

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
CURSO DE MESTRADO EM TEORIA ECONÔMICA**

RICARDO BROMERSCHENKEL

**O FMI mudou? Uma análise de sua atuação no caso da
Grécia, no contexto da atual crise financeira mundial.**

VITÓRIA
2012

RICARDO BROMERSCHENKEL

O FMI mudou? Uma análise de sua atuação no caso da Grécia, no contexto da atual crise financeira mundial.

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado em Teoria Econômica do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Teoria Econômica.

Orientador: Prof. Dr. Robson Grassi.

VITÓRIA
2012

**Ao meu filho Jackson Bromerschenkel, À minha filha
Ingrid Bromerschenkel, e Ao meu neto Gabriel
Cordeiro Bromerschenkel.**

Agradeço a todos os professores que dedicaram seu tempo ao meu aprendizado neste curso, e, em especial, ao prof. Dr. Robson Grassi e ao prof. Arlindo Villaschi Filho.

RICARDO BROMERSCHENKEL

O FMI mudou? Uma análise de sua atuação no caso da Grécia, no contexto da atual crise financeira mundial.

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado em Teoria Econômica do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Teoria Econômica.

COMISSÃO EXAMINADORA.

Prof. Dr. Robson Grassi.
Universidade Federal do Espírito Santo
Orientador

Prof. Arlindo Villaschi Filho
Universidade Federal do Espírito Santo

Prof. Dra. Flavia Nico Vasconcelos
Universidade Vila Velha

RESUMO

A Instituição Fundo Monetário Internacional (FMI) tem sido acusada, principalmente, a partir dos anos 1980, de estar a serviço das nações desenvolvidas, principalmente dos Estados Unidos, no sentido de impor aos países em desenvolvimento as ideologias do Consenso de Washington. As críticas têm partido tanto de acadêmicos como da imprensa em geral e especializada. Também tem sido acusada, por acadêmicos, de impor políticas contracionistas em países em desenvolvimento, já em recessão, piorando estados recessivos, enquanto nos países desenvolvidos se tem aplicado políticas expansionistas, para estimular o crescimento econômico e a criação de empregos (políticas keynesianas). Além das críticas externas, a própria Instituição (FMI) tem reconhecido que alguns instrumentos, como as políticas fiscais, deveriam ser revistos, tendo em vista a severidade da contração econômica dos países Asiáticos, onde essas políticas foram aplicadas. Tal fato sugere mudanças na atuação futura da Instituição, tanto como resposta às críticas como pelo seu próprio reconhecimento da necessidade de transformação. Apurou-se que na atuação na Crise Econômica e Financeira Mundial de 2008/2009 o FMI atuou como prestador de última instância, fornecendo liquidez aos países em desenvolvimento e pobres, mesma política recomendada aos países desenvolvidos. Ou seja, adotou políticas expansionistas, para fazer frente à recessão mundial de 2009. No entanto, no caso particular da Grécia, país periférico da zona do euro, em estado de insolvência financeira, a Instituição voltou à mesma política contracionista das décadas passadas e início dos anos 2000. Conclui-se, portanto, que o FMI não mudou sua macropolítica nos programas de assistência aos países em crise financeira, como no caso atual da Grécia, em relação às aplicadas aos países endividados no passado. O FMI de ontem e de hoje é o mesmo.

ABSTRACT

The International Monetary Fund (IMF) has been accused, mostly from the 1980s, to be of service of developed nations, particularly to the United States, to impose on developing countries ideologies of the Washington Consensus. Criticisms have broken out both from academics and the general and economics press. It has also been criticized by academics to impose contractionary policies on developing countries, already in recession, worsening recessionary, while in developed countries have been applied expansionary policies to stimulate economic growth and job creation (Keynesian policies). In addition to external criticism, the very Institution (IMF) has recognized that some of its instruments, such as fiscal policies, should be reviewed in view of the severity of the economic contraction of the Asian countries, where these policies were applied. This suggests changes in the Institution's future policies, as a response to academic criticism and by its own recognition of the need for transformation. It was found that the performance in the World Financial and Economic Crisis of 2008/2009 the IMF acted as lender of last resort, providing liquidity to developing and poor countries, the same policies recommended to developing countries. These expansionary policies were adopted to cope with the global recession of 2009. However, in the particular case of Greece, a Eurozone peripheral country, in financial insolvency state, the Institution (IMF) returned to the same contractionary policy of the past decades and the early 2000s. We conclude, therefore, that the IMF has not changed its macro policy assistance programs to countries in financial crisis, as in the current case of Greece, in relation to those applied to indebted countries in the past. The IMF didn't charge.

Sumário

RESUMO	6
INTRODUÇÃO	9
1. FMI – BREVE HISTÓRICO.....	17
1.1 O FMI: SUA FUNDAÇÃO E O AMBIENTE POLÍTICO E ECONÔMICO DO PERÍODO ENTRE GUERRAS.....	17
1.2 O SISTEMA BRETTON WOODS	26
1.3 A CRISE DO PETRÓLEO E OS NOVOS DESAFIOS DO FMI	30
1.4 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	39
1.5 METODOLOGIA	40
2. OS CRÍTICOS DO FMI	43
2.1 Joseph Stiglitz.	43
2.2 Dani Rodrik.	49
2.3 Paul Krugman.	50
2.4 Jeffrey Sachs e Steven Radelet.....	53
2.5 Mark S. Copelovitch	55
2.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	60
3. A DESREGULAMENTAÇÃO E A CRISE ECONÔMICA E FINANCEIRA MUNDIAL DE 2008-2009	63
3.1 A DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA E SUA IDEOLOGIA.	63
3.3 O FMI NO SOCORRO AOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO, NA CRISE ECONÔMICA E FINANCEIRA DE 2008/2009.	86
4. A ATUAÇÃO DA UNIÃO EUROPEIA E DO FMI NA CRISE DA GRÉCIA.....	91
4.1 PANORAMA POLÍTICO-ECONÔMICO DA GRÉCIA.....	91
4.2 A INTEGRAÇÃO DA GRÉCIA NA UNIÃO EUROPEIA.....	94
4.3 A CRISE DA GRÉCIA.....	105
4.4 A GRÉCIA PEDE O SEGUNDO EMPRÉSTIMO.	118
4.5 UMA BREVE ANÁLISE DA RELAÇÃO PASSADA E ATUAL.	122
CONCLUSÃO	125

INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é analisar se houve mudanças no comportamento do FMI - Fundo Monetário Internacional – nas diretrizes políticas adotadas no gerenciamento das economias dos países em desenvolvimento, em crise econômica e financeira, nos anos 1980, 1990 e início dos anos 2000, em relação às aplicadas aos países em desenvolvimento e pobres na crise financeira mundial em 2008-2009, e à aplicada, atualmente, à Grécia, país periférico da zona do euro. O FMI tem sido acusado, ao longo do tempo, em quase todas as suas atuações, seja na América Latina, Ásia, Leste Europeu e Rússia, de ser instrumento de controle dos países desenvolvidos, principalmente dos Estados Unidos, para impor as ideologias do Consenso de Washington aos países subdesenvolvidos e em desenvolvimento. A própria Instituição (FMI) tem reconhecido a necessidade de rever alguns de seus mecanismos, como as políticas fiscais, tendo em vista a gravidade das contrações econômicas sofridas pelos países Asiáticos, onde seus programas foram aplicados.

O FMI atuou na crise econômica e financeira mundial, em 2008-2009, e, na atual crise financeira da Europa, foi chamado para, em conjunto com a União Europeia, prestar ajuda financeira à Grécia, país que apresentou problemas de liquidez, para honrar seus compromissos com a comunidade internacional a partir de meados do ano 2010, quando, então, pediu socorro à União Europeia e ao FMI.

Então, a problemática que se apresenta é saber se a Instituição (FMI), de alguma forma, respondeu às críticas de que tem sido alvo, e ao seu próprio reconhecimento da necessidade de mudança. Analisa-se, então, a atuação da Instituição na crise econômica e financeira mundial de 2008-2009, e na atual crise da Grécia, para se apurar se houve mudanças significativas nas suas diretrizes políticas, em relação às aplicadas no passado.

Os métodos do FMI no gerenciamento das economias em crise nos anos 1980, 1990 e início dos anos 2000, na América Latina, Leste Asiático, e na

transição das economias comunistas, planificadas, para economias de mercado, nos países do Leste Europeu e na Rússia, têm sido severamente criticados por autores renomados como Joseph Stiglitz, Paul Krugman, Dani Rodrik, Jeffrey Sachs, Steven Radelet, Nouriel Roubini e Mark S. Copelovitch. O próprio FMI tem reconhecido que algumas de suas diretrizes têm gerado resultados não desejados: a liberalização do fluxo internacional de capitais tem gerado resultados desencorajadores em relação ao que se havia pensado, e as políticas fiscais impostas aos países devem ser ajustadas, tendo em vista a severidade da contração econômica que acompanhou a crise Asiática:

From this experience, the IMF drew several lessons that would alter its responses to future events. First, it realized that it would have to pay much more attention to weaknesses in countries' banking sectors and to the effects of those weaknesses on macroeconomic stability. In 1999, the IMF—together with the World Bank—launched the Financial Sector Assessment Program and began conducting national assessments on a voluntary basis. Second, the Fund realized that the institutional prerequisites for successful liberalization of international capital flows were more daunting than it had previously thought. Along with the economics profession generally, the IMF dampened its enthusiasm for capital account liberalization. Third, the severity of the contraction in economic activity that accompanied the Asian crisis necessitated a re-evaluation of how fiscal policy should be adjusted when a crisis was precipitated by a sudden stop in financial inflows (IMF, SD. 2012)

E neste contexto, é oportuno chamar a atenção para um artigo de Stiglitz, em 21 de maio de 2011, sobre a escolha do novo Diretor Gerente do FMI, com a saída de Dominique Strauss-Kahn, no qual ele se mostra preocupado com a escolha do novo Diretor Gerente do FMI dada à crise financeira em curso na Europa:

The IMF will soon be confronted with the difficult decision of choosing a new head. If this were ordinary times, it might be of little moment. But these are not ordinary times.

Europe faces a financial crisis and good leadership of the IMF will be essential to finding its way out. As the world focus its attention on the allegations against Dominique Strauss-Kahn and we think about who might replace him, it is important not to lose sight of the IMF's crucial role (STIGLITZ, 2011a).

Stiglitz exalta que Dominique Strauss-Kahn teria imprimido novos ares ao FMI, com a reafirmação do papel das ciências econômicas, incluindo a economia Keynesiana sobre as doutrinas de Wall Street, as quais tiveram papel central nas falhas do FMI na Ásia, América Latina e Rússia. Como Stiglitz é um dos mais contundentes críticos do FMI, essa nova visão sobre administração de Stauss-Kahan sugere mudança na atuação da instituição.

He breathed fresh air into the IMF as he re-examined old doctrines such as those concerning capital controls. He raised new issues as he emphasized the critical role of employment and inequality for stability. He reasserted the role of economic science, including Keynesian economics, over the mishmash of long-discredited Wall Street doctrines, which had been central to the IMF's failures in East Asia, Latin America, and Russia.

He also listened to the increasingly vocal and informed voices of those in emerging markets. He supported the movement for reforms in the institution, including voting rights and governance (STIGLITZ, 2011a).

Importante chamar atenção para o fato de que esse artigo de Stiglitz foi escrito em 21 de maio de 2010, quando ainda não havia sido escolhido o novo Diretor Gerente do FMI. A nova Diretora Gerente, Christine Lagarde, só tomou posse um mês e meio depois, em 05 de julho. Naturalmente, ainda é cedo para uma avaliação mais apurada da atuação da nova Diretora Gerente, dado o curto tempo de sua atuação como chefe da Instituição no tempo do encerramento da presente pesquisa; no entanto, vale ressaltar que Christine Lagarde teve importante atuação como negociadora do pacote de ajuda, no valor de 110 bilhões de euros, à Grécia e no estabelecimento do fundo para resgates futuros, no valor de 750 bilhões de euros (*Special Purpose Vehicle* - SPV), para países europeus em crise financeira, a exemplo de Espanha, Itália e Portugal, em maio de 2010, quando ela ainda era Ministra das Finanças da França. E como mostra Lynn (2011), sua atuação, nessa reunião, foi no sentido de dar resposta ao mercado financeiro:

Over the course of the trillion-dollar weekend she was to be a crucial figure in turning the French plan from words and bluster into concrete action. At her Normandy weekend retreat Lagarde spent the Saturday morning juggling phone calls from Sarkozy, Germany's Wolfgang Schäuble, and Dominique Strauss-Kahn, the Frenchman who runs the International Monetary Fund. As she switched from one conversation to the next, Lagarde was perfectly well aware of the challenge that lay ahead over the next 36 hours. "The only thing the markets understand is money," she said in an interview with

Bloomberg published later in May 2010. "We had to get real, which meant get big. If you don't have a big number on the board, they'll think you are really just a bunch of amateurs."⁴ (Lynn, 2011, pág.163).

[...] "This is not a strong signal," Christine Lagarde told the meeting sharply. "We need guarantees for the markets."

Only a few more minutes remained before the Sydney markets opened. A deal clearly wasn't going to be reached by then Lagarde who had already emerged as the unofficial moderator, argued they should forget about Sydney and focus instead on getting a statement ready for the opening of the Tokyo market at 2:00 a.m., Central European time. That gave them another hour and a half. Break up into small groups and see if we can hammer out a compromise, suggested the French finance minister (Lynn, 2011, pág172).

Christine Lagarde também participou, ainda como Ministra das Finanças da França, em 05 de maio de 2011, na reunião dos Ministros dos Estados do Euro, em Bruxelas, em que foi aprovado um pacote de ajuda a Portugal. Nessa ocasião, Strauss-Kahn, ainda estava preso em Nova Iorque, e já se especulava a respeito do nome de Christine Lagarde como possível candidata ao cargo de Dominique Strauss-Kahn, conforme publicação da revista *The Economist*. E a declaração de Lagarde, no final da reunião, não parece em linha com o pensamento de Strauss-Kahn, quem, segundo Stiglitz, seria keynesiana.

"Urgent measures are needed in Greece in order to reach its fiscal targets," said Jean-Claude Juncker, the prime minister of Luxembourg and chairman of the meeting. He said Greece had to "increase the volume of privatization" as well as adopt further belt-tightening measures to meet its deficit-reduction target this year.

Christine Lagarde, the French finance minister, said Greece had so far failed to act on its original promise to raise €17 billion from the sale of state assets. This figure was raised earlier this year to €50 billion. She said it was important for Greece to take a leaf out of the book of Portugal [...]

Asked whether the absence of Dominique Strauss-Kahn, the IMF's boss remanded in jail in New York on charges of sexual assault, Mr Juncker said he had been "close to tears" at the sight of his friend in handcuffs. He refused to be drawn on whether another European should replace him. Ms Lagarde, for her part, said she did not want to discuss speculation that she might be a candidate for the top IMF job (*The Economist*, 2011).

A nova visão de Joseph Stiglitz sobre a atuação do FMI também se manifesta em uma entrevista, em referência à crise econômica e financeira mundial de 2008-2009, à comunicação interna (NEWS) do próprio FMI:

You criticized the management of the Asian crisis by the International Monetary Fund (IMF) in the late 1990s. How has the Fund managed the current crisis?

Much better than the previous one! We were lucky that Dominique Strauss-Kahn, who was not constrained by past policies, was head of the IMF at the time the crisis broke out. The IMF recommended that the large countries implement recovery policies, whereas during the crisis in the emerging countries in the late 1990s it had demanded the implementation of austerity policies. The people of Asia are furious and condemn the hypocrisy of the rich countries (STIGLITZ, 2012).

Copelovitch (2010) argumenta que o papel fundamental do FMI como líder nos empréstimos nas crises na economia global, tem-no transformado em uma das mais poderosas instituições multilaterais do mundo. Ao mesmo tempo, sua atuação na governança global tem gerado tempestuosas críticas, tanto nos países em desenvolvimento como nos países industrializados. Tem sido acusado de uma série de resultados ineficientes, que vão desde sua falha na manutenção da estabilidade financeira global, e diagnósticos errôneos de causas e soluções em crises financeiras, a acusações de ter exacerbado a pobreza no mundo em desenvolvimento em favor de Wall Street. Ele argumenta que, de modo geral, a literatura econômica e política trata o FMI como uma instituição apolítica, cujas diretrizes são estabelecidas pelos tecnocratas da instituição, baseadas na combinação de fatores macroeconômicos globais e específicos de cada país. Mas afirma que tal visão contrasta com a percepção popular, pela qual a mídia, os políticos e público em geral consideram o FMI, sobretudo, uma instituição política, uma espécie de peão mandado ou cachorrinho de colo dos Estados Unidos.

The conventional wisdom among the media, politicians, and the general public is that the IMF is an overlay political institution. Nevertheless, there is a considerable disagreement about the nature of politics within the IMF. Some observers accuses the Fund of being a "pawn" or "lapdog" of the government of the United States (COPELOVITCH, 2010. pág. 5).

Outra instituição, o Banco Mundial, também tem reconhecido que os resultados das reformas políticas e estruturais postas em prática nos países em desenvolvimento não têm gerado os resultados esperados. Na publicação *Economic Growth in the 1990s: Learning form a Decade of Reform*¹, uma vasta análise é feita sobre os sucessos e fracassos das reformas gerenciadas pelo

¹ <http://www1.worldbank.org/prem/lessons1990s/chaps/frontmatter.pdf> 04/08/2011.

FMI e pelo Banco Mundial. Tal avaliação demonstra que as críticas à atuação do FMI não são isoladas, mas, sim, perpassam todo o tecido social, desde a percepção popular, acadêmica e institucional.

O reconhecimento de insucessos, pela própria Instituição, Fundo Monetário Internacional (FMI) e pelo Banco Mundial, e as críticas de acadêmicos renomados em relação à atuação do FMI sugerem mudanças de postura, em suas políticas, em relação às ações futuras, na administração das economias de países em crises econômicas e financeiras, visto que uma instituição de tal importância, para a economia mundial, deveria adequar seus mecanismos de ação em resposta aos clamores de mudanças.

Uma análise do comportamento do FMI na crise econômica e financeira mundial de 2008-2009 mostra que houve mudanças nos métodos de atuação da Instituição no sentido de um relaxamento das condicionalidades impostas aos países afetados pela crise. O FMI atuou como prestador de última instância, para economias emergentes e países pobres nesta crise. Entretanto, em relação ao programa do FMI colocado em prática na Grécia, país periférico da zona do euro, não se verificou mudanças em relação aos programas aplicados aos países em desenvolvimento, em crise econômica e financeira, no passado. O programa de austeridade imposto à Grécia tem se mostrado severo, contracionista, com o agravamento da recessão, aumento do desemprego e da instabilidade financeira. Ou seja, houve uma mudança no comportamento do FMI no sentido de se oferecer liquidez aos países necessitados de recursos durante a crise econômica e financeira mundial de 2008-2009, para se evitar o agravamento da crise mundial, mas não houve mudanças no caso específico da Grécia, país que se encontra em situação de insolvência. Esse fato mostra que o FMI não mudou suas políticas de austeridade aplicada aos países em crise financeira.

