1991?	-14.88392	4.581257	-3.248873	0.0012
DUMMY_1992?	-11.05581	4.338065	-2.548557	0.0111
DUMMY_1993?	-16.60116	4.073911	-4.074994	0.0001
DUMMY_1994?	-14.43993	4.095658	-3.525668	0.0005
DUMMY_1995?	-11.43702	4.060117	-2.816919	0.0050
DUMMY_1996?	-19.62469	3.869529	-5.071597	0.0000
DUMMY_1997?	-18.30763	4.093210	-4.472683	0.0000
DUMMY_1998?	-28.12240	4.920661	-5.715167	0.0000
DUMMY_1999?	-26.54180	4.021743	-6.599576	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.190147	Mean dependent var	7.608962	
Adjusted R-squared	0.161708	S.D. dependent var	20.67766	
S.E. of regression	18.93211	Sum squared resid	214338.0	
F-statistic	6.685999	Durbin-Watson stat	1.636511	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.159688	Mean dependent var	7.112057	
Adjusted R-squared	0.130179	S.D. dependent var	20.49857	
S.E. of regression	19.11783	Sum squared resid	218563.9	
Durbin-Watson stat	1.679047			

## Anexo I-4.6 - Resultados equação 4.3 por GLS - avaliação pós-tratamento

Dependent Variable: INVEST?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 20:05				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	26.62585	3.647003	7.300749	0.0000
DUMMY_PRETRA?	-2.479548	2.285719	-1.084800	0.2784
DUMMY_TRAT?	-4.564597	1.408472	-3.240816	0.0013
DUMMY_POSTRA?	3.675575	1.730801	2.123627	0.0341
DUMMY_1981?	-16.36235	4.485020	-3.648223	0.0003
DUMMY_1982?	-27.54289	4.393249	-6.269367	0.0000
DUMMY_1983?	-29.56631	4.545232	-6.504907	0.0000
DUMMY_1984?	-30.17238	4.219016	-7.151521	0.0000
DUMMY_1985?	-31.38989	4.814643	-6.519672	0.0000
DUMMY_1986?	-22.33434	4.854127	-4.601104	0.0000
DUMMY_1987?	-12.22587	4.462779	-2.739519	0.0063
DUMMY_1988?	-11.03314	4.367824	-2.526004	0.0118
DUMMY_1989?	-15.25899	4.889132	-3.121001	0.0019
DUMMY_1990?	-13.52166	4.693575	-2.880886	0.0041
DUMMY_1991?	-15.59827	4.690425	-3.325556	0.0009
DUMMY_1992?	-10.28899	4.426889	-2.324203	0.0204
DUMMY_1993?	-17.11592	4.209722	-4.065807	0.0001
DUMMY_1994?	-15.53878	4.192571	-3.706265	0.0002
DUMMY_1995?	-13.03860	4.189221	-3.112415	0.0019
DUMMY_1996?	-20.10464	3.980472	-5.050818	0.0000
DUMMY_1997?	-19.47502	4.117451	-4.729872	0.0000
DUMMY_1998?	-28.99609	5.001848	-5.797074	0.0000
DUMMY_1999?	-27.06869	4.111671	-6.583378	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.206068	Mean dependent var	7.536253	
Adjusted R-squared	0.176811	S.D. dependent var	20.55711	
S.E. of regression	18.65142	Sum squared resid	207681.7	
F-statistic	7.043330	Durbin-Watson stat	1.649408	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.186209	Mean dependent var	7.112057	
Adjusted R-squared	0.156220	S.D. dependent var	20.49857	
S.E. of regression	18.82948	Sum squared resid	211665.9	
Durbin-Watson stat	1.710448			

## Anexo I-4.7 - Resultados equação 4.4 por GLS - avaliação pós-tratamento

Dependent Variable: FBKF?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:39				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 340				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	32.66166	4.318509	7.563179	0.0000
DUMMY?	4.196053	1.769295	2.371597	0.0183
DUMMY_1981?	-16.26681	5.168107	-3.147537	0.0018
DUMMY_1982?	-28.51721	5.295976	-5.384695	0.0000
DUMMY_1983?	-31.08013	4.973701	-6.248893	0.0000
DUMMY_1984?	-37.26916	4.996102	-7.459647	0.0000
DUMMY_1985?	-43.22829	5.520038	-7.831158	0.0000
DUMMY_1986?	-30.41415	5.674701	-5.359605	0.0000
DUMMY_1987?	-19.34971	5.872154	-3.295164	0.0011
DUMMY_1988?	-16.64859	5.774693	-2.883025	0.0042
DUMMY_1989?	-21.55422	6.282957	-3.430586	0.0007
DUMMY_1990?	-15.96788	5.670420	-2.815995	0.0052
DUMMY_1991?	-16.66476	5.588623	-2.981909	0.0031
DUMMY_1992?	-24.63527	5.135134	-4.797396	0.0000
DUMMY_1993?	-27.55939	4.824605	-5.712259	0.0000
DUMMY_1994?	-24.14941	4.979046	-4.850208	0.0000
DUMMY_1995?	-18.60362	4.712862	-3.947414	0.0001
DUMMY_1996?	-27.95839	4.771881	-5.858987	0.0000
DUMMY_1997?	-25.03683	4.760858	-5.258891	0.0000
DUMMY_1998?	-32.50893	5.483287	-5.928730	0.0000
DUMMY_1999?	-34.62888	4.846113	-7.145703	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.291549	Mean dependent var	10.30126	
Adjusted R-squared	0.247132	S.D. dependent var	19.84990	
S.E. of regression	17.22336	Sum squared resid	94629.50	
F-statistic	6.563896	Durbin-Watson stat	1.523651	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.239462	Mean dependent var	9.460368	
Adjusted R-squared	0.191779	S.D. dependent var	19.52683	
S.E. of regression	17.55483	Sum squared resid	98306.93	
Durbin-Watson stat	1.641501			

Anexo I-4.8 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 80

Dependent Variable: INVEST?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/17/02 Time: 11:48				
Sample: 1980 1989				
Included observations: 10				
Total panel observations 310				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	24.93283	3.065036	8.134596	0.0000
DUM_80_PAIST?	10.01866	2.800805	3.577064	0.0004
DUMMY_PRETRA?	-7.676969	2.384357	-3.219723	0.0014
DUMMY_TRAT?	-16.23643	2.844803	-5.707400	0.0000
DUMMY_POSTRA?	2.758267	2.785253	0.990311	0.3228
DUMMY_1981?	-16.15254	3.627802	-4.452432	0.0000
DUMMY_1982?	-27.06795	3.616230	-7.485128	0.0000
DUMMY_1983?	-28.52425	3.685728	-7.739109	0.0000
DUMMY_1984?	-29.50650	3.316686	-8.896382	0.0000
DUMMY_1985?	-30.05177	3.766838	-7.977983	0.0000
DUMMY_1986?	-22.72940	4.165404	-5.456709	0.0000
DUMMY_1987?	-13.85531	3.535275	-3.919160	0.0001
DUMMY_1988?	-9.106309	3.514792	-2.590853	0.0100
DUMMY_1989?	-14.06031	3.898921	-3.606204	0.0004
Weighted Statistics				
R-squared	0.361074	Mean dependent var	7.450337	
Adjusted R-squared	0.333013	S.D. dependent var	24.24805	
S.E. of regression	19.80321	Sum squared resid	116081.5	
F-statistic	12.86749	Durbin-Watson stat	1.590770	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.272929	Mean dependent var	6.351266	
Adjusted R-squared	0.240996	S.D. dependent var	23.04309	
S.E. of regression	20.07533	Sum squared resid	119293.6	
Durbin-Watson stat	1.715712			