No capítulo um, faz-se uma abordagem da fundação do FMI, na Conferência de Bretton Woods, em New Hampshire/EUA, em conjunto com outros mecanismos, como o Bando Mundial e o GATT, com o objetivo de criar ambiente de estabilidade política e econômica mundial no período pós-Segunda Guerra Mundial. Nesse contexto, analisa-se o cenário político e

econômico preponderante no período entre guerras, que levou à Grande Depressão, cuja repetição os idealizadores de Bretton Woods queriam evitar. Analisa-se a atuação do FMI no contexto do Sistema Bretton Woods, e na crise do petróleo dos anos 1970. Também se faz uma análise da atuação do FMI, a partir dos anos 1980, principalmente, em relação à sua política de contração monetária e fiscal, aplicada aos países em desenvolvimento em crise financeira, e da imposição das ideologias do livre mercado a estes países.

No capítulo dois, apresenta-se uma análise das críticas de acadêmicos como Joseph Stiglitz, Paul Krugman, Dani Rodrik, Jeffrey Sachs, Steven Radelet e Mark S. Copelovitch em relação à atuação das instituições FMI em países subdesenvolvidos e em desenvolvimento, principalmente, no que concerne ao que os autores, geralmente, classificam como imposição do Consenso de Washington² aos países em desenvolvimento. O objetivo dessa análise é proporcionar uma visão panorâmica, com múltiplas opiniões, para se entender a atuação do FMI no cenário que prevaleceu desde o início dos anos 1980 até o início dos anos 2000, para que se possa entender e comparar a atuação da Instituição naquela época em relação à sua atuação, durante a crise econômica e financeira mundial de 2008-2009 e atual crise da Grécia.

No capítulo três, apresenta-se uma exposição do panorama do cenário econômico e financeiro mundial, com vistas à desregulamentação financeira, que teve início nas décadas de 1970 e 1980, com ênfase no discurso do livre mercado, autorregulador, que culminou com a crise econômica e financeira mundial de 2008-2009. Também se faz a exposição do desenvolvimento da crise econômica e financeira de 2008-2009, a partir do seu desencadeamento

² O Consenso de Washington original:

- A) Disciplina fiscal.
- B) Reforma estrutural (reorientação dos gastos públicos).
- C) Reforma tributária.
- D) Liberalização financeira.
- E) Taxas de câmbio unificadas e competitivas.
- F) Liberalização comercial.
- G) Abertura ao IED.
- H) Privatização.
- I) Desregulamentação.
- J) Proteção à propriedade intelectual (Rodrik, 206, pág. 978).

com o colapso do banco de investimento Bear Stearns, em março de 2008, culminando com sua incorporação ao JP Morgan, com financiamento do Fed, e a posterior falência do Lehman Brothers, em agosto de 2008, situação que desencadeou a maior crise econômica e financeira mundial desde a Grande Depressão dos anos 1930. Como também se analisam as políticas macroeconômicas empregadas para estimular as economias nos países desenvolvidos e economias emergentes, e a atuação do FMI, no contexto dessa crise, principalmente, nos países em desenvolvimento e pobres.

No capítulo quatro, analisa-se como o desdobramento da crise econômica e financeira mundial de 2008-2009 gerou um cenário mundial recessivo, com aumentos dos déficits públicos, em quase todos os países do mundo, gerando reflexos para a economia europeia, principalmente, para países já endividados como Espanha, Itália, Portugal, Grécia, Irlanda etc. Foi dada atenção especial à Grécia, por ser o primeiro país a recorrer à ajuda da União Européia e do FMI e ser o país pivô a desencadear a crise na zona do euro. Nesse contexto se apresenta uma análise da atuação da União Européia e do FMI no socorro prestado à Grécia, com atenção às condições das políticas macroeconômicas colocadas em prática no país, estabelecendo-se comparações com as condições impostas pelo FMI aos países em crise financeira no passado.

1. FMI – BREVE HISTÓRICO

1.1 O FMI: SUA FUNDAÇÃO E O AMBIENTE POLÍTICO E ECONÔMICO DO PERÍODO ENTRE GUERRAS.

O FMI – Fundo Monetário Internacional - foi fundado em 1944, no fim da Segunda Guerra Mundial, com o objetivo de fomentar a cooperação monetária global e a supervisão do sistema monetário internacional. O objetivo era a criação de mecanismos de ação global que impedissem a repetição da política econômica protecionista adotada pelos países após o *crash* da Bolsa de Nova York, em 1929. Depois da crise de 1930, os países, com o intuito de defender suas economias, impuseram barreiras à importação e desvalorizaram suas moedas. No entanto, como esse foi um comportamento comum, o resultado foi o declínio geral do comércio internacional, resultando em uma recessão econômica mundial, com o aumento do desemprego e queda de qualidade de vida, em quase todos os países. Segundo as palavras registradas no site do FMI,

The IMF was conceived in July 1944, when representatives of 45 countries meeting in the town of Bretton Woods, New Hampshire, in the northeastern United States, agreed on a framework for international economic cooperation, to be established after the Second World War. They believed that such a framework was necessary to avoid a repetition of the disastrous economic policies that had contributed to the Great Depression (IMF. SD. 2012a).

Para uma melhor compreensão da conturbada época dos anos 1930, é interessante observar o sistema baseado no padrão ouro, que prevaleceu antes da Primeira Guerra Mundial. Nessa fase, segundo Eichengreen (2008a), em essência o sistema pré-guerra era um comprometimento de governos de converter suas moedas domésticas em quantidades fixas de ouro e liberdade individual para importar e exportar ouro obtido de fontes oficiais ou outras. A Guerra, abruptamente, interrompeu esse sistema, porque os metais preciosos eram recursos essenciais na importação de suplementos para a máquina de guerra. Governos passaram, então, a regular e restringir a saída de ouro. Com a arbitragem interrompida, as taxas de câmbio passaram a flutuar limitadas apenas pelos controles que proibiam a maior parte das transações com moeda estrangeira (EICHENGREEN, 2008a, pág. 44).

Segundo Eichengreen (2008a), uma característica, no período pós-guerra, dos arranjos monetários internacionais era a livre flutuação, na qual, em regra, os bancos centrais não intervinham no mercado de câmbio. Assim, a primeira metade dos anos 1920 foi um claro exemplo da flutuação relativamente limpa de câmbio. No entanto, aos poucos, os países foram restabelecendo a convertibilidade, principalmente, aqueles países que estavam experimentando elevadas taxas inflacionárias, como Áustria (1923), Alemanha (1924), Hungria (1925) e Polônia (1924). A sua inflação havia sido alimentada por papel moeda para financiar o déficit orçamental. Contrários ao aumento de impostos ou corte nos gastos, eles colocaram em prática reforma monetária e imprimiram dinheiro novo, governado pelas leis do padrão ouro. As reservas foram recompostas por empréstimos avalizados pela Liga das Nações³. Países que haviam experimentado inflação moderada estabilizaram suas moedas e restauraram a convertibilidade, sem implementar reformas monetárias. A Bélgica restabeleceu a convertibilidade em 1925, a França, em 1926 e a Itália, em 1927 (EICHENGREEN, 2008a, pag. 45).

Nos países em que a inflação estava sob controle, desde o início, restaurou-se o padrão ouro aos preços do período pré-guerra. A Suécia restabeleceu em 1924, a Inglaterra, em 1925, prontamente, seguida pela Austrália, Países Baixos e África do Sul. Com a massiva adesão ao sistema, aos demais países não restava opção, senão seguir os demais (EICHENGREE, 2008a, pág.45).

Ainda segundo Eichengreen (2008a), se a estabilização da França, em 1926, for tomada como a marca do restabelecimento do padrão ouro, e a desvalorização da Inglaterra, em 1931, como sua morte, o padrão ouro, no período entre-guerras, funcionou por menos de cinco anos. Os mecanismos de ajustamento eram inadequados. Países com moedas fracas, como era o caso da Inglaterra, enfrentavam *déficits* em seus balanços de pagamentos e permanentes evasões de ouro e reservas externas, enquanto os de moeda forte, como era o caso da França, gozavam de permanentes *superávits*. O mecanismo de ajustamento de equilíbrio entre ativos e o mercado de

³ A Liga das Nações foi criada em Versalhes pelas potências vencedoras da Primeira Guerra Mundial, com sede em Genebra. Foi extinta em 1946. Era uma espécie de precursora das Nações Unidas – ONU.

commodities, necessário para restaurar o equilíbrio das contas externas, não estava operando satisfatoriamente. O sistema ruiu, em 1931, quando os bancos centrais sucumbiram em converter moedas estrangeiras em ouro (EICHENGREEN, 2008a, pág. 46).

Ainda no começo da Grande Depressão, o sistema ouro começou a desmoronar pela periferia. Países exportadores de matéria-prima foram duplamente atingidos: pela importação de capital e perda de receitas pela exportação de *commodities*. Com a queda das reservas, os bancos centrais eram forçados a sinalizar com apertos monetários. Mas apertos monetários significavam contração econômica, então a solução era relaxar o padrão ouro. A Argentina e Uruguai limitaram a convertibilidade em ouro no final de 1929. O Canadá introduziu o embargo à exportação de ouro, o que equivalia à desvalorização da moeda. Brasil, Chile, Paraguai, Peru, Venezuela, Austrália e Nova Zelândia dificultaram a obtenção de ouro, deixando suas moedas cair abaixo da paridade oficial. Em 1931, a crise se espalhou pelos países industrializados: Áustria e Alemanha sofreram ataque a suas reservas internacionais, e suspenderam a convertibilidade e impuseram controles cambiais. Em setembro de 1931, a Inglaterra, sob ataque, suspendeu a convertibilidade (EICHENGREENS, 2008a, pág. 47).

Embora não fosse sem precedentes países que sofriam choques suspenderem a convertibilidade em ouro, eram casos limitados em escopo, geralmente, devido a conflitos militares, falhas em colheitas, quedas em exportações, ou malversação financeira. Em 1929, a suspensão foi causada pela crise econômica global, o colapso da produção industrial, que mergulhou a economia mundial em uma recessão sem precedentes: a produção industrial dos Estados Unidos caiu 48% entre 1929 e 1932. A da Alemanha 39%. O desemprego chegou a 25% nos Estados Unidos e 44% na Alemanha (EICHENGREEN, 2008a, pag. 70).

O comportamento individual de cada país, com políticas protecionistas, como desvalorizações de moedas, levou ao declínio do comércio internacional e consequente recessão mundial. Conforme Stiglitz,

In the Great Depression, countries sought to restore their own economies to health through beggar-thy-neighbor policies: imposing tariffs would shift the limited amount of demand from foreign goods toward home-produced goods; the strengthened demand would, it was hoped, lead to lower unemployment. Competitive devaluations were another popular technique: lowering exchange rates relative to one's competitors meant that one's own goods became cheaper and others' more expensive. Neither policy worked in practice because trading partners, quite naturally, retaliated. They too imposed tariffs. They too lowered the value of their currency relative to gold, and so the *relative* price (dollars for pounds, say) — which was all that really mattered — was unchanged (STIGLITZ, 2010, pág.309).

Este era o caos que os idealizadores de Bretton Woods queriam evitar com a criação de instituições internacionais, como o FMI e o Banco Mundial, para promover a estabilidade dos preços, estabilidade de câmbio e livre comércio. Ou seja, sistema apto a garantir a estabilidade econômica e política mundial.

Ainda durante a Segunda Guerra, de acordo com Lenain (2004), “para evitar um retorno à desordem monetária internacional do período entre-guerras, os Estados Unidos e a Grã-Bretanha resolveram lançar as bases de um novo sistema apto a garantir a estabilidade econômica mundial do pós-guerra”. Os Estados Unidos queriam restaurar a estabilidade dos câmbios e impedir o retorno das desvalorizações competitivas, que caracterizaram o período da Grande Depressão, e um mecanismo de assistência financeira para ajudar países com *déficits* em seus balanços de pagamentos, para evitar que dificuldades passageiras forcem o recurso do protecionismo (LENAIN, 2004, pág. 2-3).

Basicamente, as negociações para estabelecer as bases do FMI ocorreram sob a tutela dos Estados Unidos e Grã-Bretanha, sob a coordenação de Herry Dexter White, funcionário do Tesouro americano e John Maynard Keynes. Segundo Lenain,

A filosofia dos dois projetos é muito próxima:

Ambos consideram que os conflitos comerciais no período entre guerras são em parte responsáveis pelo desencadeamento da Segunda Guerra Mundial; ambos querem restaurar a estabilidade dos câmbios e a conversibilidade das moedas; ambos recomendam a criação de organizações internacionais com a missão de facilitar a execução de uma política de cooperação econômica e monetária entre as nações. Não tem, contudo, as mesmas concepções sobre as modalidades concretas de funcionamento dessas instituições (LENAIN, 2004, pág. 3).

White quer livre câmbio, a retomada do comércio internacional, redução das taxas aduaneiras, a eliminação das barreiras não tarifárias, a derrubada das medidas protecionistas. Keynes dá ênfase a um mecanismo de ajuda à Grã-Bretanha e demais países europeus. Retoma a ideia da criação de um banco supranacional, conceito já formulado em 1930, uma espécie de banco central mundial (Bancor). Ambos os planos concordam sobre os objetivos a serem atingidos: a estabilidade das taxas de câmbio, livre conversibilidade de moeda, desenvolvimento do comércio mundial e a concessão de financiamento dos países em dificuldades. Para fundir os dois planos negociadores, ingleses e americanos se encontraram em Washington, entre setembro e outubro de 1943, cujo peso das negociações pende para o lado americano, devido à dependência da Inglaterra dos recursos dos Estados Unidos. Assim a posição de Keynes é abandonada em favor à de White. Em julho de 1944, na cidade de Atlantic City (New Jersey), uma dezena de países convidados elaboram o relatório que é apresentado na conferência de Bretton Woods (LENAIN, 2010, pág. 3-6).

Segundo Eichengreen (2008a), o Sistema de Bretton Woods partiu do padrão ouro, mas com taxas ajustáveis, para países em situação de desequilíbrio, e controle de fluxos de capitais. E o FMI foi fundado para monitorar políticas de economias nacionais e estender financiamentos para assegurar o equilíbrio das contas do balanço de pagamentos de países em risco. Tais inovações endereçaram as maiores preocupações dos formuladores de políticas herdadas dos anos 1920 e 1930. As taxas ajustáveis eram um instrumento para eliminar os *déficits* do balanço de pagamento, uma alternativa às políticas deflacionárias das taxas de desconto dos bancos centrais, que se mostraram tão dolorosas no período entre guerras. Segundo Eichengreen (2008a), esses três elementos se complementavam uns aos outros. A taxa de câmbio fixa, mas ajustável, era factível somente porque o controle de capitais insulava os países que procuravam proteger suas moedas de fluxos de capitais desestabilizantes, e oferecia tempo para organizar ajustamentos econômicos necessários. Os recursos do FMI forneciam linha extra de defesa, para países que mantivessem taxas fixas em face de pressões de mercado. A vigilância do FMI

desencorajava a mudança da paridade das taxas de câmbio e controles que levariam a abusos do sistema.

In principle, these three elements of the Bretton Woods System complemented one another. Pegged but adjustable exchange rates were feasible only because capital controls insulated countries seeking to protect their currencies from destabilizing capital flows and provided the breathing space needed to organize orderly adjustments. IMF resources provided an extra line of defense for countries attempting to maintain pegged exchange rates in the face of market pressures. And the Fund's surveillance discouraged the kind of changes in parities and controls that might have led to abuses of the system (EICHENGREEN, 2008a, pág.92).

Segundo Krugman e Obstfeld (1991), os artigos do FMI foram influenciados pela instabilidade de preços e finanças, desemprego e desintegração da economia internacional no período entre guerras. Os artigos tentaram evitar a repetição destes eventos através de uma mistura de disciplina e flexibilidade. Maior disciplina no gerenciamento monetário era a exigência de taxas de câmbio fixas, atreladas ao dólar, que, por sua vez, era atrelado ao ouro. Então, relembando os desastrosos eventos econômicos do período entre guerras, tentou-se desenhar um sistema monetário internacional que fomentaria pleno emprego e estabilidade de preços, além de assegurar aos países o equilíbrio das contas externas, sem impor restrições ao comércio internacional.

Ainda segundo Krugman e Obstfeld (1991), a experiência do período entre guerras mostrou que governos nacionais não iriam querer manter comércio internacional e taxa de câmbio fixo à custa de desemprego doméstico no longo prazo. Depois da experiência da Grande Depressão, os governos eram vistos como responsáveis por manter pleno emprego⁴. Assim o FMI incorporou, em seus acordos, suficiente flexibilidade para permitir aos países atingirem equilíbrio do balanço externo, sem sacrificarem objetivos internos ou câmbio fixo.

Duas características dos artigos do FMI ajudaram na flexibilidade do ajustamento externo. O *IMF Facilities* permitiu a tomada de empréstimos do FMI por países com *déficits* nas contas externas, sob a condição da crescente

⁴ Interessante observar a influência da política americana do estado “welfare”, de cunho keynesiano, implementada por de Franklin D. Roosevelt, após 1930, o “New Deal.

vigilância das políticas macroeconômicas do país e o *Adjustable Parities*, que permitia a desvalorização ou valorização da moeda nacional contra o dólar, se o FMI concordasse que o balanço de pagamentos do país estava em situação de desequilíbrio. Países nessa situação, sem desvalorização, poderiam sofrer aumento nas taxas de desemprego e sofrer maiores *déficits* na conta corrente, até os preços domésticos caírem o suficiente para restaurar o equilíbrio do balanço externo. A desvalorização, por outro lado, poderia, simultaneamente, melhorar a taxa de emprego e a conta corrente, evitando-se, assim, um longo caminho de um processo de ajustamento doloroso, no qual, ao final, as reservas internacionais, de qualquer forma se esvaziariam (KRUGMAN; OBSTFELD, 1991, pag. 527).

Nesse contexto, a visão dos fundadores do FMI era a criação de uma instituição para fomentar cooperação global e supervisionar o sistema monetário internacional – o sistema de taxas de câmbio e pagamentos internacionais - com o objetivo de assegurar a estabilidade das taxas de câmbio e eliminar barreiras que retardam o comércio internacional, evitando, assim, recessões globais.

A Instituição FMI foi concebida em julho de 1944, na Conferência de Bretton Woods, New Hampshire, EUA, por 45 países⁵ e foi formalmente estabelecida em dezembro de 1945, entrando em operação em primeiro de março de 1947, tendo a França como o primeiro país a recorrer a seus empréstimos.

The IMF came into formal existence in December 1945, when its first 29 member countries signed its Articles of Agreement. It began operations on March 1, 1947. Later that year, France became the first country to borrow from the IMF (IMF.SD.2012)

Sua fundação, em verdade, tem de ser analisada no contexto de Bretton Woods, onde outras instituições, como o Banco Mundial (Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento), e o GATT (Acordo Geral sobre

⁵ África do Sul, Austrália, Bélgica, Bolívia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colômbia, Costa Rica, Cuba, Checoslováquia, Dinamarca, Equador, El Salvador, Egípto, Estados Unidos, Etiópia, Filipinas, França, Grécia, Guatemala, Haiti, Holanda, Honduras, Índia, Irão, Iraque, Jugoslávia, Libéria, Luxemburgo, México, Nicarágua, Nova Zelândia, Noruega, Panamá, Paraguai, Perú, Polónia, Reino Unido, República Dominicana, União Soviética, Uruguai e Venezuela

Comercio e Tarifas), foram fundadas como objetivo de promover a cooperação e estabilidade global.