Anexo I-4.9 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 90

Dependent Variable: INVEST?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/17/02 Time: 12:11				
Sample: 1990 1999				
Included observations: 10				
Total panel observations 310				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.49111	2.430998	4.315557	0.0000
DUM_90_PAIST?	5.928450	1.960758	3.023551	0.0027
DUMMY_PRETRA?	-2.407229	2.866877	-0.839670	0.4018
DUMMY_TRAT?	-4.531436	2.245103	-2.018364	0.0445
DUMMY_POSTRA?	-5.603387	2.280981	-2.456569	0.0146
DUMMY_1991?	0.744620	3.319321	0.224329	0.8227
DUMMY_1992?	3.359166	3.115443	1.078230	0.2818
DUMMY_1993?	-1.452211	2.748792	-0.528309	0.5977
DUMMY_1994?	-0.435514	2.818295	-0.154531	0.8773
DUMMY_1995?	1.208942	2.849477	0.424268	0.6717
DUMMY_1996?	-6.639688	2.684685	-2.473172	0.0140
DUMMY_1997?	-3.864812	2.768151	-1.396171	0.1637
DUMMY_1998?	-13.34877	3.597972	-3.710082	0.0002
DUMMY_1999?	-13.54750	2.935914	-4.614406	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.190409	Mean dependent var	9.578299	
Adjusted R-squared	0.154853	S.D. dependent var	18.29411	
S.E. of regression	16.81811	Sum squared resid	83723.29	
F-statistic	5.355145	Durbin-Watson stat	1.602783	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.097954	Mean dependent var	7.872847	
Adjusted R-squared	0.058337	S.D. dependent var	17.59538	
S.E. of regression	17.07444	Sum squared resid	86294.77	
Durbin-Watson stat	1.534441			

## Anexo I.5 - Inflação

### Anexo I-5.1 - Resultados equação 4.1 por MQO

Dependent Variable: IPC?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 06/27/02 Time: 08:10				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 619				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	99.08762	33.82899	2.929074	0.0035
DUMMY?	-20.08117	50.38860	-0.398526	0.6904
R-squared	0.000257	Mean dependent var		90.03649
Adjusted R-squared	-0.001363	S.D. dependent var		623.3512
S.E. of regression	623.7758	Sum squared resid		2.40E+08
F-statistic	0.158823	Durbin-Watson stat		1.509295
Prob(F-statistic)	0.690380			

### Anexo I-5.2 - Resultados equação 4.1 por GLS - curto prazo

Dependent Variable: IPC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:42				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 619				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	16.13071	0.301620	53.48025	0.0000
DUMMY?	10.59746	0.408356	25.95151	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.024829	Mean dependent var		166.5817
Adjusted R-squared	0.023249	S.D. dependent var		314.4241
S.E. of regression	310.7476	Sum squared resid		59580040
F-statistic	15.70965	Durbin-Watson stat		0.817679
Prob(F-statistic)	0.000082			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.012662	Mean dependent var		90.03649
Adjusted R-squared	-0.014303	S.D. dependent var		623.3512
S.E. of regression	627.7933	Sum squared resid		2.43E+08
Durbin-Watson stat	1.492012			

### Anexo I-5.3 - Resultados equação 4.1 por GLS - médio prazo

Dependent Variable: IPC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:43				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 619				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.83010	0.389872	35.47346	0.0000
DUMMY_03?	13.13049	0.448508	29.27592	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.058146	Mean dependent var		171.0990
Adjusted R-squared	0.056619	S.D. dependent var		324.2541
S.E. of regression	314.9409	Sum squared resid		61198837
F-statistic	38.09073	Durbin-Watson stat		0.807039
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.012847	Mean dependent var		90.03649
Adjusted R-squared	-0.014488	S.D. dependent var		623.3512
S.E. of regression	627.8505	Sum squared resid		2.43E+08
Durbin-Watson stat	1.492457			

## Anexo I-5.4 - Resultados equação 4.2 por GLS - curto prazo

Dependent Variable: IPC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 12:40				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 619				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.46364	1.444174	15.55466	0.0000
DUMMY_PRETRA?	0.750573	4.534993	0.165507	0.8686
DUMMY?	6.770507	1.594295	4.246709	0.0000
DUMMY_1981?	-6.094753	1.760859	-3.461238	0.0006
DUMMY_1982?	-6.581065	2.228875	-2.952640	0.0033
DUMMY_1983?	-5.084115	2.269872	-2.239825	0.0255
DUMMY_1984?	6.993951	4.293640	1.628909	0.1039
DUMMY_1985?	6.641815	7.919272	0.838690	0.4020
DUMMY_1986?	-7.242180	1.732456	-4.180297	0.0000
DUMMY_1987?	-7.857416	1.830079	-4.293484	0.0000
DUMMY_1988?	-6.149609	2.123338	-2.896199	0.0039
DUMMY_1989?	0.940139	6.970517	0.134874	0.8928
DUMMY_1990?	5.205770	9.061965	0.574464	0.5659
DUMMY_1991?	-3.691586	1.848097	-1.997507	0.0462
DUMMY_1992?	-11.25457	2.089923	-5.385160	0.0000
DUMMY_1993?	-10.67055	3.285491	-3.247779	0.0012
DUMMY_1994?	-9.658936	3.565624	-2.708905	0.0069
DUMMY_1995?	-11.25980	1.513549	-7.439333	0.0000
DUMMY_1996?	-10.96203	1.607055	-6.821196	0.0000
DUMMY_1997?	-15.84624	1.440393	-11.00133	0.0000
DUMMY_1998?	-14.74052	1.443197	-10.21380	0.0000
DUMMY_1999?	-18.51366	1.395222	-13.26933	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	-0.048869	Mean dependent var	94.05406	
Adjusted R-squared	-0.085764	S.D. dependent var	252.2955	
S.E. of regression	262.8919	Sum squared resid	41259954	
Durbin-Watson stat	1.030268			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.009838	Mean dependent var	90.03649	
Adjusted R-squared	-0.045360	S.D. dependent var	623.3512	
S.E. of regression	637.3318	Sum squared resid	2.42E+08	
Durbin-Watson stat	1.492695			