O Banco Mundial exerce função complementar ao FMI apesar de distinta. A função do FMI é promover a estabilidade do câmbio e fornecer crédito para reequilibrar o balanço de pagamentos. A função do Banco Mundial é financiar projetos de médio e longo prazo, destinados à recuperação e desenvolvimento. Segundo Lenain (2004),

O Fundo é um projeto de arquitetura financeira original, que funciona como uma caixa comum de moeda estrangeira, da qual os Estados-membros podem tomar emprestado por certo tempo para aliviar seu aperto financeiro externo, enquanto o Banco Mundial tem uma estrutura mais clássica, que é a de ser um intermediário financeiro incumbido de conceder empréstimos de médio e longo prazo, financiando-se a si mesmo mediante empréstimos levantados no mercado de capitais. O Fundo deve fornecer créditos de *curto* prazo destinados a reequilibrar a balança de pagamentos, ao passo que o Banco Mundial deve se responsabilizar pela ajuda em longo prazo nos projetos do investimento (LENAIN, 2004, pag. 10-11).

Já o GATT atua na área do comércio internacional, na perspectiva de seus idealizadores, de que o livre comércio internacional promove a estabilidade política e impulsiona a economia, cria empregos e evita recessões.

O GATT, Acordo Geral sobre Tarifas Aduaneiras e Comércio (*General Agreement on Tariffs and Trade*), foi criado em 1947, em Genebra, Suíça, “como um acordo que previa um fórum internacional de negociações multilaterais, encorajando o livre comércio entre os países signatários, através da regulamentação e redução de tarifas de bens, e uma variedade de outros assuntos comerciais, bem como fornecendo aos países signatários de um mecanismo único para a solução de eventuais controvérsias comerciais” (Amaral et al, 2006, pág. 82).

Os princípios básicos do GATT eram:

- Não Discriminação – em que se proíbe a discriminação dos países no comércio internacional, bem como a discriminação entre produtos nacionais e importados.

- Transparência – as barreiras protecionistas impostas pelos governos devem ser divulgadas, compreensíveis e claras.
- Concorrência Leal – coíbe tanto o dumping como a concessão de subsídios, que afetam o comércio internacional, gerando comércio desleal entre os países.
- Base Estável para o Comércio – busca criar uma base estável de comércio ao garantir maior segurança aos países investidores, consolidando tarifas máximas, que cada país pode aplicar a cada produto.
- Proibição de Restrições Quantitativas a Importações – proíbe limitar a quantidade, cotas de determinado produto.
- Tratamento Especial para Países em Desenvolvimento – obriga os países desenvolvidos a dispensarem tratamento mais favorável aos países em desenvolvimento e menos desenvolvidos (Amaral et al, 2006, pág. 82).

Durante a vigência dos GATT, ocorrem oito rodadas de negociação, sendo a última, a Rodada de Uruguai, a mais importante, tendo se estendido de 1986 a 1994, com a assinatura dos acordos firmados, na cerimônia de Marraqueche, no Marrocos. As cinco primeiras rodadas de negociação trataram, principalmente, sobre concessões tarifárias e reduções aduaneiras. Sendo que as três últimas trouxeram grandes avanços para o GATT, incorporando às negociações setores como comércio de serviços, transferência de tecnologias, agricultura, têxteis, propriedades intelectuais, entre outros.

Em 1995 foi fundada a OMC como seguidora do GATT. Conta atualmente com 157 países, representado cerca 97% do comércio internacional. Sua sede fica em Gênova, Suíça, conta com um orçamento anual de 196 milhões de francos suíços (cerca de U\$ 223 milhões), para 2011, contando com um staff de 640 pessoas, entre técnicos, peritos e pessoal administrativo (WTO, 2012).

O FMI é, portanto, um dos mecanismos internacionais, destinados a promover a estabilidade política e econômica mundial, engendrados em Bretton Woods, com funções distintas, mas complementares. O FMI atuando na estabilidade do câmbio e balanço de pagamentos, o BIRD atuando no financiamento de

projetos de médio e longo prazo e o GATT⁶, na regulamentação do comércio internacional.

1.2 O SISTEMA BRETTON WOODS

O sistema Bretton Woods, foi instituído na Conferência de Bretton Woods, em julho de 1944, para reger as relações internacionais, definindo um sistema de regras, instituições e procedimentos, para supervisionar a política econômica internacional, através da criação de instituições como o FMI e Banco Mundial, e o estabelecimento do sistema de câmbio fixo baseado na paridade dólar-ouro, no qual os Estados Unidos se comprometiam à livre convertibilidade ao valor de US\$35 a onça ouro:

The Bretton Woods System departed from the gold-exchange standard in three fundamental ways. Pegged exchange rates became adjustable, subject to specific conditions (namely, the existence of what was known as "fundamental disequilibrium"). Controls were permitted to limit international capital flows. And a new institution, the International Monetary Fund (IMF), was created to monitor national economic policies and extend balance-of-payments financing to countries at risk. These innovations addressed the major worries that policymakers inherited from the 1920s and 1930s. The adjustable peg was an instrument for eliminating balance-of-payments deficits—an alternative to the deflationary increases in central bank discount rates that had proved so painful between the wars. Controls were designed to avert the threat posed by volatile capital flows of the sort that were disruptive in both interwar decades. And the IMF, armed with financial resources, powers of surveillance, and a *scarce-currency-clause*, could sanction governments responsible for policies that destabilized the international system and compensate countries that were adversely affected (EICHENGREEN, 2008a, pág.91)

O sistema de Bretton Woods, de paridade ao dólar-ouro, com conversibilidade assegurada pelos Estados Unidos, prevaleceu entre os países membros, de 1945 a 1971. O sistema de câmbio fixo colapsou em 1971, quando os EUA

⁶ O GATT deu origem a atual OMC – Organização Mundial do Comércio.

suspenderam a conversibilidade do dólar em ouro, e as taxas de câmbio começaram a flutuar livremente.

Em realidade, a manutenção do sistema de Bretton Woods, com taxas de câmbio fixas, de paridade ao dólar, se tornou insustentável em uma economia mundial, cada vez mais fácil de transferir recursos, na qual a mudança na taxa de câmbio estava exposta ao capital especulativo e, principalmente, depois do choque de petróleo, como registrado por Krugman e Obstfeld (1991, pág.536).

The system of fixed parities made it difficult for countries to attain simultaneous internal and external balance without discrete exchange rate adjustments. As it came easier to transfer funds across borders, however, the very possibility that exchange rate might be changed set of speculative capital movements that made the task facing policymakers even harder. The story of the Bretton Woods system's breakdown is the story of countries' unsuccessful attempts to reconcile internal and external balance under its rules (Krugman, Obstfeld, 1991, page. 536).

Em realidade, desde os anos 1960, já havia acadêmicos dizendo que o sistema de paridade ao dólar era insustentável em uma economia mundial, que estava estocando mais dólares do que o acúmulo de ouro pelos Estados Unidos, que asseguravam a convertibilidade dos dólares em ouro. Krugman e Obstfeld (1991) mostram que Triffin, já em 1960, afirmara que as reservas internacionais (em dólares) dos bancos centrais iriam, necessariamente, crescer até ultrapassar o estoque do ouro dos Estados Unidos. E como os Estados Unidos haviam prometido converter os dólares em ouro ao preço de US\$35 a onça, não seriam mais capazes de cumprir essa obrigação se todos os titulares dos dólares resolvessem convertê-los em ouro, o que iria criar um problema de confiança:

In an influential book that appeared in 1960, the economist Robert Triffin of Yale University called attention to a fundamental long-run problem of the Bretton Woods system, the **confidence problem**.⁵ At the time Triffin wrote, the U.S. gold stock exceeded its dollar liabilities to foreign central banks. But Triffin realized that as central banks' international reserve needs grew over time, their holdings of dollars would necessarily grow until they exceeded the U.S. gold stock. Since the United States had promised to redeem these dollars at \$35 an ounce it would no longer have the ability to meet its obligations should all dollar holders simultaneously try to convert their dollars into gold. This would lead to a confidence problem: central banks, knowing that their dollars were no longer "as good as gold," might become unwilling to, accumulate more dollars and might even bring down the system by attempting to cash in the dollars they already held. There was Historical precedent for Triffin's prediction. Recall

that in 1931, official holders of pounds, aware how meager Britain's gold holdings were, helped bring down the gold-standard system by suddenly attempting to redeem their pounds for gold (KRUGMAN; OBSTFELD, 1991, pág.535).

Obstfeld (2011) diz que o sistema, em realidade, tinha, intrinsecamente, uma dinâmica autodestrutiva, resumidas pelo famoso dilema de Triffin, explicitado na citação acima: ou o suplemento mundial de liquidez seria inadequado, ou as reservas em dólar dos bancos centrais estrangeiros se expandiriam para além da possibilidade dos Estados Unidos de resgatá-los, pelo valor estatutário de \$35 a onça. Smaghi (2011) diz que, quando o sistema Bretton Woods foi lançado em meados dos anos 1940, devido à grande lacuna econômica em relação aos Estados Unidos, havia dificuldades na aquisição de dólares, sem a ajuda dos Estados Unidos. No entanto, no final dos anos 1950, a escassez de dólares estava superada devido à exportação dominada em dólares. Países como Alemanha e Japão haviam acumulado grandes *superávits* em dólar. Já não havia mais a necessidade de recorrer aos Estados Unidos para a aquisição de dólares. Mas o problema era que o suplemento de passivo (dólares, exigível) era elástico em relação à demanda mundial, mas sua capacidade de acumular ouro em quantidade suficiente para garantir a conversão à paridade de \$35 à onça ouro não era elástica. Já em 1960, os dólares em mãos de não residentes superava os estoque de ouro dos Estados Unidos.

Already by the early 1960s, US monetary liabilities towards non-residents exceeded US gold holdings. Hence the dilemma, which in Triffin's day took the well-known, specific shape: if the United States refused to provide other countries with US dollars, trade would stagnate and the world economy would eventually be trapped in a deflationary bias; but if the United States provided an unlimited supply of dollars, the confidence that it would convert them into gold would erode confidence in its international currency (SMAGHI, 2011).

Lenain (2004) afirma que tensões monetárias surgiram nos países que eram o elo fraco nos sistema monetário internacional, especialmente, no Reino Unido e França. Então o FMI começa a desempenhar o papel para o qual foi criado: proporcionar recursos aos países com *déficits* em seus balanços de pagamentos. Em 1961, o Fundo concede um empréstimo de 1.5 bilhões de dólares ao Reino Unido. Numa segunda crise especulativa, em 1964, concede outro de quatro bilhões de dólares. Em meados de 1967, sob novo ataque especulativo, o governo da Inglaterra desvaloriza a Libra Esterlina, a primeira

desvalorização dos países industrializados, em sete anos, e põe a estabilidade do sistema em risco. Esse risco, é importante ressaltar, se deve à perda de confiança no sistema: se a Inglaterra podia desvalorizar, os Estados Unidos também poderiam:

Enquanto a escalada crescente das despesas militares no Vietnã agrava ambos os déficits (o do orçamento e o da balança de pagamentos), as taxas de juros são reduzidas entre 1969 e 1971, a emissão monetária é acelerada e uma desvalorização do dólar revela-se cada vez mais inevitável. O sinal mais visível das dificuldades americanas está na contínua erosão do estoque oficial de ouro depositado em Fort Knox, que se dilui em ritmo acelerado.

Os Estados Unidos são obrigados a captar empréstimos do FMI em 1968, 1970 e 1971, mas ainda ficam dentro da margem dos limites da banda ouro, não sendo, pois, obrigados a empregar medidas de ajuste. Em consequência do surgimento de ataques especulativos, os bancos centrais europeus intervêm maciçamente no mercado de câmbio, para proteger o dólar, e acumulam quantias enormes de dólares em suas reservas de câmbio nos dias 12 e 13 de agosto de 1971 (LENAIN, 2004, pág. 20)

Segundo Eichengreen (2008b) a mobilidade de capital limitava o escopo para países manterem a estabilidade das taxas de câmbio, e seguir suas próprias políticas macroeconômicas. A crise Esterlina de 1967 mostrou o poder de fluxo de capitais e sua capacidade de minar a estabilidade do câmbio. Outro problema era o aumento do mercado de eurodólares, que indicava a limitada capacidade dos países Europeus de manter taxas de juros significativamente diferentes das dos Estados Unidos, e, conseqüentemente, dificuldades de manter políticas monetárias independentes.

Conforme registra Lenain:

Com as desvalorizações da libra esterlina em novembro de 1967 e do franco em agosto de 1969, são as últimas barreiras de defesa do dólar que caem. Última moeda contestada a não ser desvalorizada, o dólar se vê repentinamente exposto à especulação. Com efeito, na segunda metade da década de 1960, o déficit crônico na balança de pagamentos dos Estados Unidos constitui fonte de tensões no sistema monetário internacional (LENAIN, 2004, pág. 19).

Em 1971, a Inglaterra e a França tentam converter parte de suas reservas em dólares em ouro, o que levou Nixon a desvalorizar. Em 1971, a administração de Nixon suspendeu, temporariamente, a conversibilidade do dólar em ouro, depois que o Banco da Inglaterra tentou converter parte de seus dólares em ouro.

Foreign central banks, anticipating the inevitability of dollar devaluation, scrambled out of dollars before it was too late. It was a request from the Bank of England that the U.S. convert some of its dollar reserves into gold that prompted the Nixon Administration to close the gold window in August 1971. The Administration immediately imposed a 10 per cent import surcharge as a way of pressuring other countries to revalue against the dollar. In achieving this immediate aim it was successful; at the Smithsonian Conference in December, other countries revalued against the dollar by an average of 8 percent (EICHENGREEN, 2011, pág.14).

Como registra Greider, Nixon não teve escolha:

In the short term, Nixon did not have good choices. The United States had been paying out billions in gold for foreign claimants for more than a decade, and the reserves stored at Fort Knox had rapidly depleted. By 1971, foreign financial institutions had amassed dollar claims totaling \$36 billion—double the \$18 billion in gold reserves the United States still held for international convertibility. If the President let events play out, the guarantor of world monetary order—the American government—would soon find its own storehouse empty. Its guarantee to the world would become meaningless by default (GREIDER, 1987, pág.337).

Era o fim do Sistema Bretton Woods, baseado na livre convertibilidade assegurada pelos Estados Unidos: as moedas do mundo estavam livres para flutuar. Então, chega ao fim a fase de atuação do FMI de supervisionar o sistema monetário internacional e fornecer recurso financeiros aos países em dificuldades no equilíbrio de suas contas externas, no intuito de manter a estabilidade econômica e política mundial, fato que sugere o esvaziamento das funções e importância do FMI. Mas, então, surge a crise do petróleo.

1.3 A CRISE DO PETRÓLEO E OS NOVOS DESAFIOS DO FMI

Em 1973, surge a crise do petróleo, cometido pela Opep – Organização dos Países Exportadores de Petróleo - criando dificuldades para países para manter suas contas de pagamento, gerando **déficits**, principalmente, para os países pobres, altamente dependentes da importação de petróleo. Já que com a queda do sistema de Bretton Woods os câmbios fixos deixaram de existir, os países se valeram do recurso da flutuação do câmbio para ajustar suas contas aos choques externos, causados pela elevação do preço do petróleo.

Então, como resposta à crise do petróleo, o FMI, que, originalmente tinha como objetivo principal supervisionar o Sistema Monetário Internacional e conceder empréstimos para países equilibrarem seus balanços de pagamentos - durante

a adaptação estrutural ao sistema de câmbio fixo, de paridade ao padrão dólar-ouro - passam, agora, por adaptações, para responder aos novos desafios, lançados pela crise do petróleo, conforme a própria instituição registra:

The IMF responded to the challenges created by the oil price shocks of the 1970s by adapting its lending instruments. To help oil importers deal with anticipated current account deficits and inflation in the face of higher oil prices, it set up the first of two oil facilities (IMF. SD. Acessado em 07/01/2012b)

O FMI, então, responde aos desafios da crise de petróleo, adaptando seus instrumentos de empréstimos, para ajudar aos países importadores de petróleo a lidar com seus déficits em conta corrente e inflação. Essa assistência financeira foi viabilizada pelo Trust Fund, pelo *Structural Adjustment Facility* (SAF) e *Enhanced Structural Adjustment Facility* (ESAF), como resposta às dificuldades nas balanças de pagamentos de países pobres.

The IMF has provided financial assistance on concessional terms to low-income member countries since the mid-1970s, first through the Trust Fund, and then through the Structural Adjustment Facility (SAF) and the Enhanced Structural Adjustment Facility (ESAF). The ESAF was replaced by the Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF) in November 1999.

The IMF has sought to respond to the balance of payments difficulties confronting many of the world's poorest countries by providing concessional financing. From the mid-1970s, such assistance was made available through the Trust Fund. Beginning in March 1986, concessional financing was provided through the Structural Adjustment Facility (SAF), and then through the Enhanced Structural Adjustment Facility (ESAF) beginning in December 1987 (IMF. 2004)

A importância da análise da crise do petróleo, no contexto da atuação do FMI, se presta a esclarecer que não houve um hiato na atuação do FMI na década de 1970, entre o fim do Sistema de Bretton Woods, em 1971, e o advento das crises financeiras soberanas dos países em desenvolvimento nos anos 1980. A atuação do FMI nessa década foi muito semelhante à sua atuação durante a vigência do Sistema Bretton Woods, no sentido de fornecer recursos aos países em dificuldades no equilíbrio de suas contas correntes.

A crise do petróleo, em verdade, criou dois contextos, para a atuação do FMI: o primeiro foi a crise recessiva e inflacionária causada pelo aumento do preço do petróleo, nos anos 1970, quando o FMI passou a atuar com a concessão de empréstimos, como os acima descritos, para ajudar os países a lidar com os

déficits em suas contas correntes e as pressões inflacionárias. O segundo foi montado para a década seguinte, anos 1980, devido aos petrodólares baratos dos anos 1970, que migraram para os países em desenvolvimento, necessitados de recursos, endividando-os, gerando as crises financeiras da década de 1980. Como nas palavras de Jacques de Larosière;

By the late 1970s, developing countries were able to borrow freely in the rapidly growing international private credit markets, at low interest rates that were—for a while—negative in real terms. Money center banks had received large deposits from oil-exporting countries, and they saw the oil-importing developing countries as a prime market for increased lending. Not surprisingly, many of those countries took advantage of the situation, and external debt continued to rise both absolutely and in relation to output (Figure 6.1). In too many cases, borrowers misapplied these loans to low-return investment projects or to current consumption (LAROSIÈRE, 1982, pág.269).

A crise do petróleo dos anos 1970 forçou muitos países em desenvolvimento, importadores de petróleo, a tomar empréstimos externos, a bancos comerciais. Devido à excessiva liquidez mundial, gerada pelos chamados petrodólares, os bancos emprestaram bilhões de dólares, geralmente, a taxas de juros variáveis, ou flutuantes, aos países em desenvolvimento. Esses empréstimos a taxas flutuantes deixaram os países tomadores de empréstimo vulneráveis a mudanças nas taxas de juros, conforme atestado por Krugman e Obstfeld.