## Anexo I-5.5 - Resultados equação 4.2 por GLS - médio prazo

Dependent Variable: IPC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 13:17				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 619				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.59299	1.446202	15.62229	0.0000
DUMMY_PRETRA?	-0.944677	4.715706	-0.200326	0.8413
DUMMY_03?	7.017645	1.835820	3.822622	0.0001
DUMMY_1981?	-6.220990	1.770627	-3.513439	0.0005
DUMMY_1982?	-6.964515	2.230571	-3.122302	0.0019
DUMMY_1983?	-5.390768	2.332281	-2.311372	0.0212
DUMMY_1984?	6.020697	4.358313	1.381428	0.1677
DUMMY_1985?	5.344530	8.278165	0.645618	0.5188
DUMMY_1986?	-7.557441	1.762305	-4.288385	0.0000
DUMMY_1987?	-8.535984	1.840639	-4.637512	0.0000
DUMMY_1988?	-6.946826	2.111369	-3.290200	0.0011
DUMMY_1989?	0.539181	7.025531	0.076746	0.9389
DUMMY_1990?	5.269193	9.191787	0.573250	0.5667
DUMMY_1991?	-4.174054	1.844195	-2.263347	0.0240
DUMMY_1992?	-11.60709	2.145050	-5.411106	0.0000
DUMMY_1993?	-10.71873	3.319473	-3.229046	0.0013
DUMMY_1994?	-10.77700	3.514500	-3.066438	0.0023
DUMMY_1995?	-12.86445	1.486276	-8.655488	0.0000
DUMMY_1996?	-12.07370	1.610820	-7.495373	0.0000
DUMMY_1997?	-16.60990	1.496854	-11.09655	0.0000
DUMMY_1998?	-15.88400	1.425217	-11.14497	0.0000
DUMMY_1999?	-19.47947	1.417855	-13.73870	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	-0.047556	Mean dependent var	93.88628	
Adjusted R-squared	-0.084405	S.D. dependent var	251.6132	
S.E. of regression	262.0168	Sum squared resid	40985717	
Durbin-Watson stat	1.034206			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.009969	Mean dependent var	90.03649	
Adjusted R-squared	-0.045496	S.D. dependent var	623.3512	
S.E. of regression	637.3733	Sum squared resid	2.43E+08	
Durbin-Watson stat	1.493065			

## Anexo I-5.6 - Resultados equação 4.3 por GLS - avaliação pós-tratamento

Dependent Variable: IPC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 20:09				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 619				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.11472	1.521414	14.53564	0.0000
DUMMY_PRETRA?	0.523899	5.582053	0.093854	0.9253
DUMMY_TRAT?	8.096859	1.746429	4.636238	0.0000
DUMMY_POSTRA?	4.971334	3.110791	1.598093	0.1106
DUMMY_1981?	-5.816056	1.832168	-3.174413	0.0016
DUMMY_1982?	-6.668263	2.192558	-3.041316	0.0025
DUMMY_1983?	-4.828772	2.462802	-1.960682	0.0504
DUMMY_1984?	6.754994	4.434521	1.523275	0.1282
DUMMY_1985?	5.930440	8.564269	0.692463	0.4889
DUMMY_1986?	-6.729799	1.934241	-3.479297	0.0005
DUMMY_1987?	-8.029959	1.892694	-4.242608	0.0000
DUMMY_1988?	-6.490989	2.169261	-2.992259	0.0029
DUMMY_1989?	0.466546	7.073687	0.065955	0.9474
DUMMY_1990?	5.541761	9.147881	0.605797	0.5449
DUMMY_1991?	-3.917009	1.857502	-2.108750	0.0354
DUMMY_1992?	-11.60120	2.154249	-5.385263	0.0000
DUMMY_1993?	-10.34486	3.242737	-3.190161	0.0015
DUMMY_1994?	-10.10468	3.398676	-2.973122	0.0031
DUMMY_1995?	-12.21436	1.642072	-7.438383	0.0000
DUMMY_1996?	-11.83656	1.668496	-7.094150	0.0000
DUMMY_1997?	-16.05637	1.723391	-9.316730	0.0000
DUMMY_1998?	-15.47580	1.526982	-10.13490	0.0000
DUMMY_1999?	-19.03931	1.570261	-12.12494	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	-0.047224	Mean dependent var	93.75839	
Adjusted R-squared	-0.085880	S.D. dependent var	251.5416	
S.E. of regression	262.1203	Sum squared resid	40949405	
Durbin-Watson stat	1.034553			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.009902	Mean dependent var	90.03649	
Adjusted R-squared	-0.047180	S.D. dependent var	623.3512	
S.E. of regression	637.8865	Sum squared resid	2.43E+08	
Durbin-Watson stat	1.493049			

## Anexo I-5.7 - Resultados equação 4.3 por GLS - avaliação pós-tratamento

Dependent Variable: IPC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:45				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 339				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.97925	1.175126	19.55472	0.0000
DUMMY?	9.593740	0.806372	11.89741	0.0000
DUMMY_1981?	-6.948597	1.543074	-4.503088	0.0000
DUMMY_1982?	-13.22897	1.399646	-9.451651	0.0000
DUMMY_1983?	-11.65446	1.399147	-8.329688	0.0000
DUMMY_1984?	-12.67277	2.700495	-4.692757	0.0000
DUMMY_1985?	-16.05709	1.832843	-8.760760	0.0000
DUMMY_1986?	-17.17419	1.278234	-13.43587	0.0000
DUMMY_1987?	-11.09894	1.354350	-8.195033	0.0000
DUMMY_1988?	-4.755453	1.592380	-2.986381	0.0030
DUMMY_1989?	-4.282018	4.604175	-0.930029	0.3531
DUMMY_1990?	-4.335441	17.07391	-0.253922	0.7997
DUMMY_1991?	-12.10033	1.568911	-7.712569	0.0000
DUMMY_1992?	-15.63152	1.333258	-11.72430	0.0000
DUMMY_1993?	-5.337991	2.786150	-1.915903	0.0563
DUMMY_1994?	-0.070577	2.794587	-0.025255	0.9799
DUMMY_1995?	-20.92536	1.322655	-15.82072	0.0000
DUMMY_1996?	-19.06173	1.278652	-14.90768	0.0000
DUMMY_1997?	-13.04761	1.414381	-9.224966	0.0000
DUMMY_1998?	-15.51217	1.315276	-11.79385	0.0000
DUMMY_1999?	-19.61837	1.292381	-15.18002	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.025880	Mean dependent var	79.19073	
Adjusted R-squared	-0.035386	S.D. dependent var	163.9084	
S.E. of regression	166.7832	Sum squared resid	8845688.	
F-statistic	0.422419	Durbin-Watson stat	0.654567	
Prob(F-statistic)	0.987353			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.012071	Mean dependent var	76.81295	
Adjusted R-squared	-0.075723	S.D. dependent var	501.6522	
S.E. of regression	520.2990	Sum squared resid	86086109	
Durbin-Watson stat	1.107206			

Anexo I-5.8 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 80

Dependent Variable: IPC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/17/02 Time: 11:52				
Sample: 1980 1989				
Included observations: 10				
Total panel observations 309				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	16.52325	2.479581	6.663724	0.0000
DUM_80_PAIST?	12.00646	12.35610	0.971703	0.3320
DUMMY_PRETRA?	0.561600	10.24292	0.054828	0.9563
DUMMY_TRAT?	4.509427	12.64900	0.356505	0.7217
DUMMY_POSTRA?	-7.648682	12.61915	-0.606117	0.5449
DUMMY_1981?	-2.754935	2.003453	-1.375093	0.1701
DUMMY_1982?	-2.478266	2.645349	-0.936839	0.3496
DUMMY_1983?	-2.014891	3.030126	-0.664953	0.5066
DUMMY_1984?	10.37446	4.896305	2.118835	0.0349
DUMMY_1985?	7.836849	8.992249	0.871512	0.3842
DUMMY_1986?	-4.960570	2.205563	-2.249117	0.0252
DUMMY_1987?	-5.668428	2.133237	-2.657196	0.0083
DUMMY_1988?	-0.661750	3.754892	-0.176237	0.8602
DUMMY_1989?	14.17770	12.11360	1.170395	0.2428
Weighted Statistics				
R-squared	-0.060304	Mean dependent var		112.1678
Adjusted R-squared	-0.107029	S.D. dependent var		294.3155
S.E. of regression	309.6653	Sum squared resid		28288319
Durbin-Watson stat	0.884091			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.008551	Mean dependent var		106.7948
Adjusted R-squared	-0.052995	S.D. dependent var		725.6126
S.E. of regression	744.5914	Sum squared resid		1.64E+08
Durbin-Watson stat	1.751247			