The severity of the debt crises is closely tied to a key institutional feature of bank lending to developing countries in the late 1970s. That feature is the use of loan contracts with adjustment interest rates, called **floating-rate loan contracts**. Under a floating-rate contract, the lender is allowed to change the interest rate the borrower pays on the loan as market interest rates change. As an example, suppose that you borrow from a bank for a year at a rate of 5 percentage points above the rate on U.S. Treasury bills, adjustable every 6 months. If the Treasury bill rate is 5 percentage per annum when you take your loan, you pay interest at a rate of 10 percent during the loan's first months; but if the Treasury bill rate rises to 9 percent within the first 6 months, you must pay interest rate at a rate of 14 percent for the next 6 months. Typically, the interest charged on floating-rate dollar loans from banks to developing countries was tied to the London Interbank Offered Rate (LIBOR), the interest rate London commercial banks charge each other for dollar loans (KRUGMAN; OBSTFELD, 1991, pág.647).

Quando, em 1979, principalmente, devido à política norte-americana de controle inflacionário, na gestão de Paul Volcker, frente ao Fed (Federal Reserve), os juros começaram a subir, saindo do patamar de 5.05% ao ano, em 1975, para 16.39% ao ano, em 1981 (ver tabela1 abaixo), os países

endividados começaram a entrar em crise. O primeiro foi México, em 1982. Então o FMI passa a gerenciar a assistência aos países em crise, iniciando um período de reformas, geralmente com políticas de austeridade econômica, causando recessão e desemprego, fato que tem gerado severas críticas de vários setores da sociedade.

Tabela 1

Ano	Taxa juros	Ano	Taxa juros
1975	5,82%	1983	9,09%
1976	5,05%	1984	10,23%
1977	5,54%	1985	8,10%
1978	7,94%	1986	6,80%
1979	11,20%	1987	6,66%
1980	13,35%	1988	7,57%
1981	16,39%	1989	9,21%
1982	12,24%	1990	8,10%

<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm> acessado em 01/05/2012

Com a crise do México começam as intervenções do FMI com Políticas, geralmente, de contração fiscal e monetária, com a imposição de programas de privatizações, cortes de salários em setores públicos, aumento de impostos e de preços. Elevando, assim, o custo de vida, e gerando desemprego, fato que têm oportunizado protestos em, praticamente, todos os países em que o FMI tem atuado. Mudança essa retratada por Stiglitz:

O FMI mudou bastante desde seu início. No começo, baseava-se no conceito de que, em geral, os mercados funcionam 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 dos 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 (STIGLITZ, 2002, pág.39).

Neste novo contexto, os países em desenvolvimento, em crise financeira, principalmente na América Latina e Ásia, tinham acumulado uma dívida de 400 bilhões de dólares, nos anos 1980, dos quais 40% eram créditos de grandes bancos americanos. Segundo Greider (1987), as preocupações do Fed (Paul Volcker) com possíveis *defaults* dos países endividados eram crescentes, devido à exposição dos bancos americanos à dívida do México, e os riscos sistêmicos que a quebra desses bancos causariam no mercado americano.

Como já foi argumentado acima, a acusação aos EUA de manipularem o FMI é uma constante, no entanto, os estudos de Copelovitch (2011) indicam que a exposição dos bancos nacionais ao país em crise é o que determina o interesse de cada país⁷, na atuação do FMI, e não a vontade política ideológica. A ação dos Estados Unidos na crise do México, em 1982, parece em princípio, confirmar os argumentos de Copelovitch (2011), conforme será explicitado na próxima seção.

Observa-se que a preocupação de Volcker com a insolvência do México já vinha se desenvolvendo desde o final do ano 1981, quando Volcker, e oficiais do alto escalão do Fed, já captaram os perigosos sinais da balança de pagamentos do México: as exportações e a renda interna eram declinantes, e havia aumentos de gastos e de empréstimos. Estava claro que o México estava incorrendo em problemas (GREIDER, 1987, pág. 440).

Segundo Greider (1987), “A crise de México era a crise dos Estados Unidos”, As duas nações estavam economicamente mais interligadas, pelo comércio e suplemento de mão de obra, que os cidadãos americanos imaginavam, mas os links cruciais eram as finanças. Se o México fosse à bancarrota, assim iriam os mais importantes nomes dos bancos americanos. O México devia 80 bilhões

⁷ Como os empréstimos do FMI são sempre liberados por consenso, entre os membros do Conselho Executivo, Copelovitch se baseia nas defesas dos executivos de cada país, em favor, ou contra, a liberação do empréstimo, e das condicionalidades impostas ao país tomador do empréstimo, como referência do grau de interesse de cada país em cada questão específica.

de dólares a bancos estrangeiros, e a maior parte a bancos americanos. Em meadas de abril de 1982, uma das maiores empresas mexicanas, o Grupo Industrial Alfa, anunciou que não podia cumprir com o pagamento de 2.3 bilhões de dólares de empréstimos bancários, e os bancos concordaram trabalhar um plano de reestruturação (o Citibank e o Continental Illinois haviam emprestado, cada um, mais de 100 milhões de dólares à empresa). No total, a exposição dos nove maiores bancos americanos à dívida do México, era de 44%. Com o *default*, o Citibank, o Bank of America e outros estariam seriamente comprometidos (GREIDER, 1987, pág.484).

Interessante observar, que no caso particular do México, em 1982, foram os EUA, através do Fed e Tesouro Americano, que prestaram os primeiros socorros ao país e não o FMI. Conforme detalhadamente documentado por Greider (1987), os Estados Unidos (Fed) já haviam feito uma série de empréstimos ponte de emergência, em forma de swaps (\$600 milhões em 30 de abril; \$200 milhões em 30 de junho e outro de \$700 milhões e final de julho) ao México para mantê-lo à tona, e evitar o desencadeamento de uma crise internacional. Todos esses swaps foram feitos em segredo. Volcker informou, discretamente, à administração e elementos chaves do Congresso, mas como swaps só precisavam ser reportados a cada trimestre, a divulgação ao público só seria feita três ou quatro meses depois. Na verdade os empréstimos de emergência, que começaram em abril, só foram divulgados ao público em outubro, enquanto Volcker aguardava que o México pudesse arranjar um financiamento substancial junto ao FMI.

Em princípio, Volcker instou o Ministro das Finanças do México a levar o problema ao FMI, mas o problema era que o México estava se aproximando da eleição presidencial, em quatro de julho, e o então presidente, Lopes Portillo, queria transferir as amargas tarefas ao próximo presidente, Miguel de La Madrid, que só tomaria posse em dezembro. O que ele queria evitar fica bem claro no texto abaixo:

At first, Volcker urged Silva to take his problem to the Internal Monetary Fund. The IMF acted like an international bankruptcy judge, supervising the affairs of debtor nations on behalf of the lenders from wealthy industrial nations. The Fund would make major loans to the financially distressed nations, but it also set the terms on which those

countries must clean up their balance sheets—forcing the governments to impose conditions of austerity on their own citizens in order to preserve their status as credit-worthy borrowers. An IMF "work out" agreement meant a debtor government must reduce imports and cut back public spending, raise prices and cut wages. For political reasons, the Mexican president, Lopes Portillo, wanted to postpone the bitter medicine (GREIDER, 1987, pág.485).

Até que, na sexta-feira, 13 de agosto, o ministro das finanças do México ligou para o Fed e Tesouro Americano, para comunicar que o jogo havia acabado: na segunda-feira o México estaria em *default*. Os Estados Unidos não podiam permitir que isso acontecesse. A inadimplência do México sobre seus \$80 bilhões de dólares de dívida, levaria os maiores bancos americanos e europeus ao pânico. E outros países com os mesmos problemas financeiros, como Brasil e Argentina, sem dúvida, seguiriam o México, e tudo estava no ponto de explodir. Então, em um fim de semana, Paul Volcker, do Fed, e Donald Reagan, do Tesouro Americano, conseguiram, em encontros privados, um arranjo financeiro de \$3.5 bilhões de dólares de novos empréstimos para o México, que permitiam ao país a seguir em frente, até que uma solução mais permanente pudesse ser trabalhada. No domingo à noite o Ministro das Finanças do México viajou para a cidade do México, para anunciar que a moratória havia sido evitada. “O México, com efeito, estava, agora, em liquidação para os financistas internacionais” (Greider, 1987, pág.545). Para maiores detalhes, ver anexo 01.

Como fica bem claro, no texto de Greider (1987), toda a operação de salvação imediata do México foi orquestrada pelo Fed e Tesouro Americano. Só no final de processo é que o FMI é incorporado, como uma espécie de corte de execução, à semelhança das cortes de justiça nas execuções judiciais comerciais. A exposição da ação dos Estados Unidos nos primeiros socorros ao México assume importância na compreensão das próximas seções, que tratam das críticas ao FMI, no sentido de se entender o cenário de ação onde o FMI atua, muitas vezes como ator coadjuvante e não principal⁸.

⁸ Interessante observar este contexto, porque ele se repete, atualmente, na Grécia, onde o FMI exerce, de fato, papel coadjuvante, onde a Angela Merkel (Chanceler da Alemanha) exerce papel preponderante.

O FMI desempenhou importante papel no sentido de englobar os bancos privados nas negociações das dívidas dos países em crise, segundo Krugman e Obstfeld,

The IMF initially played a central role in coordinating bank lending to debt-ridden countries. Starting with the Mexican case, the IMF made it a rule to hold off approval on its own lending to debtors until banks had agreed on theirs. Since IMF loans and stabilization programs were seen by banks as critical to debtor solvency, this tactic was effective at first in getting banks to come up with new money. The banks reluctance to provide money grew, however, as the years passed and the debt crisis refused to go away (KRUGMAN; OBSTFELD, 1991, pág.657).

Nesse contexto, a atuação do FMI se torna bastante evidente no cenário mundial, principalmente, devido às medidas de austeridade impostas aos países em crise financeira, como ressaltado por Krugman e Obstfeld (1991), e que levaram a protestos e manifestações de rua nos países afetados.

In addition, IMF involvement has provided some debtor government with a politically convenient scapegoat. To reduce current-account deficits, governments have had to remove subsidies, raise taxes, cut wages in publicly owned industries, and increase the prices of publicly supplied goods and services. Expenditure-switching devaluations often have been a necessary accompaniment. Such measures are, naturally, unpopular at home (KRUGMAN; OBSTFELD, 1991, pág.652).

A queda do muro de Berlin, em 1989, e a dissolução da União Soviética, nos anos seguintes, tiveram papel significativo na importância do FMI, como instrumento de governança global. Esse ato político levou o FMI a elevar o número de países membros de 152 para 172, sua maior expansão desde a adesão dos países africanos nos anos 1960, tornando se uma instituição, praticamente, universal. Assim, o FMI expandiu suas fronteiras e passou a prestar assistência técnica e financeira aos países do ex-bloco soviético na passagem de economias comunistas, planificadas, para economias de livre mercado.

Em 1997, a crise asiática atinge países como Tailândia, Malásia, Indonésia e Coréia do Sul coloca, novamente, o FMI em evidência, com suas políticas de assistência financeira e reformas econômicas de cunho contracionista, já conhecidas desde os anos 1980, e leva a uma nova onda de críticas e controvérsias.

Em relação à crise Asiática, o próprio o FMI registra que, nessa ocasião, conflitos sobre a melhor maneira de se lidar com crises eclodiram e ele se tornou alvo de críticas, que se alastraram como nunca antes. Segundo os registros, no site da própria instituição, da experiência da crise asiática, o FMI tirou várias lições que iriam alterar sua postura em relação a eventos futuros. Em primeiro lugar, teria de prestar mais atenção ao precário sistema bancário e dos efeitos dessa fraqueza sobre a estabilidade macroeconômica. Segundo, constatou que o pré-requisito institucional para a liberação do fluxo de capitais internacionais com sucesso era mais desencorajador do que havia pensado, tendo diminuído seu entusiasmo pela liberação da conta de capitais. Terceiro, constatou que a severidade da contração da atividade econômica que acompanhou a crise asiática necessitou de uma reavaliação sobre como a política fiscal deve ser ajustada, em caso de crise causada por inesperada parada de influxos financeiros (IMF. sd. 2012).

Esta autocrítica está, de certa forma, em linha com a que se apresenta, de forma analítica, no presente trabalho, tendo como foco presente conduta do FMI na atual crise da Grécia, onde se constata que não houve mudanças significativas na postura do FMI, em relação às condicionalidades e austeridade impostas àquele país, em relação às que foram impostas aos países endividados no passado.

Neste capítulo, ofereceu-se uma visão panorâmica do cenário político e econômico em que o FMI foi criado em Bretton Woods, em 1944. Explanou-se o panorama econômico e político que vigeu no período entre guerras, que levou à Grande Depressão dos anos 1930. Analisou-se a vigência do Sistema Breton Woods e a atuação do FMI nesse contexto. Ofereceu-se uma visão geral da atuação do FMI nos anos 1970, durante a crise do petróleo, e de sua atuação no socorro aos países em desenvolvimento, que entraram em crises financeiras nas décadas de 1980, 1990 e início dos anos 2000, bem como a atuação do FMI na administração da transição das economias comunistas dos países do Leste Europeu e Rússia, para economias de livre mercado.

1.4 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Não encontramos em nossa pesquisa autores ou trabalhos que, especificamente, criticam as ações do FMI. O que encontramos são críticas que se mesclam em artigos acadêmicos ou publicações em livros que de alguma forma abordam a economia e finanças interacionais. Joseph Stiglitz, para tomar um autor como exemplo, não tem trabalhos específicos criticando o FMI. No entanto, em praticamente todos seus livros e artigos transparecem críticas ao Fundo Monetário Internacional. No seu livro *A Globalização e seus malefícios*, por exemplo, ele escreve:

A Etiópia tinha bons motivos para resistir à exigência do Fundo Monetário Internacional de que 'abrisse' seu sistema bancário. Ela tinha visto o que havia acontecido quando um dos países vizinhos da África oriental havia cedido às demandas do FMI. O fundo havia insistido que o país liberasse seu mercado financeiro, acreditando que a concorrência entre bancos geraria taxas de juros menores. Os resultados foram desastrosos: seguiu-se o crescimento muito acelerado de bancos comerciais locais e nativos, numa época em que a legislação e a supervisão bancária eram inadequadas, com resultados previsíveis: 14 falências no Quênia só entre 1993 1994. No final, as taxas de juros aumentaram, em vez de diminuir (STIGLITZ, 2002, pág. 60).

Assim, a bibliografia do presente trabalho se constitui de autores renomados, de reconhecimento internacional, largamente, citados em trabalhos acadêmicos e livros sobre economia e finanças internacionais, como Joseph Stiglitz, Paul Krugman, Dani Rodrik, Jeffrey Sachs, Steven Radelet, Nouriel Roubini de cujas obras se filtram as críticas dirigidas ao FMI, a exemplo do que foi realçado acima, da crítica ao FMI extraída do livro *A Globalização e seus malefícios*.

Também foram usados na presente pesquisa autores que não são críticos do Fundo Monetário Internacional, mas cujos trabalhos se prestam a análise do contexto da atuação do FMI, a exemplo de Mark S. Copelovitch, que, em "The International Monetary Fund in the Global Economy", tenta esclarecer se as críticas que o FMI sofre se evidenciam em fundamentos reais e Patrick Lenain que traça um histórico do FMI.

Como também autores como Barry Eichengreen, do qual os livros "Globalizing Capital" e "The European Economy Since 1945" foram usados para desenhar o panorama político e econômico em que o FMI atuou ao longo do tempo. E

Matthew Lynn, que em “Bust: Greece, the Euro and the Sovereign Debt Crisis” esmiúça o cenário que conduziu a atual crise econômica e financeira europeia e grega. Além de outros autores como Hyman P. Minsky, Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff e outros que se prestaram a esclarecer os fundamentos econômicos que levaram às crises econômicas e financeiras, a exemplo da crise econômica e financeira mundial de 2008-2009.

Foram usados também artigos de outros autores e publicações de instituições como o Banco Mundial, FMI e outros, cuja lista é, excessivamente, longa para ser delineada aqui, que de alguma forma contribuíram para a fundamentação do presente trabalho, fato que se reflete em 78 referências bibliográficas.

1.5 METODOLOGIA

Esta pesquisa realiza comparações nas ações do FMI em suas ações nos países em desenvolvimento nas crises soberanas dos anos 1980, 1990 e início dos anos 2000, com as ações da Instituição na crise econômica e financeira mundial de 2008-2009 e na atual crise econômica e financeira da Grécia. O foco principal da pesquisa recai sobre as críticas que o FMI tem sido alvo em suas ações no passado. Para tanto, analisam-se as críticas de autores renomados como Joseph Stiglitz, Paul Krugman, Dani Rodrik, Jeffrey Sachs, Steven Radelet, Nouriel Roubini ao FMI no passado, e se verifica se durante a crise econômica e financeira mundial de 2008-2009 e na atual crise da Grécia o FMI aplicou ou não os mesmos programas macroeconômicos que lhe geraram as críticas no passado.

Para uma compreensão geral da atuação do Fundo Monetário Internacional, como uma instituição de governança global, descreve-se o ambiente político que prevaleceu no período entre as duas Guerras Mundiais, que influenciou os idealizadores do Sistema de Bretton Woods na criação de instituições internacionais como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, como o objetivo de criar uma estabilidade política e econômica mundial.

Analisa-se a atuação do FMI no contexto da vigência do Sistema Bretton, quando exerceu o papel de vigilância do Sistema Financeiro Internacional, e

forneceu recursos aos países, que estivessem com seus balanços de pagamento em desequilíbrio, para que pudessem se adaptar ao câmbio fixo baseado na paridade dólar-ouro, cuja convertibilidade era garantida pelos Estados Unidos. Descreve-se a ação do FMI nos anos 1970, durante a crise do petróleo, fornecendo recursos aos países com dificuldades com seus balanços de pagamentos e processos inflacionários gerados pela alta do preço do petróleo.

Como o desencadeamento das crises financeiras soberanas dos anos 1980, iniciada com a crise econômica e financeira do México em 1982, e posterior, contágio para a maioria dos países Latino Americanos, a exemplo de Brasil e Argentina, inicia o período em que a ação do FMI passa a ser alvo de críticas devido às políticas de austeridade aplicada aos países que recorreram a sua ajuda seus recursos. Essas críticas ao FMI se estendem para além de suas ações na América Latina abrangendo praticamente todas as suas ações sejam na África, Ásia, Leste Europeu e Rússia, nas décadas de 1980, 1990 e início dos anos 2000. Apuram-se, então, as críticas dos diferentes autores nestes diferentes contextos, cujas críticas vão desde as acusações diretas de que a Instituição é usada pelas nações ricas, especialmente dos Estados Unidos, para a imposição do Consenso de Washington aos países em desenvolvimento a críticas que se situam no contexto da análise, puramente, econômico-financeira. Analisam-se as diferentes críticas com a descrição dos quadros social, econômico e financeiro que resultaram das políticas de austeridade e contração econômica características dos programas do FMI.

Analisa-se a crise econômica e financeira mundial de 2008-2009, à ótica da desregulamentação do mercado financeiro, que se iniciou nos anos 1970 e 1980 e as políticas expansionistas praticadas pelas nações ricas para fazer frente à crise e a ação do FMI neste contexto, com referencial teórico de autores como Hyman P. Minsky, Joseph Stiglitz, Nouriel Roubini, entre outros.