Anexo I-5.9 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 90

Dependent Variable: IPC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/17/02 Time: 12:11				
Sample: 1990 1999				
Included observations: 10				
Total panel observations 310				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.87987	8.343976	2.742083	0.0065
DUM_90_PAIST?	8.650677	10.85537	0.796903	0.4261
DUMMY_PRETRA?	-9.870520	6.664028	-1.481164	0.1396
DUMMY_TRAT?	2.035889	11.34522	0.179449	0.8577
DUMMY_POSTRA?	9.074211	9.008406	1.007305	0.3146
DUMMY_1991?	-7.562450	8.431697	-0.896907	0.3705
DUMMY_1992?	-14.95545	8.625315	-1.733902	0.0840
DUMMY_1993?	-15.30612	9.371664	-1.633234	0.1035
DUMMY_1994?	-15.70729	9.361146	-1.677924	0.0944
DUMMY_1995?	-16.00753	8.910066	-1.796567	0.0734
DUMMY_1996?	-15.98748	9.023170	-1.771826	0.0775
DUMMY_1997?	-21.05161	9.545859	-2.205314	0.0282
DUMMY_1998?	-21.19554	9.527075	-2.224769	0.0269
DUMMY_1999?	-24.05432	9.739299	-2.469820	0.0141
Weighted Statistics				
R-squared	-0.037073	Mean dependent var		63.10122
Adjusted R-squared	-0.082620	S.D. dependent var		172.6972
S.E. of regression	179.6898	Sum squared resid		9557369.
Durbin-Watson stat	0.865565			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.005922	Mean dependent var		73.33226
Adjusted R-squared	-0.050101	S.D. dependent var		501.7598
S.E. of regression	514.1754	Sum squared resid		78255389
Durbin-Watson stat	0.935514			

## Anexo I.6 - Reservas internacionais

### Anexo I-6.1 - Resultados equação 4.1 por MQO

Dependent Variable: RESERVAS?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 06/27/02 Time: 08:11				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.329965	3.133654	2.658228	0.0081
DUMMY?	21.02138	4.671375	4.500041	0.0000
R-squared	0.031728	Mean dependent var		17.78959
Adjusted R-squared	0.030161	S.D. dependent var		58.75954
S.E. of regression	57.86663	Sum squared resid		2069402.
F-statistic	20.25037	Durbin-Watson stat		2.145216
Prob(F-statistic)	0.000008			

### Anexo I-6.2 - Resultados equação 4.1 por GLS - curto prazo

Dependent Variable: RESERVAS?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:49				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.09452	0.536757	20.66953	0.0000
DUMMY?	10.26443	1.973703	5.200597	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.043148	Mean dependent var		24.80296
Adjusted R-squared	0.041600	S.D. dependent var		58.40220
S.E. of regression	57.17453	Sum squared resid		2020197.
F-statistic	27.86810	Durbin-Watson stat		1.864330
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.022170	Mean dependent var		17.78959
Adjusted R-squared	0.020587	S.D. dependent var		58.75954
S.E. of regression	58.15155	Sum squared resid		2089830.
Durbin-Watson stat	2.144451			

### Anexo I-6.3 - Resultados equação 4.1 por GLS - médio prazo

Dependent Variable: RESERVAS?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:48				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.33389	0.531859	21.30994	0.0000
DUMMY_03?	7.678559	1.673896	4.587237	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.038102	Mean dependent var		25.04972
Adjusted R-squared	0.036545	S.D. dependent var		58.60808
S.E. of regression	57.52719	Sum squared resid		2045195.
F-statistic	24.47953	Durbin-Watson stat		1.862310
Prob(F-statistic)	0.000001			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.013392	Mean dependent var		17.78959
Adjusted R-squared	0.011796	S.D. dependent var		58.75954
S.E. of regression	58.41196	Sum squared resid		2108589.
Durbin-Watson stat	2.139958			



## Anexo I-6.4 - Resultados equação 4.2 por GLS - curto prazo

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Dependent Variable: RESERVAS?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 12:43				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
C	17.13791	3.305433	5.184768	0.0000
DUMMY_PRETRA?	-16.98276	3.317003	-5.119911	0.0000
DUMMY?	10.37840	1.997208	5.196457	0.0000
DUMMY_1981?	-20.18557	4.012176	-5.031076	0.0000
DUMMY_1982?	-18.54996	4.208522	-4.407713	0.0000
DUMMY_1983?	-10.05865	4.595017	-2.189034	0.0290
DUMMY_1984?	-4.906822	4.395557	-1.116314	0.2647
DUMMY_1985?	-18.65094	4.108686	-4.539392	0.0000
DUMMY_1986?	-4.548206	5.252001	-0.865995	0.3868
DUMMY_1987?	-5.131904	4.683567	-1.095726	0.2736
DUMMY_1988?	-11.86672	4.507210	-2.632830	0.0087
DUMMY_1989?	1.979499	4.706377	0.420599	0.6742
DUMMY_1990?	12.16578	5.314983	2.288959	0.0224
DUMMY_1991?	16.95697	6.210904	2.730194	0.0065
DUMMY_1992?	9.037855	5.066269	1.783927	0.0749
DUMMY_1993?	-0.010657	4.813866	-0.002214	0.9982
DUMMY_1994?	-5.604571	4.229998	-1.324958	0.1857
DUMMY_1995?	-3.383810	3.852934	-0.878242	0.3802
DUMMY_1996?	-2.501615	4.084419	-0.612478	0.5405
DUMMY_1997?	-11.04260	5.151487	-2.143575	0.0325
DUMMY_1998?	-18.50394	3.743291	-4.943227	0.0000
DUMMY_1999?	-7.510787	3.751630	-2.002006	0.0457
Weighted Statistics				
R-squared	0.137747	Mean dependent var	23.84389	
Adjusted R-squared	0.107467	S.D. dependent var	57.14167	
S.E. of regression	53.98401	Sum squared resid	1742735.	
F-statistic	4.549132	Durbin-Watson stat	1.980171	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.087416	Mean dependent var	17.78959	
Adjusted R-squared	0.055368	S.D. dependent var	58.75954	
S.E. of regression	57.10967	Sum squared resid	1950386.	
Durbin-Watson stat	2.189630			