Discute-se como a crise econômica financeira se alastrou pelo mundo, com especial atenção à Europa, cujos países expandiram seus déficits fiscais, com políticas contra-cíclicas, atingindo especialmente os países periféricos cujas dívidas públicas já se encontravam em níveis elevados. Descreve-se o processo de integração dos países periféricos à União Europeia e o

desenvolvimento de suas economias depois de admitidas até o desencadeamento da crise econômica e financeira, para que se possa compreender, de forma contextualizada, a situação econômica e financeira da Grécia no desencadear da crise.

Analisa-se a crise da Grécia, sua busca por ajuda na União Europeia e FMI. Como referencial teórico para caracterizar social econômico e financeiro atual da Grécia se buscou apoio de artigos de acadêmicos como Stiglitz, Roubini e Lynn publicadas na imprensa especializada ou geral e notícias diárias da imprensa, envolvendo a crise da Grécia, com enfoque a declarações de personalidades públicas a exemplo de Barack Obama, Angela Merkel. E, principalmente, se buscou como referencial os boletins informativos e análises do Staff do Fundo Monetário Internacional, que descrevem em minúcias o panorama social, econômico e financeiro do país.

A partir dessas análises, se estabelece o quadro geral que serve como referencial comparativo da ação do FMI na sua atuação atual na Grécia, em relação às suas ações no passado que lhe geraram as mais diversas críticas.

2. OS CRÍTICOS DO FMI

2.1 Joseph Stiglitz.

Joseph Stiglitz tem sido bastante ácido nas suas críticas à globalização e à atuação do FMI, instituição que ele classifica como um instrumento a serviço do Consenso de Washington. O modelo de globalização se expandiu graças às ações do FMI com seus programas de austeridade, de privatização e liberalização dos mercados financeiros internacionais, impostos aos países endividados. Stiglitz ainda diz que o FMI e o Tesouro Americano, quando fracassam, tentam atribuir a culpa dos fracassos de suas políticas sobre os países:

By the late 1990, a large number of problems were becoming evident: most notably the East Asia, crises of 1997, followed by the global financial crisis of 1998. A little harbinger in Mexico was a minor event compared to what happened in Asia, Latin America, and Russia in the following few years. The US Treasury and the International Monetary Found attempted to shift the blame for the crises, away form the policies that they had pursued and advocated, and the framework that they had established, and on the countries that were badly affected, pointing to this countries' lack of transparency and weak banken system. These were real problems but not the main problems, as I shall explain below (STIGLITZ, 2008, pág.70).

Interessante notar que o que, acima, se registrou como uma autocrítica do FMI, em relação à crise Asiática, como lições apreendidas pelo FMI, Stiglitz classifica como uma forma do FMI atribuir a culpa pelo fracasso de suas políticas aos países, pela sua falta de transparência e precariedade do sistema bancário, etc. E aos países que conseguiram sucesso, Stiglitz atribui isso, exatamente, ao não alinhamento das políticas pregadas pelo FMI, senão, vejamos o que ele diz a respeito da China:

China, for instance, has had enormous success over the last twenty-five years, but still has not fully liberalized its capital markets, notwithstanding the advise that was peddled by the international finance institutions (STIGLITZ, 2008, pág.71).

Stiglitz, em suas críticas, bastante ácidas, chega a comparar a ação do FMI a um instrumento militar à disposição das nações poderosas, senão, vejamos:

When countries couldn't pay there debts European Countries sent in their armies to enforce them. Britain and France invaded Mexico in

the mid-nineteenth century. They did not effectively take over, but put in a puppet rule for a while. As recently, in 1902, when Venezuela could not repay its debt, European powers bombarded it – with US approval – to get it to change its mind.

Today we send the FMI to address such problems (STIGLITZ, 2008, pág.78).

A caracterização do FMI como instrumento ideológico dos Estados Unidos parece ser uma constante em quase todos os trabalhos de Stiglitz, que, de alguma forma, envolvem assuntos internacionais. Em *Globalização e seus malefícios* (2002), ele afirma que o FMI sofreu mudanças drásticas na década de 1980, época em que Ronald Reagan e Margaret Thatcher pregavam uma ideologia de livre mercado nos Estados Unidos e Reino Unido.

A mudança mais drástica nessas instituições ocorreu na década de 1980, época em que Ronald Reagan e Margaret Thatcher pregavam uma ideologia de livre mercado nos Estados Unidos e no Reino Unido. O FMI e o Banco Mundial tornaram-se as novas instituições missionárias, por meio das quais essas ideias eram impostas aos relutantes países pobres que, via de regra, precisavam muito de seus empréstimos e concessões. Os ministros da fazenda das nações mais pobres do mundo estavam dispostos a se converter — se necessário fosse — para obter os recursos, embora a grande maioria dos funcionários desses governos e, mais especificamente, as pessoas nesses países, permanecesse descrente (STIGLITZ, 2002, pág.39).

Essa brusca mudança para a direita, na ideologia política mundial nos anos 1980 não é novidade. Que Ronald Reagan e Margaret Thatcher tenham sido seus principais promotores também não. Como também não o é que FMI e o Banco Mundial tenham entrado em cena para socorrer os países cujas economias entraram em crise, como consequência da política posta em prática por Paul Volcker, no Fed, no final dos anos 1970 e início dos anos 1980. No entanto, a afirmação de que o FMI e o Banco mundial se tornaram “instituições missionárias”, por meio das quais essas ideias eram impostas aos relutantes países pobres, parece uma visão de Stiglitz, que não é compartilhada por outros acadêmicos, como veremos, no desenvolvimento deste texto. A justificativa que Stiglitz usa para sustentar seu entendimento de que as mudanças ocorridas no FMI e Banco Mundial, para transformá-los em “instituições missionárias” é a mudança na diretoria do Banco Mundial, no governo Reagan, e sua subordinação ao FMI.

Stiglitz argumenta que no início da década de 1980, “ocorreu uma catarse no departamento de pesquisa que orientou a filosofia e direção do Banco Mundial”. Hollis Chenery, professor de Harvard, um dos mais notáveis economistas do desenvolvimento da América do Norte, e responsável por contribuições fundamentais para a pesquisa da economia do desenvolvimento, atuou como conselheiro do presidente do Banco Mundial, Roberto McNamara, que havia redirecionado o empenho do Banco para extinguir a pobreza no mundo. Chenery tinha reunido um grupo de economistas de primeira linha de todos os cantos do mundo para trabalhar como ele. Em 1981, o governo Reagan nomeou um novo presidente, William Clausen e uma nova economista chefe, Anne Krueger, especialista em comércio internacional. Embora a equipe de Chenery tivesse focado na maneira como os mercados fracassavam nos países em desenvolvimento, e naquilo que os governos poderiam fazer para melhorar os mercados e diminuir a pobreza, Anne Krueger via o governo como problema. Os livres mercados eram a solução dos problemas dos países pobres. No novo fervor ideológico os economistas que Chenery havia reunido abandonaram o projeto (STIGLITZ, 2002, pág. 40).

Stiglitz ainda argumenta que, embora as duas instituições tenham continuado distintas, suas atividades se tornaram cada vez mais interligadas:

Na década de 1980, o Banco Mundial fez mais que simplesmente emprestar dinheiro para a realização de projetos (como estradas e represas), fornecendo amplo apoio, na forma do que era chamado de *empréstimos de reajuste estrutural*, mas só fazia isso com a aprovação do FMI - e com ela vinham as condições impostas pelo Fundo sobre o país. O FMI tinha a obrigação de focalizar as crises, mas os países em desenvolvimento estavam sempre precisando de ajuda, tanto que o Fundo se tornou parte permanente da vida da maioria das nações do mundo em desenvolvimento (STIGLITZ, 2002, pág. 40).

Stiglitz realça a forma como essa ideologia do livre mercado foi imposta aos países, cujos ministros das finanças estavam aterrorizados, mas impotentes para agir, conforme fica claro no texto a seguir:

[...] 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 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 que 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 impedisse de tomar atitudes que, na opinião deles, acabariam com a crise, ao mesmo tempo em 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 consequente saída do capital internacional [...] (STIGLITZ, 2002; pág. 129).

E Stiglitz (2010) vai ainda mais longe ao comentar as ações do FMI como braço executivo na exploração dos países em desenvolvimento, através da ideologia do livre mercado e de liberalização de capital:

Free market ideology turned out to be an excuse for new forms of exploitation. "Privatization" meant that foreigners could buy mines and oil fields in developing countries at low prices. It also meant they could reap large profits from monopolies and quasi-monopolies, such as in telecommunications. "Financial and capital market liberalization" meant that foreign banks could get high returns on their loans, and when loans went bad, the IMF forced the socialization of the losses, meaning that the screws were put on entire populations to pay the foreign banks back. Then, at least in East Asia after the 1997 crisis, some of the same foreign banks made further profits in the fire sales that the IMF forced on the countries that needed their money. Trade liberalization meant, too, that foreign firms could wipe out nascent industries, suppressing the development of entrepreneurial talent. While capital flowed freely, labor did not [...] (STIGLITZ, 2010, pág. 221).

Stiglitz não atribui só ao FMI a responsabilidade da imposição da desregulação aos países em desenvolvimento, mas, sim, à ação conjunta do FMI, Banco Mundial e Tesouro Americano:

Trade and capital market liberalization were two key components of a broader policy framework, known as the Washington Consensus — a consensus forged between the IMF (located on 19th Street), the World Bank (on 18th Street), and the U.S. Treasury (on 15th Street) — on what constituted the set of policies that would best promote development. It emphasized downscaling of government, deregulation, and rapid liberalization and privatization (STIGLITZ, 2007, pág.16).

A mesma linha de raciocínio é aplicada na análise da atuação do FMI e Banco mundial na administração da transição das economias comunistas dos países do Leste Europeu e Rússia para economias de livre mercado, na qual as diretrizes do programa são ditadas pelo FMI, enquanto o Banco Mundial supre

os bilhões de dólares na forma de apoio emergencial. Ou seja, a atuação das duas instituições era impulsionada pela vontade política do G-7:

As duas instituições poderiam ter fornecido as nações mais pobres do mundo perspectivas alternativas para alguns dos desafios referentes a desenvolvimento e transição e, com isso, reforçado os processos democráticos. Contudo, ambas eram impulsionadas pela vontade do G-7 e, principalmente, por seus ministros da fazenda e secretaries do tesouro e, de um modo geral, a última coisa que eles queriam era um debate democrático acalorado sobre estratégias alternativas (STIGLITZ, 2002, pág. 41).

Interessante observar aqui que essa mudança ideológica realçada por Stiglitz, reflete a mudança, que foi posta em prática no FMI, na sua atuação em socorro aos países da América Latina, que entraram em crises econômicas e financeiras, como consequências do processo de endividamento realizado na década de 1970, e da política de juros altos de Paul Volcker, presidente do Fed, no final dos anos 1970 e início dos anos 1980, que resultou em recessão mundial.

Nesse contexto, a atuação do FMI e do Banco Mundial poderia ser dividida em dois cenários políticos ideológicos. A primeira fase, que começa com sua implantação, em meados da década de 1940, até o final dos anos 1970, quando se tem, nos Estados Unidos e Europa, a dominância da política ideológica do estado do bem estar social (*welfare state*). E a segunda fase, que começa no início da década de 1980, com a ascensão de Ronald Reagan, como presidente dos Estados Unidos, e de Margaret Thatcher, como primeira ministra da Inglaterra, até os dias de hoje, com a dominância do estado liberal.

E há uma distinção clara no modelo de atuação do FMI nessas duas fases. Na primeira, no período da vigência do sistema de Bretton Woods, o FMI e o Banco Mundial exercem suas funções de forma independente. Na segunda, o FMI é chamado para “pôr ordem na casa” dos países em desenvolvimento. Essa fase começa com a crise financeira do México em 1982. Nessa nova fase, o FMI impõe aos países em desenvolvimento que necessitam de seus recursos, políticas econômicas de cunho liberal, e é nessa fase que, segundo Stiglitz, o Banco Mundial passa a atuar segundo as diretrizes impostas pelo FMI, que, por sua vez, age de acordo com a vontade política do G-7, como acima registrado.

Outro questionamento de Stiglitz diz respeito à política de contração fiscal e monetária impostos pelo FMI aos países em crise, em seus programas de recuperação e estabilização econômica. Segundo ele, hoje está bem difundida a política keynesiana, isto é, a prática de política fiscal e monetária expansionista, para estimular a economia. E é exatamente isso que Stiglitz questiona: aplica-se aos países em desenvolvimento, em crise, exatamente, o contrário do que se ensina na política keynesiana tão em voga.

The second lesson is that, when an economy faces a downturn, its need to be stimulated. Those who hold this Keynesian view been applied by the policies that the IMF has promoted around the world. In East Asia, and in Argentina, the IMF told countries that they ought to contract fiscal and monetary policies. The good news for the economics professions is that that our predictions were correct: those contractionary fiscal and monetary policies did worsen the economic downturns; there were even downturns during recessions, leading to depression. I hope that, going forward, the lesson of those episodes will be learned (STIGLITZ, 2008, pág.76).

Ou seja, na visão de Stiglitz, a prática do FMI, em relação aos países em crise, está na contramão do consenso estabelecido que economias em recessão precisem de estímulos, e que é praticada nos países desenvolvidos, quando em recessão.

E Stiglitz mantém essa visão negativa da interferência do FMI e Tesouro americano nas economias dos países em crise em seu último livro, *Free Fall* (2011), sobre a crise financeira e econômica mundial de 2008:

Having seen firsthand the handling of the East Asian crisis, I was ' less impressed than *Time* magazine or Bob Woodward. To me, and to most of those in East Asia, the policies foisted on them by the IMF and the U.S. Treasury at the behest of the "Committee to Save the World" had made the crises far worse than they otherwise would have been. The policies showed a lack of understanding of the fundamentals of modern macroeconomics, which call for expansionary monetary and fiscal policies in the face of an economic downturn⁶

6. There is another explanation for the differences in policies: the United States and Europe acted in ways that responded to the interests of their electorates— the policies that were foisted on East Asia would have been unacceptable to Americans and Europeans. By the same token, in East Asia, the International Monetary Fund (IMF) and the U.S. Treasury were, in part at least, responding to the interests of their "constituencies," the creditors in their financial markets, which were focused on getting repaid what they had lent to these countries— even if doing so entailed socializing private obligations. [...] (STIGLITZ, 2010, pág. xvi).

2.2 Dani Rodrik.

Dani Rodrik (2006) não se mostra tão contundente quanto Stiglitz, mas, em linhas gerais, defende as mesmas ideias. Ele afirma que houve mais privatização, desregulamentação e liberalização comercial, na América Latina e Leste Europeu, que em qualquer outra época da história econômica, conforme fica claro em seu texto:

Codified in John Williamson's (1990) well known Washington Consensus, this advice inspired a wave of reforms in Latin America and Sub-Saharan Africa that fundamentally transformed the policy landscape in these developing areas. With the fall of the Berlin Wall and the collapse of the Soviet Union, former socialist countries similarly made a bold leap toward markets. There was more privatization, deregulation, and trade liberalization in Latin America and Eastern Europe than probably anywhere else at any point in economic history. In Sub-Saharan Africa, governments moved with less conviction and speed, but there too a substantial portion of the new policy agenda was adopted: state marketing boards were dismantled, inflation reduced, trade opened up, and significant amounts of privatization undertaken (RODRIK, 2006, pág.974)

Rodrik (2006) afirma que o entusiasmo era tanto que as propostas iniciais de John Williamson's, do Consenso de Washington, foram, em muito, ultrapassadas.

Such was the enthusiasm for reform in many of these countries that Williamson's original list of do's and don'ts came to look remarkably tame and innocuous by comparison. In particular, financial liberalization and opening up to international capital flows went much farther than what Williamson had anticipated (or thought prudent) from the vantage point of the late 1980s (RODRIK, 2006, pág.974).

Segundo Rodrik (2006), a agenda de reformas, eventualmente, era vista, principalmente pelos seus críticos, como um esforço ideológico de impor o fundamentalismo de mercado aos países em desenvolvimento, sendo que a única coisa sobre a qual havia concordância é que as consequências das reformas não foram as esperadas.

The one thing that is generally agreed on about the consequences of these reforms is that things have not quite worked out the way they were intended. Even their most ardent supporters now concede that growth has been below expectations in Latin America (and the "transition crises" deeper and more sustained than expected in former socialist economies). Not only were success stories in Sub-Saharan Africa few and far in between, but the market oriented reforms of the 1990s proved ill-suited to deal with the growing public

health emergency in which the continent became embroiled (RODRIK, 2006, pág.974).

Rodrik (2011), ao se referir ao sistema criado em Bretton Woods, afirma que a crença de que a aplicação de regras através de instituições multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial e o GATT, foi uma inovação importante. Mas deixa claro que tais instituições nunca se tornaram autônomas das influências dos Estados Unidos e de outras potências econômicas:

Multilateralism meant that rule enforcement and belief systems would work henceforth through international institutions – the International Monetary Fund, the World Bank, and the General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) – rather than through naked power policies or imperial rule. This was a very important innovation. Even though the influence of the United States was undeniable, multilateralism endowed these institutions with a certain degree of legitimacy independent of the American power that backed them up. They never became truly autonomous of the United States or other major economic power, but neither were truly an extension of these powers (RODRIK, 2011, pág. 70).

2.3 Paul Krugman.

A posição de Paul Krugman (1998) difere bastante do pensamento de Stiglitz e Rodrik, conforme se pode verificar no seu artigo sobre a crise asiática, cuja argumentação é mais de defesa do FMI do que de crítica, ressaltando, inclusive, singularidade da questão da crise Asiática e as próprias limitações do FMI.

Let me dispose quickly of what I do not believe is a serious objection to IMF policies. Some people have argued that the IMF should not have told countries to raise interest rates, or at least not as much. And higher interest rates have certainly made the domestic situation more difficult. But those who argue for lower interest rates in isolation seem to have a strange view of interest rates as being disconnected from everything else. After all, suppose that your exchange rate is plunging. Once you have run out of foreign exchange reserves, raising interest rates is the only way you have to support the currency. Now you might argue that it is better to just let the currency drop - in fact, there are a lot of cases where I would argue precisely that. But Korea, or worse yet Indonesia, are not like Britain in 1992, where a policy of benign neglect to the exchange rate meant a 15 percent devaluation and an extra point or so of inflation; when we are talking about free fall in the exchange rate and the risk of hyperinflation, even very high interest rates may be the preferred alternative. (I have heard some people propose what amounts to a sort of foreign exchange-interest rate Laffer curve: if you cut interest rates this will strengthen the economy and the currency will actually rise. This is as silly as it sounds (KRUGMAN, 1998).

Interessante observar que Krugman, de modo geral, assume uma posição mais crítica em relação à questão das desigualdades sociais, não só no terceiro mundo, mas também nos Estados Unidos, do que essa crítica direcionada à política das nações industrializadas contra as subdesenvolvidas ou em desenvolvimento. E nessa linha de raciocínio, ele parece menos propenso a essa crítica de acusações diretas contra instituições como o Tesouro Americano, o FMI e o Banco Mundial. Em seu livro *The Return of Depression on Economics and The Crisis of 2008* (2009), isso fica bastante evidente, quando ele fala do Tesouro Americano e do FMI: usa o pronome em primeira pessoa e diz: “nós apreendemos as lições erradas da América Latina. O que nós deveríamos ter perguntado [...]” como se pode verificar no texto abaixo.