## Anexo I-6.5 - Resultados equação 4.2 por GLS - médio prazo

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Dependent Variable: RESERVAS?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 13:16				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
C	17.35169	3.248054	5.342179	0.0000
DUMMY_PRETRA?	-18.67695	3.199922	-5.836691	0.0000
DUMMY_03?	9.531113	1.758668	5.419505	0.0000
DUMMY_1981?	-20.33944	3.945158	-5.155545	0.0000
DUMMY_1982?	-19.19355	4.167069	-4.606007	0.0000
DUMMY_1983?	-10.38055	4.555671	-2.278599	0.0230
DUMMY_1984?	-5.886087	4.333176	-1.358377	0.1749
DUMMY_1985?	-19.52607	4.108142	-4.753018	0.0000
DUMMY_1986?	-4.378093	5.246004	-0.834558	0.4043
DUMMY_1987?	-5.783008	4.621007	-1.251461	0.2113
DUMMY_1988?	-11.63785	4.460722	-2.608962	0.0093
DUMMY_1989?	2.114889	4.693589	0.450591	0.6524
DUMMY_1990?	11.37590	5.239474	2.171191	0.0303
DUMMY_1991?	15.95832	6.134624	2.601354	0.0095
DUMMY_1992?	8.771932	5.028867	1.744316	0.0816
DUMMY_1993?	0.102874	4.756631	0.021628	0.9828
DUMMY_1994?	-6.444036	4.194656	-1.536249	0.1250
DUMMY_1995?	-3.856558	3.831693	-1.006489	0.3146
DUMMY_1996?	-3.281631	4.084425	-0.803450	0.4220
DUMMY_1997?	-12.23803	5.161632	-2.370962	0.0181
DUMMY_1998?	-19.29789	3.750098	-5.145970	0.0000
DUMMY_1999?	-8.124130	3.743443	-2.170230	0.0304
Weighted Statistics				
R-squared	0.135751	Mean dependent var	23.91242	
Adjusted R-squared	0.105401	S.D. dependent var	57.14078	
S.E. of regression	54.04560	Sum squared resid	1746714.	
F-statistic	4.472865	Durbin-Watson stat	1.979375	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.084348	Mean dependent var	17.78959	
Adjusted R-squared	0.052193	S.D. dependent var	58.75954	
S.E. of regression	57.20558	Sum squared resid	1956942.	
Durbin-Watson stat	2.184488			

## Anexo I-6.6 - Resultados equação 4.3 por GLS - avaliação pós-tratamento

Dependent Variable: RESERVAS?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 20:10				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 620				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	16.61843	3.310732	5.019564	0.0000
DUMMY_PRETRA?	-15.64436	3.256510	-4.804025	0.0000
DUMMY_TRAT?	12.27732	2.348095	5.228631	0.0000
DUMMY_POSTRA?	4.725653	2.248105	2.102061	0.0360
DUMMY_1981?	-19.64212	4.031917	-4.871659	0.0000
DUMMY_1982?	-18.92763	4.218107	-4.487233	0.0000
DUMMY_1983?	-9.186778	4.704719	-1.952673	0.0513
DUMMY_1984?	-5.331797	4.453006	-1.197348	0.2316
DUMMY_1985?	-19.08836	4.168786	-4.578876	0.0000
DUMMY_1986?	-3.599462	5.258734	-0.684473	0.4939
DUMMY_1987?	-4.946910	4.697856	-1.053014	0.2928
DUMMY_1988?	-11.78690	4.501535	-2.618417	0.0091
DUMMY_1989?	1.854645	4.773013	0.388569	0.6977
DUMMY_1990?	12.76217	5.346252	2.387125	0.0173
DUMMY_1991?	16.98078	6.238503	2.721932	0.0067
DUMMY_1992?	8.838537	5.135191	1.721170	0.0857
DUMMY_1993?	0.386852	4.835356	0.080005	0.9363
DUMMY_1994?	-5.875180	4.245734	-1.383784	0.1669
DUMMY_1995?	-3.337719	3.853856	-0.866073	0.3868
DUMMY_1996?	-2.830933	4.144370	-0.683079	0.4948
DUMMY_1997?	-11.12405	5.240215	-2.122822	0.0342
DUMMY_1998?	-18.73862	3.773795	-4.965458	0.0000
DUMMY_1999?	-7.848440	3.791730	-2.069884	0.0389
Weighted Statistics				
R-squared	0.139678	Mean dependent var	23.80753	
Adjusted R-squared	0.107974	S.D. dependent var	57.13000	
S.E. of regression	53.95765	Sum squared resid	1738122.	
F-statistic	4.405721	Durbin-Watson stat	1.980897	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.089588	Mean dependent var	17.78959	
Adjusted R-squared	0.056038	S.D. dependent var	58.75954	
S.E. of regression	57.08942	Sum squared resid	1945743.	
Durbin-Watson stat	2.190085			

## Anexo I-6.7 - Resultados equação 4.4 por GLS - avaliação pós-tratamento

Dependent Variable: RESERVAS?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 17:51				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 340				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.47227	3.284311	6.842310	0.0000
DUMMY?	1.881946	1.928182	0.976021	0.3298
DUMMY_1981?	-21.00017	4.290512	-4.894561	0.0000
DUMMY_1982?	-25.03883	4.596616	-5.447231	0.0000
DUMMY_1983?	-11.75148	4.291181	-2.738519	0.0065
DUMMY_1984?	-13.38808	4.606247	-2.906505	0.0039
DUMMY_1985?	-23.71902	4.143461	-5.724447	0.0000
DUMMY_1986?	-15.88157	5.148504	-3.084696	0.0022
DUMMY_1987?	-11.70071	4.561514	-2.565093	0.0108
DUMMY_1988?	-18.93773	4.715789	-4.015814	0.0001
DUMMY_1989?	-3.550900	4.644297	-0.764572	0.4451
DUMMY_1990?	-0.309317	5.148430	-0.060080	0.9521
DUMMY_1991?	0.489628	5.081186	0.096361	0.9233
DUMMY_1992?	-5.812925	6.344998	-0.916143	0.3603
DUMMY_1993?	-3.928574	4.127639	-0.951773	0.3419
DUMMY_1994?	-11.71851	4.237916	-2.765159	0.0060
DUMMY_1995?	-11.81066	4.194699	-2.815614	0.0052
DUMMY_1996?	-11.24827	4.452395	-2.526342	0.0120
DUMMY_1997?	-4.423202	6.692662	-0.660903	0.5092
DUMMY_1998?	-23.56336	3.769728	-6.250680	0.0000
DUMMY_1999?	-13.34460	4.060229	-3.286663	0.0011
Weighted Statistics				
R-squared	0.136062	Mean dependent var	16.60295	
Adjusted R-squared	0.081897	S.D. dependent var	37.66822	
S.E. of regression	36.09282	Sum squared resid	415558.5	
F-statistic	2.511983	Durbin-Watson stat	1.602073	
Prob(F-statistic)	0.000433			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.044595	Mean dependent var	12.28913	
Adjusted R-squared	-0.015305	S.D. dependent var	37.83960	
S.E. of regression	38.12807	Sum squared resid	463746.1	
Durbin-Watson stat	1.634672			