The other lesson concerned not Mexico but Washington—that is, the International Monetary Fund and the U.S. Treasury Department. What the crisis seemed to show was that Washington had things under control: that it had the resources and the knowledge to contain even severe financial crises. Huge aid was quickly mobilized on Mexico's behalf, and it did the trick. Instead of the seven lean years of the 1980s, the tequila crisis was over in a year and a half. Clearly, it seemed, the people in charge had gotten better at this sort of thing.

Fourteen years after the tequila crisis began, with much of the world, including the United States, experiencing a financial crisis with a distinct resemblance to the events of 1994-95, it's clear that we learned the wrong lessons from Latin America.

What we should have asked was the question posed in many meetings by the economist Guillermo Calvo, of the World Bank and later of the University of Maryland: "Why was so large a punishment imposed for so small a crime?" (KRUGMAN, 2010, pág. 53).

Isso revela, na postura de Krugman, uma posição mais crítica da arrogância dos Estados Unidos na condução das políticas econômicas nas crises, através das instituições como o FMI e Tesouro Americano, do que críticas de caráter ideológico. Essa arrogância transparece especialmente quando afirma que as crises pareciam demonstrar que Washington tinha as coisas sob controle: eles tinham os recursos e conhecimento para conter, inclusive, crises mais severas. Interessante chamar a atenção para último parágrafo da citação acima, no qual Krugman diz que eles deveriam ter ouvido as perguntas colocadas, em muitos encontros, pelo economista do Banco mundial, Guillermo Calvo: “por que tão severa punição por tão pequeno crime”? Pergunta que vai um pouco de encontro com a afirmação de Stiglitz, que diz que o passado os países

mandavam forças armadas punir os mal pagadores e que agora mandamos o FMI. Fato que também deixa transparecer a falta de independência do Banco Mundial, conforme as afirmações acima, de Stiglitz, que o Banco Mundial foi posto sob as condições políticas do FMI.

No entanto, suas críticas são bastante severas, quando ele aborda a questão da diferença no tratamento econômico dispensado nas crises dos países avançados e dos em desenvolvimento. Ele diz que, depois da Grande Depressão, Keynes ensinou que a máquina econômica não voltaria a andar por si só, que precisaria pegar no tranco com a ajuda do governo. E que a Segunda Guerra proporcionou a ajuda rogada por Keynes durante anos. Mas o que restabeleceu a confiança no livre mercado não foi só a recuperação da Grande Depressão, mas sim a garantia de que intervenção macroeconômica como corte de taxas de juros, aumento do déficit de orçamento, poderiam combater recessões e manter a economia de livre mercado mais ou menos estáveis, próximo do pleno emprego. O capitalismo e seus economistas haviam feito uma espécie de pacto com o público (KRUGMAN, 2010, pág. 102):

[...] it will be okay to have free markets from now on, because we know enough to prevent any more Great Depressions.

This implicit deal actually has a name: in the 1950s Paul Samuelson, in his famous textbook, called it the "neoclassical synthesis" But I prefer to think of it as the "Keynesian Compact" (Krugman, 2010, pág. 102).

Então, nos Estados Unidos e na maioria dos países avançados esse pacto foi honrado. Assim, quando ocorrem recessões, como as de 1975, 1982 e 1991, o Fed faz o que todo mundo já espera: corta taxas de juros para recuperar a economia. E, se for necessário, espera-se que o Presidente e o Congresso cortem de taxas e aumentem gastos para ajudar no processo de recuperação. Ninguém mais espera que recessões sejam tratadas no estilo de Herbert Hoover: com aumento de impostos, corte de gastos e aumento de taxas de juros (KRUGMAN, 2010, pág.102).

No entanto, ele diz que, quando o desastre financeiro se abateu sobre a Ásia, as políticas que esses países seguiram foram o reverso do que tem sido aplicado nos Estados Unidos. Austeridade fiscal era a ordem do dia. As taxas

de juros foram elevadas a patamares punitivos. E isso não era porque os formuladores de políticas daqueles países eram estúpidos ou mal instruídos. Eles conheciam muito bem o pacto keynesiano. De qualquer forma, quando a crise atingiu os países, eles tiveram suas políticas ditadas por Washington, isto é, pelo FMI e Tesouro Americano. E as lideranças dessas instituições eram extremamente sofisticadas, poderíamos até afirmar que nunca na história econômica tantos economistas de primeira linha, com tanta autoridade estivessem em posição (Krugman, 2010, pág.102).

Aí Krugman questiona o que teria feito estes homens extremamente inteligentes a advogar, para economias emergentes, políticas que eram perversas em termos dos padrões da doutrina econômica. A resposta é simples: medo dos especuladores (KRUGMAN, 2010, pág. 102).

2.4 Jeffrey Sachs e Steven Radelet.

Jeffrey Sachs e Steven Radelet (1998) também assumem uma crítica mais analítica, não acusativa como a de Stiglitz, fato que pode ser abstraído do artigo *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*. Já no início os autores citam Jawaharlal Nehru, que teria observado que a história, quase sempre, é escrita pelos vitoriosos, e concluem que a história financeira parece ser sempre escrita pelos credores: quando crises financeiras aparecem, os devedores são chamados a assumir a culpa, o que é estranho, já que a negociação de um empréstimo, invariavelmente, envolve duas partes. O fracasso de um empréstimo representa um erro de cálculo de ambas as partes, ou uma distorção inerentes ao próprio processo na concessão de empréstimo. E a crise financeira do Leste Asiático tem se enquadrado nessa forma: assim que a crise surgiu, em meados de 1997, o FMI logo atribuiu toda a culpa à deficiência dos mercados do Leste Asiático, em particular, à ineficiência dos mercados financeiros, (RADELET; SACHS, 1998, pág. 1).

As soon as the crisis hit in mid- 1997, the International Monetary Fund (IMF), which led the official international response, assigned primary responsibility to the shortcomings of East Asian capitalism, in particular, the East Asian financial markets. The IMF's principal strategy for the three countries hardest hit-Indonesia, Korea, and Thailand-was to overhaul their financial systems. The basic diagnosis was that East Asia had exposed itself to financial chaos because its financial systems were riddled by insider dealing, corruption, and

weak corporate governance, which, in turn, had led to inefficient investment spending and had weakened the stability of the banking system (RAELET; SACHS, 1998, pág.1).

Mas a crítica de Sachs e Radelet, neste artigo, não acusa o FMI como sendo instrumento de manipulação das nações ricas, a exemplo de alguns autores acima já citados. Eles apresentam uma crítica mais analítica, em que o enfoque recai sobre erros de diagnóstico e de ação. Eles não se mostram menos críticos que os outros, mas suas críticas são analíticas, na qual a ação de todos os lados envolvidos é analisada. Na citação acima, por exemplo, eles realçam que o FMI joga a culpa pelos fracassos sobre os países Asiáticos, mas apontam para os erros dos dois lados. Quando teve início a fuga de capitais dos países Asiáticos, tanto os governos quanto o FMI contribuíram para o agravamento da crise, segundo os autores:

Once the capital withdrawals were underway, mistakes by both Asian governments and the IMF contributed to the panic and unnecessarily deepened the crisis. Thailand and Korea, in particular, failed to take appropriate actions in late 1996 and early 1997 that could have headed off the crisis. At a later stage, the IMF's exclusive focus on "fixing" Asia, without proper regard to the root problems of international financial market instability, imposed excessive costs on the East Asian economies (RADELET; SACHS, 1998, pág.3).

Sachs e Radelet dizem que, enquanto as economias asiáticas continuavam a crescer nos anos 1990, houve enfraquecimento e desequilíbrio tanto em nível microeconômico quanto macroeconômico. Houve rápida acumulação de capital de curto prazo, em um sistema financeiro frágil, atraído tanto pelo histórico de sucesso das economias asiáticas, como pela parcial liberação do mercado de capitais, que permitiu a abertura de novos canais de entrada de capital estrangeiro. A entrada do capital estrangeiro levou à apreciação real das taxas de câmbio, à rápida expansão dos empréstimos bancários, a uma crescente vulnerabilidade, e a uma reversão dos fluxos de capitais. E quando a entrada de capital minguou, tanto os governos como o FMI cometeram erro que pioraram a situação:

When capital inflows did wane in late 1996 and early 1997, a series of missteps by Asian governments, market participants, the IMF, and the international community resulted in a financial panic. The crisis was much deeper than was either necessary or inevitable (RADELET; SACHS, 1998, pág.23).

Como se pode observar, no texto transcrito acima, os autores atribuem responsabilidades aos governos, aos participantes de mercado, ao FMI e à comunidade internacional pelo agravamento da crise asiática. E em uma minuciosa análise, mostram como as ações de cada ator isolado contribuíram para a crise. No que diz respeito ao FMI, especificamente, afirmam que:

The IMF programs, rather than inspiring confidence, seem to have accelerated the flight of currency from the region, despite pledges of more than \$100 billion in emergency funds to Thailand, Indonesia, and Korea. The initial programs focused on fiscal deficits, high interest rates, restrictive money growth, and the immediate closures of insolvent financial institutions. But these programs in Thailand, Indonesia, and Korea were discarded within months - three weeks, in the case of Korea. In each country, although the signing of the IMF agreement was greeted by brief enthusiasm, it was followed by the continued depreciation of the exchange rate and declining stock prices. The first sign of an end to the currency free-falls came only on December 24, 1997, when the international community initiated a different approach to the problem based on debt restructuring, accelerated disbursements of international funding, and more comprehensive and rational restructuring of the financial sector (RADELET; SACHS, 1998, pág.23).

Assim, as críticas de Sachs e Radelet se situam no contexto das políticas macroeconômicas e não no campo ideológico, como fica bem claro na transcrição seguinte, onde todas as falhas nos programas do FMI, no gerenciamento da crise asiática, remetem a conceitos macroeconômicos, e os autores realçam a importância de se entender o que deu errado, para que se possam fazer correções nos programas do FMI, tornando-o mais efetivo, para dar suporte a outros países no futuro:

The Asian countries were suffering an extreme contraction of economic activity in early 1998, despite the commitment of \$1 10 billion in emergency international support. The IMF programs failed to achieve their goal of maintaining moderate economic growth in these countries. They also failed in several intermediate goals, including the preservation of creditworthiness, the continuation of debt payments, and the stabilization of exchange rates at the levels prevailing when the original lending agreements were signed. It is crucial to understand what went wrong in order both to redesign these programs most effectively and to prepare for future international support efforts in other countries (RADELET; SACHS, 1998, pág.23).

2.5 Mark S. Copelovitch

Um autor que tenta decifrar o FMI é Mark S. Copelovitch (2010). Em seu livro *The International Monetary Fund in the Global Economy* ele tenta responder a perguntas como: o que explica a substancial variação no tamanho e nos termos

dos empréstimos do FMI? Em que medida, os empréstimos do FMI são direcionados por interesse políticos e não em princípios econômicos? Por que o FMI trata determinados países com mais generosidade do que outros? E por que esse padrão varia ao longo do tempo, para um mesmo tomador de empréstimo?

O trabalho de Copelovitch assume importância no presente trabalho porque não se trata propriamente de uma crítica, mas sim de uma pesquisa que tenta responder e desmitificar as críticas que o FMI tem recebido. A pesquisa de Copelovitch não foca nos resultados das intervenções do FMI nas economias em desenvolvimento em crise, mas, sim, foca nos interesses que motivam as ações dos atores no processo de intervenção. Assim, se os Estados Unidos fazem uso do FMI para atender seus interesses geopolíticos, por exemplo, países que ocupam posição estratégica no cenário geopolítico mundial devem receber empréstimos mais generosos, e com menos condicionalidades, que países sem posição estratégica. Copelovitch analisa se existem evidências que confirmem, ou não, desse tipo de interferência nas atuações do FMI.

Então Copelovitch analisa a variação do valor dos empréstimos feitos pelo FMI, e as condições impostas aos países em crise, em função dos fatores que moldam esses valores e interesses. Ele alega que a política de empréstimos do FMI tem variado, sistematicamente, ao longo das últimas duas décadas, em função da mudança nos padrões da globalização financeira. A variação na composição do fluxo do capital internacional privado, por exemplo, tem moldado as preferências tanto dos maiores acionistas do Fundo⁹, quanto de seus tecnocratas, sobre as decisões de empréstimo do FMI. Assim, mudanças nas preferências dos atores, explicam a variação do tamanho dos empréstimos e nas condições impostas aos países, ao longo do tempo e em diferentes casos. Então, a concessão de empréstimos pelo FMI não é um processo puramente tecnocrático: o FMI é uma instituição altamente politizada, cujas decisões não dependem apenas dos interesses dos maiores acionistas da instituição, mas também dos burocratas, e ambos exercem poderes parciais, mas não completos, no controle das suas formulações políticas. Então, para

⁹ O governo dos “G5” – Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido e França.

explicar as políticas de empréstimo do FMI, é preciso entender como a composição dos fluxos de capital internacional tem mudado ao longo do tempo, além de como essa mudança afeta os interesses dos atores envolvidos nas decisões de empréstimo da instituição (COPELOVITCH, 2010, pág. 6).

Como ilustração, podemos tomar as crises do México de 1982 e de 1994 como exemplos. Na crise de 1982, a maior parte dos credores do México eram bancos comerciais norte-americanos (ver texto abaixo). Então, os Estados Unidos tinham interesse em facilitar os empréstimos do FMI ao México, porque uma possível moratória mexicana implicaria em possíveis falências de bancos americanos, com consequências internas para a economia americana. Ou seja, a motivação dos Estados Unidos era a defesa de sua própria economia e de seus bancos. Na crise de 1994, a composição da dívida mexicana havia mudado de bancos comerciais, como credores, para detentores individuais de títulos (*Bondholders*). Assim a economia interna americana estava menos exposta aos riscos de uma moratória mexicana do que em 1982, portanto, menos interesse dos Estados Unidos na solução da crise mexicana, e menos interesse em facilitar os empréstimos do FMI ao México.

Although each of the G-5 countries had large financial ties to Mexico in absolute terms, the United States had a disproportionately large interest in ensuring Mexico's financial stability. Citibank, Chase Manhattan, and other major American commercial banks held \$24.9 billion in claims on Mexico, or 62.6 percent of total G-5 bank exposure. Furthermore, Mexican debt equaled 44 percent of the capital of the nine largest United States commercial banks and 35 percent of the reserves of the 15 largest regional banks.⁹ Moreover, the two largest American commercial banks Citibank and Bank of America, had lent so much to Mexico and Brazil combined that a default by either country would threaten their solvency (COPELOVITCH, 2010, pág.151).

Two key factors contributed to the Europeans' skepticism about providing IMF and bilateral financing to Mexico. First, they had little domestic interest in bailing out Mexico, since their own banking systems had relatively few ties to the country: the total bank exposure of the three European G-5 countries (the United Kingdom, Germany, and France) in 1994 was only \$14.2 billion compared to \$23 billion for the United States. Second, European officials questioned whether Mexico's difficulties really constituted a systemic financial crisis warranting IMF/BIS support. Since the vast majority of Mexico's private international creditors were bondholders rather than banks, there seemed to be little risk that a Mexican default would have destabilizing effects on financial stability in the developed countries, even if

individual investors incurred substantial losses (COPELOVITCH, 2010, pág.210).

Por outro lado, o interesse dos tecnocratas do FMI seria o efeito catalisador. O interesse dos burocratas do FMI é resolver o problema do país em crise. Mas como não dispõe de recursos suficientes para financiar toda a dívida do país em crise, precisa sinalizar aos credores que o país é crível, que as políticas e reformas impostas ao país vão solucionar os problemas, e que as dívidas serão pagas. Assim, os empréstimos do FMI e as condições impostas ao país em crise têm a função de atrair novos investidores e a renegociação de dívidas atuais, ou seja, tem o efeito de catalisar a entrada de recursos no país em crise. Como no caso particular do México, na crise de 1982, a maior parte dos credores eram bancos comerciais, ficou mais fácil esse efeito catalisador dos empréstimos e condições impostas ao país pelo FMI, devido ao interesse de longo prazo dos bancos comerciais naquele país. No entanto, na crise de 1994, a maior parte dos credores eram detentores de títulos, mais propensos ao comportamento oportunista. Então, eram necessários empréstimos em maior volume e as condições impostas ao país teriam de ser mais severas, que as de 1982, para sinalizar confiança para a comunidade financeira internacional e impedir a fuga de capitais. Ou seja, a mudança na composição do fluxo de capital para o México, entre 1982 e 1994, moldou o comportamento dos burocratas do FMI.

Copelovitch (2010), em sua pesquisa, não encontra evidências de que haja influência política dos Estados Unidos nas decisões de empréstimos do FMI, em termos de interesses geopolíticos. O maior ou menor interesse dos maiores acionistas do FMI, o governo dos "G5" (Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido e França), geralmente, é determinado pela maior ou menor exposição de suas economias internas ao país devedor. Assim, a exposição financeira dos bancos comerciais dos "G5" influencia fortemente as preferências dos governos dos "G5" sobre as políticas de empréstimo do FMI. Copelovitch examina, por exemplo, o debate do conselho executivo do FMI, em maio de 1989, quando o México solicitou o aumento em 40% de um Arranjo Estendido, que havia recebido o aval favorável do staff do Fundo, Não para liberação imediata, mas condicionada à previa conclusão das negociações de

redução da dívida entre o México e os bancos credores. Nessa análise Copelovitch (2010) realça a heterogeneidade das preferências entre os “G5”. Os diretores adjuntos dos Estados Unidos, França e Japão, países com forte exposição financeira doméstica ao México, argumentaram em favor da liberação imediata do aumento de 40% do empréstimo. A Alemanha mostrou forte preocupação com o risco moral na concessão imediata do empréstimo. E Reino Unido, que havia diminuído sua exposição doméstica ao México, advogou contra a imediata liberação do empréstimo por motivo de risco moral, uma mudança radical, porque o Reino Unido havia dado forte suporte a dois empréstimos anteriores ao México. Assim Copelovitch conclui que a heterogeneidade das preferências entre os G5 sobre o empréstimo ao México em 1989¹⁰ estava fortemente correlacionada à variação da exposição financeira doméstica ao México (COPELOVITCH, 20210, pág. 194-202).

No seu pronunciamento de encerramento da reunião, o diretor gerente do FMI, Camdessus, observou que a maioria dos diretores dava suporte à liberação imediata do aumento dos 40% do Arranjo Estendido, mas, diante de fortes objeções do governo Britânico, sugeriu que se aprovasse a proposta inicial do staff do Fundo, sem liberação imediata do aumento dos 40%, mas que, com concordância consensual, se aprovasse a concessão do aumento Arranjo Estendido de 40%, depois do acordo do México e os bancos, e subsequente revisão do staff do Fundo (Copelovitch, 2010, pág. 202). Com a aprovação desse arranjo, contra a vontade dos Estados Unidos pela liberação imediata, Copelovitch conclui que isso ilustra as restrições de poder dos Estados Unidos no FMI, contrário às percepções populares e de acadêmicos de que os Estados Unidos impõe sua vontade, de forma unilateral, ao Fundo:

Second, the postponement of the final decision on the 40 percent augmentation also illustrates the constraints on US power within the IMF. Contrary to both popular perception and many scholarly arguments, the United States did not unilaterally impose its will upon the board in this case, nor does the documentary evidence even suggest that it sought to do so. While the Fund's decision largely reflected American preferences, the outcome ultimately reflected the composite preferences of the G-5 countries, rather than simply the will of the United States alone. Thus, the 1989 Mexican loan illustrates the extent to which Fund policymaking is a collective

¹⁰ Em 1989, paralelamente ao desenvolvimento do Plano Brady para a redução da dívida, o México solicitou um empréstimo de 2.8 bilhões de cotas em SDRs, (Direitos Especiais de Saque) ao FMI.

enterprise in which a small group of powerful states exercises disproportionate influence, but no single country enjoys complete control of the process. In short, this episode casts further doubt on the commonly held view that the IMF is simply the servant of the United States government (COPELOVITCH, 2010, pág. 203).

Interessante observar que Copelovitch não encontra evidências, em sua pesquisa, de que o FMI seja uma espécie de peão mandado dos Estados Unidos, conforme a percepção popular, da mídia, dos políticos e do público em geral, como ele observa no início de seu trabalho. Fato que contrasta com o texto de Boughton (2004), em um “IMF Working Paper”, em que ele afirma que, na sua fundação, a sede do FMI não poderia ser nem em Londres, nem em New York, mas sim em Washington, onde o Tesouro Americano podia exercer seu poder gravitacional e, efetivamente, controlar a maioria das decisões de empréstimo:

Its headquarters would be neither in London nor even in New York, but in Washington where the U.S. Treasury could exert a strong gravitational pull. For the next three decades, the IMF would be essentially a dollar-centric institution, with the United States providing most of its loanable resources and effectively controlling most of its lending decisions (BOUGHTON, 2004, pág.7).

2.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como já ficou claro, até aqui, as críticas dirigidas ao FMI são diversas, com divergências entre os acadêmicos apenas nos formatos de suas críticas. Alguns, como, por exemplo, Stiglitz, se mostram mais ácidos, acusativos. Outros se mostram mais analíticos, mas todos apontam para falhas na atuação do FMI. O que há de comum entre eles é que todos reconhecem que os resultados das ações dos FMI não são os desejados. O próprio Banco Mundial, que, geralmente, trabalha em consonância com as políticas de FMI, em seu “paper”: *Economic Growth in de 1990s: Learning in a Decade of Reform (2005)*, faz uma extensa e detalhada análise da economia mundial dos anos 1990, e deixa transparecer as ineficiências das políticas pregadas pelo Consenso de Washington e impostas pelo FMI, na América Latina, Leste Europeu e Ásia.

The booms and busts of the 1990s are reminiscent of some of the crises of the 1980s. They teach several important lessons. First, as with most liquidity surges, busts inevitably follow booms: avoiding the

bust requires avoiding the boom and strengthening the fundamentals. Countries such as Chile, India, or Malaysia that managed inflows, including through the imposition of restrictions, were able to weather the crises much better than countries that took no such precautions (World Bank, 2005).

Este estudo do World Bank não é uma crítica direta ao FMI, mas deixam transparecer os resultados insatisfatórios das ações e imposições do FMI aos países que procuraram sua ajuda. Na citação acima, por exemplo, transparece o fato de que países que não seguiram a pregação do FMI, de liberar os mercados de capitais, se saíram melhor do que aqueles que adotaram tais medidas. Ou seja, os estudos do Banco Mundial não são uma crítica direta ao FMI, mas estão em linha com muitas das críticas de acadêmicos, como foi visto acima.

Sicsú e Carvalho (2006) também compartilham essa mesma ideia da ineficiência das ações recomendadas pelo FMI em relação ao controle de capitais, realçadas pelo Banco mundial, como também reforçam a ideia dos autores acima analisados, que o FMI se configurou em importante veículo na imposição do consenso de Washington aos países em desenvolvimento, conforme fica claro nas transcrições abaixo:

Por último, cabe ser observado que a Malásia fez exatamente o oposto do que sugere o receituário padrão do FMI para o enfrentamento de crises de fuga de capitais que se transformam em crises cambiais. O FMI propõe a flutuação da taxa de câmbio; a Malásia fixou a taxa de câmbio. O FMI sugere a elevação da taxa de juros; a Malásia a reduziu. O FMI receita a redução dos gastos públicos para estabilizar (isto é, reduzir) a relação dívida pública/PIB; a Malásia aumentou os gastos públicos e impôs uma trajetória ascendente para essa relação. Mas tudo isso só foi possível porque a Malásia neutralizou, por meio da adoção de controles, os possíveis impactos que a plena mobilidade de capitais poderia ter causado em sua economia. Sem a adoção de controles de capitais, a estratégia malaia expansionista de enfrentamento da crise não teria sido possível. Na ausência de controles, só restaria a opção de adoção da estratégia recessiva do FMI (Sicsú; Carvalho, 2006, pág.154).

[...] governos foram persuadidos a promover a liberalização de suas contas de capitais, que hoje até o FMI reconhece ter sido prematura, com base míais na ideologia que se tornou conhecida como o "Consenso de Washington" do que na experiência histórica dos países bem-sucedidos.

Se o FMI hoje moderou sua posição, a instituição foi, nos anos 90, uma das mais importantes forças a pressionar países em desenvolvimento a abrirem suas contas de capitais. Ao final da década, a diretoria do FMI chegou a propor mudança de seus

estatutos, que desde Bretton Woods legitimavam a adoção de controles, para forçar os países membro a buscarem a liberalização financeira internacional, ao menos no longo prazo. Naturalmente, a diretoria do FMI não contava com a peça que a história estava prestes a lhe pregar: quando a proposta foi formalmente apresentada, na Assembleia de 1997, realizada em Hong Kong, já estava em seus primeiros estágios a crise asiática de cuja análise emergiriam as críticas mais contundentes à ação e ao pensamento orientador daquela instituição (Sicsú; Carvalho, 2006, pág. 143).

Fica claro que não só autores renomados, como os analisados acima, criticam o FMI. As críticas se fazem presentes na maioria dos trabalhos acadêmicos que de alguma forma tratam de crises financeiras, a exemplo da citação acima de Sicsú e Carvalho. Todas essas críticas dirigidas ao FMI, e o reconhecimento da própria Instituição de que alguns de seus instrumentos, como, por exemplo, as políticas fiscais restritivas, devem ser revistos, sugere que o FMI faria adaptação em sua política macroeconômica, para intervenções futuras em países em desenvolvimento em crise financeira. No entanto, como será mostrado nos próximos capítulos, apenas durante a crise econômica e financeira mundial de 2008-2009 o FMI mostrou maior flexibilidade. O programa de ajuste aplicado à Grécia, país periférico da zona do euro, em crise financeira, mostra-se muito restritivo e com as mesmas características, como as aplicadas aos países em desenvolvimento no passado.

3. A DESREGULAMENTAÇÃO E A CRISE ECONÔMICA E FINANCEIRA MUNDIAL DE 2008-2009

Neste capítulo se faz uma exposição do cenário político ideológico, do discurso neoliberal do livre mercado, da desregulamentação e da ausência de governo, para o bom funcionamento da economia. Período que se inicia no final dos anos 1970 e início dos anos 1980, até os dias de hoje, com o estouro da bolha imobiliária americana, causando a crise econômica e financeira mundial de 2008/2009. Faz-se uma análise da mudança ideológica que se processou a partir dos anos 1980, com a ascensão de Ronald Reagem à presidência dos Estados Unidos e de Margareth Thatcher como primeira ministra na Inglaterra. Também se analisa como as inovações financeiras, a desregulamentação e os juros baixos, mantidos pelo Fed, na administração de Greenspan, levaram à crise econômica e financeira de 2008-2009. Além disso, explicitar-se-á como o estouro da bolha imobiliária levou à crise financeira, com a falência de importantes instituições, como os Bancos Bear Stearns e Lehman Brothers, e a consequente crise econômica e financeira mundial de 2008-2009, causando a maior recessão mundial desde a Grande Depressão os anos 1930.

3.1 A DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA E SUA IDEOLOGIA.

Quando o assunto é regulação, entra em campo a ideologia. No contexto ideológico é necessário se compreender que a partir da década de 1970 muda a ideologia de mercado, quando as políticas de orientação keynesiana, do estado de bem estar social (*welfare state*), começam a entrar em crise. Assume, então, discurso do livre mercado, do mercado autorregulador. Na década de 1980, esta ideologia, então, se irradia a partir dos Estados Unidos e Inglaterra, através das políticas de Ronald Reagan e Margareth Thatcher, respectivamente. Impõe-se, então, a política e a desregulação que atende aos interesses dessa ideologia.

Evidências dessa mudança podem ser constatadas nos registros de Greider¹¹ (1987), quando ele fala da aparente contradição da política de Reagan, que queria o crescimento da economia, pela política fiscal de corte de impostos e, ao mesmo tempo, queria o aperto monetário do Fed, contraindo a economia;

The chairman's troubled questions were the core issues that confronted Ronald Reagan's economic agenda in 1981. The President wanted to encourage economic growth with tax cuts, but the President also wanted the Federal Reserve simultaneously to restrain the economy with, tight money and high interest rates. In plain language, did it make sense for the federal government to attempt both things at once? If the President pushed one way, would the Federal Reserve feel compelled to pull even harder in the opposite direction?

The consequences, as Volcker elliptically suggested, would be even higher interest rates, more severe "pain" and "sacrifice" than would otherwise be necessary. The millions of Americans who depend on borrowing would suffer additional distress consumers, farmers, home builders, auto dealers, businesses of every type without ever understanding its source. People and institutions that lend money_ would naturally be the beneficiaries (GREIDER, 1987, pág.359).

Esse estranhamento de Paul Volcker, diante da política de Ronald Reagan revela a mudança ideológica que visa à de transferência de recursos das classes menos favorecidas para as mais abastadas, e do setor produtivo para o setor financeiro. Naturalmente, se o governo pratica uma política fiscal de corte de impostos para incentivar investimentos em ambiente de juros baixos é de se esperar resultados positivos. Mas, em um ambiente onde os juros estratosféricos oferecem rendimentos certos e maiores do que o setor produtivo é de se esperar que a renda regada para as empresas, pelo corte de impostos, vá parar no sistema financeiro especulativo e não no produtivo. Isto é, o excedente financeiro gerado para as empresas, pelo corte de impostos, ao invés de ser investido na economia real, gerando crescimento econômico com empregos, vai para o mercado financeiro. E esse parece ter sido o propósito do governo. E não um ato de inocência.

Essa política de transferência de recursos parece ficar mais clara se tomarmos mais alguns fragmentos de do texto de Greider (1987):

¹¹ Willian Greider, em *The Secret of The Temple*, conta a saga do Fed, desde sua fundação ate os anos 1980, na gestão de Paul Volcker.

Like other small businesses, Brock's company was now threatened with the possibility of failure, at which point its productive assets would typically be sold to a larger corporation. Companies that were strong enough to weather the depressed conditions would be in a position to buy up real estate or machinery from smaller, failed enterprises at bargain prices. Recession encouraged the consolidation of ownership.

In the sawmill business [Brock explained], it is a rough man's world and 40 percent of my friends in the business have sold out to larger companies because they could not hang on any longer. Some of them have just shut their mills down, walked away, laid their people off and said to the bank, "There it is." I hope I do not have to do that, but it is getting scary (GREIDER, 1987, pág.405).

Nesse ambiente se nota a concentração de capital através da eliminação da pequena empresa em favor das grandes, que tem possibilidade de resistir e sobreviver à política contracionista do governo. Outro registro de Greider particularmente revelador:

In a sense, the iron miners lost their jobs because, first, the government raised the price of cars. When working people like themselves could no longer afford to buy cars, the miners were put out of work. Many of them understood what was happening intuitively, without the need for sophisticated economic analysis. The favorable balance had shifted from production to finance, from labor to capital, and they could see this clearly enough in their own lives.

Robert Williams, a laid-off miner from Nassau, **Minnesota, testified:**

I am so scared now as far as what is going to happen. If I buy something on loan, how will I pay for it if I don't have a job tomorrow? I am living in constant fear of tomorrow. I am hoarding my money. Say I am lucky and I have \$10,000 in a T-bill. Will I buy a new car or secondhand car? If I can get 18 percent interest on a "money market" on my \$10,000, that would be an annual raise of \$2,400 a year. So I would be a fool to buy a new car. I will put my money in the bank and let it sit. The guy with the money has it made. The little guy will take his knocks from now until who knows when (GREIDER.1987, pág.407).

Como Greider revela, não eram necessárias sofisticadas análises econômicas para se entender o que estava acontecendo. Um trabalhador comum sabia o que estava acontecendo com sua vida. E finalmente, o resultado revelador dos reais beneficiários da ideologia do Governo Reagan e sua política de desregulamentação e livre mercado:

But the central explanation for the rising incomes reflected the fundamental sea change that was under way in the American economy, rearranging basic patterns. The increase in per capita income was attributable not to wages but to interest. Over the three years since the Federal Reserve head launched its anti-inflation initiative in 1979, there had been an explosive surge in the income families derived

from interest payments on their financial assets. The contrast in economic fortunes was stark: industrial production shrank from its 1979 peak by nearly 12 percent, while personal income from interest grew by 67 percent. The real economy was languishing and finance was flourishing.

The increase in interest rates after 1979 produced \$148 billion in additional income in 1982 for those who owned financial assets. Naturally, the money was distributed in a regressive fashion disproportionately benefiting upper-income families since they were the ones who owned the most in financial assets. It was not simply financial intermediaries like the commercial banks that profited in recession, but wealth holders generally, most especially the 10 percent of the American families that owned 86 percent of the net financial wealth (GREIDER, 1987, pág.456)

A mudança ideológica implementada a partir do final dos anos 1970, acompanhadas da desregulação do mercado financeiro, sob o discurso do livre mercado autorregulador, foi um dos mais audaciosos programas de transferências de recurso das classes mais pobres para as mais ricas nos Estados Unidos. Então, a desregulamentação do mercado das últimas décadas não deve ser compreendida puramente no campo econômico, mas também no político.

Interessante chamar a atenção para as palavras de Minsky (2008), quando fala que a política econômica deve refletir uma visão ideológica, inspirada nos ideais de uma boa sociedade, de acordo com a visão de Keynes, em que a política deve combinar eficiência econômica, justiça social e liberdade individual:

Economic policy must reflect an ideological vision; it must be inspired by the ideals of a good society. And it is evident that we are faced with a failure of vision, with a crisis in the aims and objectives that economic policy should serve. In 1926, Keynes defined the political problem as a need

to combine three things: economic efficiency, social justice, and individual liberty. The first needs criticism, precaution, and technical knowledge; the second, an unselfish and enthusiastic spirit that loves the ordinary man; the third, tolerance, breadth, appreciation of the excellencies of variety and independence, which prefers, above everything, to give unhindered opportunity to the exceptional and to the aspiring (MINSKY, 2008, pág.9).

A ideologia da economia política visionada por Minsky e Keynes, certamente, não reflete a transferência dos bilhões de dólares para 10% das famílias americanas mais ricas, descrita por Greider.

A desregulação tem de ser compreendida em um contexto maior, no campo político-ideológico, onde forças políticas antagônicas se revezam no poder. A ascensão de uma determinada classe social ao poder traz consigo sua ideologia. Alias a própria ascensão ao poder só se justifica pela imposição de sua ideologia e, conseqüente, imposição de um conjunto normativo em defesa dessa classe. Quando se falou, acima, da mudança ideológica que ocorreu com a ascensão de Ronald Reagan à presidência dos Estados Unidos, e o Congresso dominado pela maioria republicana, está se falando, na verdade, em uma mudança bastante profunda no pensamento político e econômico nos Estados Unidos. E o conjunto dessas mudanças propiciou a criação de um ambiente político e econômico que permitiu a implementação de mudanças estruturais que foram capitaneadas pela desregulação financeira, baseada no discurso geral do livre mercado autorregulado.

O texto de Stiglitz, abaixo, transcrito de *Free Fall* (2010), presta-se muito bem como ilustração da mudança do ambiente político-econômico aludido no parágrafo anterior:

If we can understand what brought about the crisis of 2008 and why some of the initial policy responses failed so badly, we can make future crises less likely, shorter, and with fewer innocent victims. We may even be able to pave the way for robust growth based on solid foundations, not the ephemeral debt-based growth of recent years; and we may even be able to ensure that the fruits of that growth are shared by the vast majority of citizens.

Memories are short, and in thirty years, a new generation will emerge, confident that it will not fall prey to the problems of the past. The ingenuity of man knows no bounds, and whatever system we design, there will be those who will figure out how to circumvent the regulations and rules put in place to protect us. The world, too, will change, and regulations designed for today will work imperfectly in the economy of the mid-twenty-first century. But in the aftermath of the Great Depression, we did succeed in creating a regulatory structure that served us well for a half century, promoting growth and stability. This book is written in the hope that we can do so again (STIGLITZ, 2010, pág. xxv).

Pode-se observar que no final do primeiro parágrafo Stiglitz diz que podemos até mesmo ser capazes de assegurar que os frutos do crescimento sejam compartilhados pela maioria dos cidadãos. Mas não é isso que aconteceu na política de Ronald Reagan, como foi demonstrado acima. E o que possibilitou essa concentração de renda na mão de tão poucos foi a desregulamentação de

mercado financeiro, pelo governo de Reagan, pelo Congresso Americano e Agências Reguladoras. Krugman (2007), em seu livro *The Conscience of a Liberal*, retrata muito bem o processo de preparação do ambiente político para a ascensão dos conservadores ao poder, que começa, segundo Krugman, ainda nos anos 1950, com o preparo do cenário político e a formação de uma intelligentsia, formada por intelectuais, como os economistas da escola de Chicago, liderados por Milton Friedman, que publicavam contra os economistas keynesianos, propiciando o ambiente político para a ascensão dos conservadores ao poder.

Em 1980, Ronald Reagan, como representante dessa força política, chega ao poder. Já em seu primeiro ano de mandato, ele programa uma política de recuperação econômica baseada no estímulo do lado da oferta, com medidas de desregulamentação e cortes de impostos. Então, a regulamentação não é apenas uma questão de acerto ou erro. Ela é resultado das vontades políticas de quem está no comando do poder. Quando se fala nas mudanças ocorridas nos governos Reagan, nos Estados Unidos, e de Margaret Thatcher, na Inglaterra, não se está falando em mudanças que representam o interesse de toda a sociedade, mas sim em mudanças que representam os interesses da parcela da sociedade que assumiu o poder. Como foi mostrado acima, a ascensão dos conservadores nos Estados Unidos teve um longo período de preparação, com um alto investimento, financeiro e intelectual, para alcançar o poder. Todo esse investimento só se justifica se houver algum retorno, e esse retorno provém da capacidade de se mudar o ambiente político e econômico em favor dessa classe. O que significa a mudança do arcabouço institucional e a ordem normativa no sentido de atender aos interesses dessa classe, no caso particular, os conservadores dos Estados Unidos, representados pelo governo Reagan.