Anexo I-6.8 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 80

Dependent Variable: RESERVAS?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/17/02 Time: 11:54				
Sample: 1980 1989				
Included observations: 10				
Total panel observations 310				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	16.97082	2.499127	6.790697	0.0000
DUM_80_PAIST?	-2.683607	3.882383	-0.691227	0.4900
DUMMY_PRETRA?	-23.08311	4.301955	-5.365727	0.0000
DUMMY_TRAT?	9.908858	5.192305	1.908374	0.0573
DUMMY_POSTRA?	8.150270	4.610479	1.767771	0.0781
DUMMY_1981?	-20.98878	3.319441	-6.322986	0.0000
DUMMY_1982?	-20.61701	3.291443	-6.263822	0.0000
DUMMY_1983?	-8.611098	3.654858	-2.356069	0.0191
DUMMY_1984?	-8.502223	3.565291	-2.384721	0.0177
DUMMY_1985?	-14.91668	3.274971	-4.554754	0.0000
DUMMY_1986?	-1.198705	4.089212	-0.293138	0.7696
DUMMY_1987?	-5.178561	3.682097	-1.406416	0.1606
DUMMY_1988?	-15.14035	3.608317	-4.195959	0.0000
DUMMY_1989?	0.831000	3.636316	0.228528	0.8194
Weighted Statistics				
R-squared	0.157682	Mean dependent var	12.64861	
Adjusted R-squared	0.120688	S.D. dependent var	49.36138	
S.E. of regression	46.28697	Sum squared resid	634175.1	
F-statistic	4.262400	Durbin-Watson stat	1.815733	
Prob(F-statistic)	0.000002			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.094042	Mean dependent var	10.04176	
Adjusted R-squared	0.054253	S.D. dependent var	49.39102	
S.E. of regression	48.03253	Sum squared resid	682908.7	
Durbin-Watson stat	1.930997			

Anexo I-6.9 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 90

Dependent Variable: RESERVAS?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/17/02 Time: 12:06				
Sample: 1990 1999				
Included observations: 10				
Total panel observations 310				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	31.42045	2.670235	11.76692	0.0000
DUM_90_PAIST?	1.520567	1.515440	1.003383	0.3165
DUMMY_PRETRA?	-3.189107	4.057632	-0.785953	0.4325
DUMMY_TRAT?	18.91139	2.271103	8.326962	0.0000
DUMMY_POSTRA?	-2.967392	1.935985	-1.532756	0.1264
DUMMY_1991?	-1.913494	4.155034	-0.460524	0.6455
DUMMY_1992?	-12.09117	3.661559	-3.302190	0.0011
DUMMY_1993?	-14.34551	3.529941	-4.063953	0.0001
DUMMY_1994?	-25.78463	3.251380	-7.930364	0.0000
DUMMY_1995?	-19.95774	3.083764	-6.471874	0.0000
DUMMY_1996?	-24.72732	3.103729	-7.966971	0.0000
DUMMY_1997?	-27.99238	3.585317	-7.807505	0.0000
DUMMY_1998?	-36.56594	2.900089	-12.60856	0.0000
DUMMY_1999?	-25.24530	2.986516	-8.453093	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.247524	Mean dependent var	39.10627	
Adjusted R-squared	0.214476	S.D. dependent var	67.08465	
S.E. of regression	59.45697	Sum squared resid	1046399.	
F-statistic	7.489861	Durbin-Watson stat	2.016380	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.075420	Mean dependent var	25.53741	
Adjusted R-squared	0.034814	S.D. dependent var	66.00472	
S.E. of regression	64.84561	Sum squared resid	1244666.	
Durbin-Watson stat	2.328694			

## Anexo I.7 - Transações correntes

### Anexo I-7.1 - Resultados equação 4.1 por MQO

Dependent Variable: TC?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 06/27/02 Time: 08:12				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 615				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-437.4051	194.6474	-2.247166	0.0250
DUMMY?	397.2377	289.5101	1.372103	0.1705
R-squared	0.003062	Mean dependent var		-257.8407
Adjusted R-squared	0.001436	S.D. dependent var		3575.819
S.E. of regression	3573.251	Sum squared resid		7.83E+09
F-statistic	1.882666	Durbin-Watson stat		2.107570
Prob(F-statistic)	0.170533			

### Anexo I-7.2 - Resultados equação 4.1 por GLS - curto prazo

Dependent Variable: TC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 18:45				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 615				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-92.58336	3.016971	-30.68752	0.0000
DUMMY?	76.85554	3.203562	23.99065	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.013959	Mean dependent var		-416.4538
Adjusted R-squared	0.012350	S.D. dependent var		2985.286
S.E. of regression	2966.794	Sum squared resid		5.40E+09
F-statistic	8.677788	Durbin-Watson stat		2.048448
Prob(F-statistic)	0.003343			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.002063	Mean dependent var		-257.8407
Adjusted R-squared	-0.003698	S.D. dependent var		3575.819
S.E. of regression	3582.424	Sum squared resid		7.87E+09
Durbin-Watson stat	2.101185			

### Anexo I-7.3 - Resultados equação 4.1 por GLS - médio prazo

Dependent Variable: TC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/01/02 Time: 18:02				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 615				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-44.78502	2.411001	-18.57528	0.0000
DUMMY_03?	10.03333	2.949451	3.401762	0.0007
Weighted Statistics				
R-squared	-0.003184	Mean dependent var		-396.7964
Adjusted R-squared	-0.004820	S.D. dependent var		2947.597
S.E. of regression	2954.693	Sum squared resid		5.35E+09
Durbin-Watson stat	2.024361			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.003745	Mean dependent var		-257.8407
Adjusted R-squared	-0.005382	S.D. dependent var		3575.819
S.E. of regression	3585.428	Sum squared resid		7.88E+09
Durbin-Watson stat	2.099017			

## Anexo I-7.4 - Resultados equação 4.2 por GLS - curto prazo

Dependent Variable: TC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 12:44				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 615				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.238943	28.92511	0.319409	0.7495
DUMMY_PRETRA?	-65.13532	13.05886	-4.987828	0.0000
DUMMY?	18.40747	10.77455	1.708420	0.0881
DUMMY_1981?	-210.8960	40.63561	-5.189932	0.0000
DUMMY_1982?	-35.79997	28.55947	-1.253524	0.2105
DUMMY_1983?	4.530578	27.29143	0.166007	0.8682
DUMMY_1984?	-63.47863	40.02389	-1.586018	0.1133
DUMMY_1985?	-8.678434	40.32883	-0.215192	0.8297
DUMMY_1986?	60.18883	46.05427	1.306911	0.1917
DUMMY_1987?	-124.5288	38.10514	-3.268032	0.0011
DUMMY_1988?	-13.47863	28.36279	-0.475222	0.6348
DUMMY_1989?	-49.58091	32.00590	-1.549118	0.1219
DUMMY_1990?	-6.839102	27.66019	-0.247254	0.8048
DUMMY_1991?	-13.25119	31.85918	-0.415930	0.6776
DUMMY_1992?	-145.5075	28.96338	-5.023843	0.0000
DUMMY_1993?	-283.8099	52.78586	-5.376627	0.0000
DUMMY_1994?	-90.86803	37.46177	-2.425620	0.0156
DUMMY_1995?	-129.3429	31.24613	-4.139486	0.0000
DUMMY_1996?	-5.203778	27.38064	-0.190053	0.8493
DUMMY_1997?	-66.31625	27.62007	-2.401017	0.0167
DUMMY_1998?	-84.40754	36.04380	-2.341805	0.0195
DUMMY_1999?	59.89004	30.33513	1.974280	0.0488
Weighted Statistics				
R-squared	0.023191	Mean dependent var	-249.5189	
Adjusted R-squared	-0.011401	S.D. dependent var	2283.086	
S.E. of regression	2296.063	Sum squared resid	3.13E+09	
F-statistic	0.670420	Durbin-Watson stat	1.989235	
Prob(F-statistic)	0.863685			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.000867	Mean dependent var	-257.8407	
Adjusted R-squared	-0.034515	S.D. dependent var	3575.819	
S.E. of regression	3637.005	Sum squared resid	7.84E+09	
Durbin-Watson stat	2.099538			

## Anexo I-7.5 - Resultados equação 4.2 por GLS - médio prazo

Dependent Variable: TC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 08/11/02 Time: 13:14				
Sample: 1980 1999				
Included observations: 20				
Total panel observations 615				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	27.35741	27.27889	1.002878	0.3163
DUMMY_PRETRA?	-50.26204	12.48902	-4.024499	0.0001
DUMMY_03?	-13.85695	10.13605	-1.367096	0.1721
DUMMY_1981?	-207.9341	38.74561	-5.366649	0.0000
DUMMY_1982?	-47.32829	27.20208	-1.739878	0.0824
DUMMY_1983?	7.672714	25.83467	0.296993	0.7666
DUMMY_1984?	-67.90038	36.72996	-1.848638	0.0650
DUMMY_1985?	-4.160983	36.84261	-0.112939	0.9101
DUMMY_1986?	57.01435	42.50455	1.341371	0.1803
DUMMY_1987?	-116.2130	36.80444	-3.157582	0.0017
DUMMY_1988?	-18.51093	26.68873	-0.693586	0.4882
DUMMY_1989?	-25.53790	29.93328	-0.853161	0.3939
DUMMY_1990?	-7.520100	26.21698	-0.286841	0.7743
DUMMY_1991?	-15.86346	31.07941	-0.510417	0.6099
DUMMY_1992?	-140.3053	27.31206	-5.137119	0.0000
DUMMY_1993?	-322.2804	51.54120	-6.252870	0.0000
DUMMY_1994?	-90.95081	34.17321	-2.661465	0.0080
DUMMY_1995?	-133.1636	29.24216	-4.553822	0.0000
DUMMY_1996?	-6.125720	25.78343	-0.237584	0.8123
DUMMY_1997?	-57.33321	26.05126	-2.200785	0.0281
DUMMY_1998?	-85.90061	34.46776	-2.492202	0.0130
DUMMY_1999?	52.95088	28.50825	1.857388	0.0638
Weighted Statistics				
R-squared	0.026260	Mean dependent var	-251.5526	
Adjusted R-squared	-0.008223	S.D. dependent var	2342.686	
S.E. of regression	2352.298	Sum squared resid	3.28E+09	
F-statistic	0.761544	Durbin-Watson stat	1.993783	
Prob(F-statistic)	0.767850			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.001091	Mean dependent var	-257.8407	
Adjusted R-squared	-0.034284	S.D. dependent var	3575.819	
S.E. of regression	3636.598	Sum squared resid	7.84E+09	
Durbin-Watson stat	2.099194			

## Anexo I-7.6 - Resultados equação 4.3 por GLS - avaliação pós-tratamento

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-27.10010	30.61272	-0.885256	0.3764
DUMMY_PRETRA?	63.22855	22.04122	2.868650	0.0043
DUMMY_TRAT?	49.04983	9.919561	4.944758	0.0000
DUMMY_POSTRA?	-166.6558	24.19833	-6.887079	0.0000
DUMMY_1981?	-178.4263	44.23613	-4.033498	0.0001
DUMMY_1982?	-24.40213	30.33916	-0.804311	0.4215
DUMMY_1983?	58.57721	29.81411	1.964748	0.0499
DUMMY_1984?	-20.24002	41.27455	-0.490375	0.6241
DUMMY_1985?	35.43639	41.41255	0.855692	0.3925
DUMMY_1986?	134.8604	48.34684	2.789437	0.0054
DUMMY_1987?	-36.01408	40.77706	-0.883195	0.3775
DUMMY_1988?	58.02383	30.94135	1.875285	0.0612
DUMMY_1989?	-10.95647	33.54428	-0.326627	0.7441
DUMMY_1990?	37.21705	29.86419	1.246210	0.2132
DUMMY_1991?	18.06609	34.75320	0.519840	0.6034
DUMMY_1992?	-123.5270	30.40769	-4.062359	0.0001
DUMMY_1993?	-207.3926	52.96588	-3.915588	0.0001
DUMMY_1994?	-25.38962	39.34096	-0.645374	0.5189
DUMMY_1995?	-67.14282	33.32451	-2.014818	0.0444
DUMMY_1996?	22.36191	29.10089	0.768427	0.4425
DUMMY_1997?	1.873929	30.11639	0.062223	0.9504
DUMMY_1998?	-33.88463	39.00783	-0.868662	0.3854
DUMMY_1999?	102.2920	32.49111	3.148308	0.0017
Weighted Statistics				
R-squared	0.036399	Mean dependent var	-244.5114	
Adjusted R-squared	0.000589	S.D. dependent var	2286.267	
S.E. of regression	2285.593	Sum squared resid	3.09E+09	
F-statistic	1.016451	Durbin-Watson stat	2.013807	
Prob(F-statistic)	0.441032			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.003347	Mean dependent var	-257.8407	
Adjusted R-squared	-0.033691	S.D. dependent var	3575.819	
S.E. of regression	3635.556	Sum squared resid	7.82E+09	
Durbin-Watson stat	2.105760			

## Anexo I-7.7 - Resultados equação 4.4 por GLS - avaliação pós-tratamento

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-79.09195	42.49646	-1.861142	0.0637
DUMMY?	-127.7273	27.61889	-4.624637	0.0000
DUMMY_1981?	2.154657	51.85336	0.041553	0.9669
DUMMY_1982?	-129.3591	45.36011	-2.851826	0.0046
DUMMY_1983?	97.28764	44.04641	2.208753	0.0279
DUMMY_1984?	-84.38521	122.0276	-0.691526	0.4897
DUMMY_1985?	145.3968	89.99885	1.615541	0.1072
DUMMY_1986?	208.3818	86.26365	2.415638	0.0163
DUMMY_1987?	204.6021	63.46543	3.223836	0.0014
DUMMY_1988?	151.8273	48.19270	3.150421	0.0018
DUMMY_1989?	-298.8146	68.63726	-4.353533	0.0000
DUMMY_1990?	87.90819	45.81512	1.918759	0.0559
DUMMY_1991?	5.881844	71.46111	0.082308	0.9345
DUMMY_1992?	-3.346100	47.92585	-0.069818	0.9444
DUMMY_1993?	-135.0412	134.2870	-1.005616	0.3154
DUMMY_1994?	62.93888	57.76940	1.089485	0.2768
DUMMY_1995?	127.8410	47.09857	2.714328	0.0070
DUMMY_1996?	155.2288	45.99898	3.374614	0.0008
DUMMY_1997?	142.6491	45.01039	3.169248	0.0017
DUMMY_1998?	-26.94701	57.17430	-0.471313	0.6377
DUMMY_1999?	174.4380	43.35289	4.023677	0.0001
Weighted Statistics				
R-squared	0.023802	Mean dependent var	-344.6732	
Adjusted R-squared	-0.038178	S.D. dependent var	2758.198	
S.E. of regression	2810.356	Sum squared resid	2.49E+09	
F-statistic	0.384030	Durbin-Watson stat	2.170742	
Prob(F-statistic)	0.993089			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.002511	Mean dependent var	-461.0503	
Adjusted R-squared	-0.066162	S.D. dependent var	4820.877	
S.E. of regression	4977.803	Sum squared resid	7.81E+09	
Durbin-Watson stat	2.392764			

Anexo I-7.8 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 80

Dependent Variable: TC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/17/02 Time: 11:55				
Sample: 1980 1989				
Included observations: 10				
Total panel observations 308				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	61.28491	28.81710	2.126685	0.0343
DUM_80_PAIST?	-179.3815	27.27666	-6.576373	0.0000
DUMMY_PRETRA?	124.3324	35.41164	3.511061	0.0005
DUMMY_TRAT?	161.2827	22.97031	7.021355	0.0000
DUMMY_POSTRA?	-143.2228	54.28560	-2.638320	0.0088
DUMMY_1981?	-94.01008	33.20188	-2.831468	0.0050
DUMMY_1982?	-75.13361	26.27737	-2.859252	0.0046
DUMMY_1983?	0.562399	26.20760	0.021459	0.9829
DUMMY_1984?	-31.22736	28.84549	-1.082574	0.2799
DUMMY_1985?	-68.05850	34.40751	-1.978013	0.0489
DUMMY_1986?	-40.99773	42.55289	-0.963454	0.3361
DUMMY_1987?	2.937640	35.05451	0.083802	0.9333
DUMMY_1988?	22.22533	27.73938	0.801219	0.4237
DUMMY_1989?	-55.13402	28.72246	-1.919544	0.0559
Weighted Statistics				
R-squared	0.051171	Mean dependent var	-152.5852	
Adjusted R-squared	0.009216	S.D. dependent var	1817.882	
S.E. of regression	1809.486	Sum squared resid	9.63E+08	
F-statistic	1.219670	Durbin-Watson stat	1.999863	
Prob(F-statistic)	0.264054			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.009854	Mean dependent var	-217.0607	
Adjusted R-squared	-0.033928	S.D. dependent var	3013.856	
S.E. of regression	3064.557	Sum squared resid	2.76E+09	
Durbin-Watson stat	2.238638			

Anexo I-7.9 - Resultados equação 4.5 por GLS - avaliação pós-tratamento - década de 90

Dependent Variable: TC?				
Method: GLS (Cross Section Weights)				
Date: 09/17/02 Time: 12:00				
Sample: 1990 1999				
Included observations: 10				
Total panel observations 307				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.092914	17.86553	-0.173122	0.8627
DUM_90_PAIST?	-20.82998	20.01284	-1.040831	0.2988
DUMMY_PRETRA?	235.5794	17.06491	13.80490	0.0000
DUMMY_TRAT?	76.42244	8.445590	9.048798	0.0000
DUMMY_POSTRA?	-219.2202	17.67809	-12.40067	0.0000
DUMMY_1991?	-35.29012	12.04077	-2.930885	0.0036
DUMMY_1992?	-153.5049	9.009489	-17.03814	0.0000
DUMMY_1993?	-442.6258	35.53897	-12.45466	0.0000
DUMMY_1994?	28.45409	15.31303	1.858162	0.0641
DUMMY_1995?	-85.51979	16.43616	-5.203147	0.0000
DUMMY_1996?	4.554547	7.525469	0.605218	0.5455
DUMMY_1997?	-1.964709	8.367861	-0.234792	0.8145
DUMMY_1998?	-35.97138	15.48630	-2.322787	0.0209
DUMMY_1999?	95.66672	16.64467	5.747587	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.149508	Mean dependent var	-325.1378	
Adjusted R-squared	0.111773	S.D. dependent var	2510.007	
S.E. of regression	2365.576	Sum squared resid	1.64E+09	
F-statistic	3.962034	Durbin-Watson stat	2.089419	
Prob(F-statistic)	0.000006			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.006915	Mean dependent var	-298.7536	
Adjusted R-squared	-0.037147	S.D. dependent var	4066.960	
S.E. of regression	4141.809	Sum squared resid	5.03E+09	
Durbin-Watson stat	2.214613			

## Anexo I.8 - Testes de Wald

Anexo I-8.1 - Teste de Wald para o consumo - equação 4.2 - curto prazo

Wald Test: Equation: FMI			
Null Hypothesis: $C(2)=C(3)$			
F-statistic	2.29E-05	Probability	0.996183
Chi-square	2.29E-05	Probability	0.996182

Anexo I-8.2 - Teste de Wald para o consumo - equação 4.2 - médio prazo

Wald Test: Equation: FMI			
Null Hypothesis: $C(2)=C(3)$			
F-statistic	0.545948	Probability	0.460268
Chi-square	0.545948	Probability	0.459978

Anexo I-8.3 - Teste de Wald para o consumo - equação 4.3, coeficientes pré e pós-tratamento

Wald Test: Equation: FMI			
Null Hypothesis: $C(2)=C(4)$			
F-statistic	23.37681	Probability	0.000002
Chi-square	23.37681	Probability	0.000001

Anexo I-8.4 - Teste de Wald para o consumo - equação 4.3, coeficientes durante e pós-tratamento

Wald Test: Equation: FMI			
Null Hypothesis: $C(3)=C(4)$			
F-statistic	53.87760	Probability	0.000000
Chi-square	53.87760	Probability	0.000000

Anexo I-8.5 - Teste de Wald para o PIB - equação 4.2 - curto prazo

Wald Test: Equation: FMI			
Null Hypothesis: $C(2)=C(3)$			
F-statistic	0.068850	Probability	0.793109
Chi-square	0.068850	Probability	0.793019

Anexo I-8.6 - Teste de Wald para o PIB - equação 4.2 - médio prazo

Wald Test: Equation: FMI			
Null Hypothesis: $C(2)=C(3)$			
F-statistic	0.028327	Probability	0.866399
Chi-square	0.028327	Probability	0.866342



Anexo I-8.7 - Teste de Wald para o PIB - equação 4.3, coeficientes pré e pós-tratamento

Wald Test: Equation: FMI			
Null Hypothesis: C(2)=C(4)			
F-statistic	18.20776	Probability	0.000023
Chi-square	18.20776	Probability	0.000020

Anexo I-8.8 - Teste de Wald para o PIB - equação 4.3, coeficientes durante e pós-tratamento

Wald Test: Equation: FMI			
Null Hypothesis: C(4)=C(3)			
F-statistic	42.17127	Probability	0.000000
Chi-square	42.17127	Probability	0.000000

Anexo I-8.9 - Teste de Wald para a formação bruta de capital fixo - equação 4.3, coeficientes pré e pós-tratamento

Wald Test: Equation: FMI			
Null Hypothesis: C(2)=C(4)			
F-statistic	3.365552	Probability	0.067071
Chi-square	3.365552	Probability	0.066573

Anexo I-8.10 - Teste de Wald para a formação bruta de capital fixo - equação 4.3, coeficientes durante e pós-tratamento

Wald Test: Equation: FMI			
Null Hypothesis: C(3)=C(4)			
F-statistic	17.25820	Probability	0.000037
Chi-square	17.25820	Probability	0.000033