Stiglitz (2010) afirma que se pudermos entender o que levou à crise de 2008 e por que as respostas iniciais fracassaram, podemos fazer com que futuras crises sejam menos prováveis, mais curtas e com menos vítimas inocentes. Podemos até mesmo pavimentar o caminho para um crescimento robusto, baseado em fundamentos sólidos, e não um crescimento efêmero baseado no endividamento como nos últimos anos. Quando ele fala no crescimento

baseado no endividamento dos últimos anos, podemos entender que se está falando, por exemplo, do crescimento baseado na bolha imobiliária. Mas, que crescimento baseado em bolhas leva a desastres é fenômeno largamente conhecido, tanto da comunidade política, quanto da comunidade acadêmica. O fato é que a bolha foi admitida porque era altamente lucrativa para o mercado financeiro. E a desregulamentação, que permitiu o desenvolvimento da bolha, foi promovida, sob o discurso do livre mercado, autoeficiente, para atender aos interesses do mercado financeiro e não por desconhecimento de causa.

O próprio Stiglitz afirma que:

[...] Its view is that essentially all the critical policies, such as those related to deregulation, were the consequence of political and economic "forces"—interests, ideas, and ideologies—that go beyond any particular individual.

When President Ronald Reagan appointed Greenspan chairman of the Federal Reserve in 1987, he was looking for someone committed to deregulation. Paul Volcker, who had been the Fed chairman previously, had earned high marks as a central banker for bringing the U.S. inflation rate down from 11.3 percent in 1979 to 3.6 percent in 1987.⁷ Normally, such an accomplishment would have earned automatic reappointment. But Volcker understood the importance of regulations, and Reagan wanted someone who would work to strip them away. Had Greenspan not been available for the job, there were plenty of others able and willing to assume the deregulation mantle. The problem was not so much Greenspan as the deregulatory ideology that had taken hold (STIGLITZ, 2010, pág.xvii).

Ou seja, aqui Stiglitz diz que a indicação de Greenspan em substituição a Volcker se deveu pelo fato de que Greenspan era comprometido com a política da desregulação, e que esta foi consequência de forças políticas e econômicas – interesses, ideias e ideologias – que vão além de qualquer indivíduo em particular. Ou seja, a crise de 2008 foi resultado da política deliberada do neoliberalismo das últimas décadas e não fruto de inocência ou desconhecimento. Assim, não basta se entender o que levou à crise de 2008, para evitar a possibilidade de nova ocorrência, como preconiza Stiglitz, nos parágrafos anteriores, mas, sim, depende das forças políticas e econômicas que estejam ditando as normas.

Stiglitz aponta que a indicação de Greenspan para o Fed atendeu a interesses de forças políticas e econômicas interessadas na desregulamentação. Mas na verdade esse já era um processo em evolução na própria estrutura financeira

internacional que, de certa forma, estava alcançando autonomia, como um desafio ao dilema de Triffin, ou melhor, como uma consequência, já que não só a quantidade de dólares em circulação era maior do que a capacidade de conversão em ouro pelos EUA, como também a perda da capacidade dos EUA de gerenciar esses dólares, como fica bastante evidente, ainda na gestão de Paul Volcker, quando o Fed encontra dificuldade de controlar a liquidez de mercado através do *discount window*, devido ao mercado de Eurodólares, conforme registrado por Greider:

One other source of new money available to the banks was more important than all the others—the pool of expatriate dollars that the Federal Reserve did not control, the unregulated funds known as the Eurodollar market. For the largest multinational banks, which had ready access through their own foreign branches, Eurodollar borrowing was a fundamental means of evading the Fed's tightening. Chase Manhattan, Citibank, Morgan Guaranty and the others borrowed "off-shore" to finance their own domestic lending, and they also re-lent the funds to regional banks, which didn't have direct access to the Euromarket themselves (GREIDER, 1987, pág.143).

O volume do *Euromarket* (Eurodólares) chegava a 800 bilhões de dólares e não estavam sujeitos a reservas impostas pelo Banco Central ou outra regulação governamental, portanto, fonte atrativa de recursos tanto para bancos americanos como estrangeiros:

The Euromarket pool was as large as \$800 billion, according to an estimate by the Morgan bank. The funds were not subject to reserve requirements imposed by central banks or any other government regulation, and, therefore, the Eurodollar pool was an attractive place for international banks, both foreign and American, and the global corporations to park their money (GREIDER, 1987, pág.143).

A política de Paul Volcker no Fed era controlar a inflação pela regulação da quantidade de dinheiro em circulação, ou seja, pelo controle de M1, pela oferta de dinheiro pelo Fed e requerimento de reservas pelos bancos comerciais. Mas os Eurodólares eram um problema: quando havia escassez de dinheiro e os juros subiam, o mercado era inundado de eurodólares. Quando havia excesso de dinheiro em circulação, havia fuga dos eurodólares:

For the commercial banks, the Eurodollar pool was a safety valve. For the Federal Reserve, it was a huge leak in the plumbing. The money flowed into the American financial system when domestic credit was scarce and interest rates were rising or flowed out again when supply was in excess. The Fed did not control it either way. Even the Fed's experts found it impossible to be precise about how large the leakage from offshore was, but Governor Wallich estimated

the added amount for 1978 at roughly \$50 billion—imported money that, he said, "to all intents and purposes should be viewed as part of the U.S. money supply."

A leakage of \$50 billion could effectively add nearly 15 percent to the size of M-1, the basic aggregate of spending money that was used as the principal measure of the U.S. money supply. The Federal Reserve, in comparison, was attempting to hold M-1 to a growth rate of less than 5 percent. The Fed's technicians tried to reckon with the inflow of Eurodollars and compensate for it. "If we ignore it," Wallich said, "the rate of growth of the total dollar supply, combining the U.S. and the Euromarket, would be rising faster than we think (GREIDER, 1987, pág.143)

Os grandes bancos multinacionais, através de suas subsidiárias no exterior, simplesmente, faziam empréstimo em bancos estrangeiros e reemprestavam às suas matrizes, como no mecanismo explicado no texto seguinte:

The new control on managed liabilities had loopholes and the banks soon discovered them. The October 1979 issue of *World Financial Markets*, published by Morgan Guaranty, explained how corporate borrowers could get around the added cost. Multinationals could borrow from foreign banks, which weren't covered by the new reserve requirement, or they could still borrow from American banks, but with different bookkeeping. "Foreign subsidiaries of U.S. companies could approach banks overseas, including the foreign branches of U.S. banks, for credit and then could re-lend the funds to their U.S. parent companies," the Morgan bank explained. "In this way, domestic borrowers could avoid the cost effects of marginal reserve requirement (GREIDER, 1987, pág.144)".

Stiglitz não deixa de ter razão, quando fala dos motivos da indicação de Greenspan, mas, quando se fala em regulamentação do mercado financeiro, tem-se, na verdade, a conjugação de fatores, que tem de ser compreendida: o primeiro é a desregulamentação por motivação ideológica, como já abordada acima. O segundo fator é a mobilidade do capital, como o do formado pelos eurodólares, que se movem livremente pelo mundo, livres de regulamentação. Esse capital, como visto acima, cria, inclusive, dificuldades para Fed na condução da política monetária dos Estados Unidos. E o terceiro é a mudança na estrutura bancária, a partir dos anos 1970, quando os bancos passaram de geradores e guardadores de títulos, a geradores e distribuidores desses títulos, através do processo de securitização, e a criação da securitização de produtos financeiros estruturados (inovação financeira), conforme demonstrado por Charles e Fontana (2011):

There is no doubt that at the heart of the financialisation process of the last three to four decades there are two main interconnected

developments. First, there is the replacement of the 'originate and hold' banking model with the 'originate and distribute' banking model. Second, there is the securitization process of structured finance products, which in different forms and shapes has interested the most advanced countries in the world either directly, like in the case of the USA and the UK, or indirectly, like in the case of Germany. These two interconnected developments have dramatically changed the role and nature of banks and financial markets in modern economies, putting the financial sector in the front line of the quest for economic growth, but finally led to the current financial crisis and the great recession (CHARLIE; FONTANA, 2011, pág.101)

Stiglitz (2010) afirma que depois da Grande Depressão se conseguiu criar uma estrutura regulatória que serviu bem por meio século, e manifesta sua esperança de que isso possa ser feito novamente. Mas, simplesmente, repor a regulação que foi removida nas últimas décadas em nome do livre mercado não basta. É preciso uma regulação que também dê conta dos atuais desafios lançados pela inovação financeira, principalmente, no que tange aos desafios lançados pela velocidade das mudanças, cuja dinâmica a lei, inerentemente estática, não consegue acompanhar com facilidade.

Foi no contexto dessa mudança ideológica orientada pelo discurso do livre mercado, que se processou a desregulamentação, que, em paralelo com a inovação financeira e a política de juros baixos sustentados pelo Fed, na gestão de Alan Greenspan, formou-se o ambiente político e econômico propício ao desenvolvimento da bolha imobiliária americana, que levou à crise econômica e financeira mundial de 2008-2009.

Hyman P. Minsky foi esquecido por muito tempo. Talvez por conveniência. Afinal havia muita gente lucrando com a ciranda financeira. Ou, talvez, nunca tenha recebido a devida atenção, como chama atenção o artigo de John Cassidy (2008):

Twenty-five years ago, when most economists were extolling the virtues of financial deregulation and innovation, a maverick named Hyman P. Minsky maintained a more negative view of Wall Street; in fact, he noted that bankers, traders, and other financiers periodically played the role of arsonists, setting the entire economy ablaze. Wall Street encouraged businesses and individuals to take on too much risk, he believed, generating ruinous boom-and-bust cycles. The only way to break this pattern was for the government to step in and regulate the moneymen (CASSIDY, 2008).

Cassidy (2008) argumenta que muitos dos colegas de Minsky consideravam sua “hipótese de instabilidade financeira” como radical, senão maluca. Mas que hoje com a crise do *subprime* se metamorfoseando em uma recessão, as referências a Minsky em sites financeiros e nos relatórios dos analistas de Wall Street se tornaram comuns. E ressalta que vale a pena revisar as hipóteses de Minsky. Da mesma forma Weise e Barbera (2010) argumentam que:

Seeking a way of understanding the current financial market crisis-cum-recession, a number of authors (e.g. Kregel, 2007, Leamer, 2007, Whalen, 2007, Wray, 2007) have argued for a reconsideration of the works of Hyman Minsky (WEISE; BARBERA, 2010, pág. 215).

Justifica-se, portanto, a revisão da hipótese da instabilidade financeira de Minsky no intento de compreender a crise econômica e financeira mundial de 2008-2009. Minsky (1992) afirma que a hipótese da instabilidade financeira tem tanto aspectos teóricos como empíricos. O aspecto da observação empírica imediata é que, de tempo em tempo, as economias capitalistas apresentam inflações e deflações de dívidas que parecem ter o potencial de sair de controle. Em tais processos as reações dos sistemas econômicos são no sentido de ampliar os movimentos, onde inflação alimenta inflação e deflação da dívida alimenta a deflação da dívida. Intervenções do governo como o objetivo de conter a deterioração têm sido ineptas em algumas das crises históricas. Esses episódios históricos são evidências de que a economia nem sempre se conforma com as percepções clássicas de Smith e Walras: “elas implicam que a economia pode ser melhor entendida, assumindo-se que a economia está constantemente buscando o equilíbrio, sustentando o sistema” (MINSKY, 1992, pág. 1).

Como teoria econômica, a hipótese da instabilidade financeira é uma interpretação fundamental da Teoria Geral de Keynes. Esta interpretação coloca a Teoria Geral na história, já que ela foi escrita no início dos anos 1930, quando a grande contração financeira e real dos Estados Unidos e outras economias capitalistas daquele tempo faziam parte da evidencia que a teoria objetivava explicar. A argumentação teórica da hipótese da instabilidade financeira começa com a caracterização da economia como economia capitalista com ativos de capital expansivos e sofisticado e complexo sistema financeiro (MINSKY, 1992, pag. 2).

A argumentação de Minsky (1992) é no sentido de que as economias capitalistas têm uma inerente tendência ao desenvolvimento de instabilidades, que culminam em severas crises econômicas, causada pela acumulação de dívidas. Nos bons tempos as empresas que atuam em áreas lucrativas da economia são recompensadas por elevarem seu nível de endividamento. Quanto mais empréstimos uma empresa contrai, quanto mais lucro parece ter. Os lucros crescentes atraem outros empreendedores para o ramo de atividade e também são estimulados a elevar seu nível de endividamento. Como a economia está indo bem e a saúde financeira dos tomadores de empréstimo mostra melhoras nítidas, os emprestadores se tornam cada vez mais ávidos por emprestar. Com o tempo o ritmo de acumulação da dívida começa a aumentar mais rapidamente do que a capacidade dos tomadores de empréstimo de amortizarem os juros das dívidas. Nesse estágio os mecanismos da recessão econômica entram em funcionamento (SHOSTAK, 2009).

Segundo Shostak (2009), Minsky faz uma distinção entre três tipos de tomadores de empréstimo:

O primeiro tipo ele rotula de mutuários *hedge*, que são aqueles capazes de amortizar todas as parcelas de suas dívidas por meio de seu fluxo de caixa.

O segundo tipo são os mutuários especulativos, que são aqueles que conseguem pagar os juros, mas que precisam rolar constantemente sua dívida para conseguir quitar o empréstimo original.

Finalmente, o terceiro grupo de mutuários é rotulado por Minsky de mutuários *Ponzi*; esses não são capazes de pagar nem os juros nem o principal. Tais mutuários dependem da apreciação do valor de seus ativos para poderem refinar suas dívidas (Shostak, 2009).

Segundo Minsky (1992):

It can be shown that if hedge financing dominates, then the economy may well be an equilibrium seeking and containing system. In contrast, the greater the weight of speculative and Ponzi finance, the greater the likelihood that the economy is a deviation amplifying system. The first theorem of the financial instability hypothesis is that the economy has financing regimes under which it is stable and financing regimes in which it is unstable. The second theorem of the financial instability hypothesis is that over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system (MINSKY, 1992, pág.7).

Neste sistema, em um prolongado período de bons tempos, as economias capitalistas tendem a se mover de uma estrutura financeira dominada por unidades de financiamentos *hedge* para uma estrutura largamente dominada por unidades envolvidas em financiamentos especulativos e *ponzi*. Além disso, uma economia dominada por uma estrutura financeira especulativa é um estado inflacionário. Então, as autoridades tentam exorcizar a inflação por apertos monetários. Ai as unidades especulativas, rapidamente, se tornam unidades *ponzi* e as unidades *ponzi* anteriores tentam a evaporar. Conseqüentemente, unidades com dificuldade de caixa são forçadas a vender ativos para honrar seus compromissos, o que pode levar ao colapso do valor dos ativos (MINSKY, 1992, pág. 8).

Assim a hipótese da instabilidade financeira é um modelo de uma economia capitalista que não depende de choques exógenos para gerar ciclos econômicos severos. A hipótese sustenta que os ciclos econômicos da história são gerados a partir da dinâmica interna das economias capitalistas e que os sistemas de regulação e intervenções são projetados para manter a economia operando em limites razoáveis (MINSKY, 1992, pág. 8).

A securitização também exerceu importante papel na geração da crise econômica e financeira mundial de 2008-2009. Minsky (1987) argumenta que a securitização implica que não há mais limites para bancos criarem créditos. Como também a securitização diminui o peso do poder do banco central sobre a estrutura financeira que ele deve proteger. Um aumento na taxa de juros pode significar que os detentores desses títulos tenham de vender posições para fazer posição, o que pode levar a uma drástica redução do valor desses títulos (securities):

Securitization implies that there is no limit to bank initiative in *creating* credits for there is no recourse to bank capital, and because the credits do not absorb high-powered money [bank reserves]. Both capital and reserve absorption may occur at the initiating stage of the credit [before the securities can be created and sold]. This has led to the terminology of "bridge financing." [But once the securities are moved off the bank balance sheet, neither capital nor reserves is leveraged any longer.] Securitization lowers the weight of that part of the financing structure that the central bank (Federal Reserve in the United States) is committed to protect. A need by holders of securities who are committed to protect the market value of their assets (such as mutual or money market funds, or trustees for pension funds) may mean that a rise in interest rates will lead to a

need by holders to make position by selling position, which can lead to a drastic fall in the price of the securities (MINSKY, 1987, pág. 3)

Apesar da massiva recorrência a Minsky para explicar a crise econômica e financeira de 2008-2009, há autores que discordam dessa interpretação. Kregel (2008) comenta que muitos comentaristas tem notado a relevância da hipótese da fragilidade financeira de Minsky para se entender a crise do sistema financeiro dos países desenvolvidos (crise de 2008-2009). Ele diz que Minsky tem aparecido nas páginas da tradicional mídia financeira, como na Economist, no Wall Street Journal e Financial Times, onde ele é descrito como o “obscuro economista” que identificou as “finanças *ponzi*”, altamente especulativas, como fatores subjacentes de tais crises. Mas ele diz que finança *ponzi* não é a mais importante contribuição de Minsky para o entendimento da lógica da repetição das crises financeiras no capitalismo:

[...] His analysis was based on the idea of endogenous instability—that stability in the economic system generates behaviors that produce fragility, and increasing fragility makes the system more prone to an unstable response to change in financial or other conditions that are relevant to the return on investment projects. Minsky expressed this idea in terms of a declining “margin” or “cushion” of safety in financial transactions and an increase in financial leverage that he called “layering.” However, the current crisis differs in important respects from the traditional analysis of a Minsky crisis. These differences have had a significant impact on the way the crisis has evolved (KREGEL, 2008, pág.7)

Kregel (2008) diz que a principal contribuição de Minsky para a descrição desses eventos (crises) foi apontar que eles são inevitáveis, no sentido de que prolongados períodos de estabilidade econômica produzem crescente fragilidade financeira, que é, comumente, descrita como um processo endógeno de criação de fragilidade financeira como uma euforia ou bolha mania. Mas Minsky sempre manteve os banqueiros, que são, geralmente, melhor informados sobre as condições do mercado, e são potenciais competidores, inerentemente, céticos sobre as estimativas futuras de fluxo de caixa dos tomadores de empréstimo, e, assim, insistem em margens de segurança. Ou seja, os banqueiros não são nem ingênuos, nem irracionais. Assim um processo evolucionário endógeno que leve à redução das margens

de segurança deve ser baseado em algo maior que euforia ou expectativas excessivamente otimistas (KREGEL, 2008, pág. 8).

Sobre a crise *subprime*, Kregel (2008) diz que ela difere muito do acima descrito. Ele diz que a crise financeira mundial de 2008-2009 foi resultado da desregulação do sistema bancário a partir dos anos 1980, que permitiu aos bancos passarem a exercer todo tipo de atividade financeira, e permitiu aos bancos passarem do sistema “gera e segura” (securities), para o sistema “gera e distribui”, no qual o banco não tem mais interesse na avaliação de crédito dos tomadores de empréstimos, como fica claro no texto abaixo:

This system has produced a new form of bank operations now known as “originate and distribute,” in which the bank seeks to maximize its fee and commission income from originating assets, managing those assets in off balance-sheet affiliate structures, underwriting the primary distribution of securities collateralized with those assets, and servicing them.⁷ Under this system, the banker has no interest in credit evaluation, since the interest and principal on the loans originated will be repaid to the final buyers of the collateralized assets. The deterioration in cushions of safety caused by the evolution of the bank’s evaluation of the borrower’s credit risk through periods of stability plays no role here. The bank is only interested in its ability to sell the asset it has originated in order to earn a fee or commission, not to hold the asset in its loan book for a return determined by the net interest margin (KREGEL, 2008, pág. 11).

3.2 A CRISE ECONÔMICA E FINANCEIRA MUNDIAL DE 2008-2009.

Interessante introduzir este assunto com os ensinamentos do Hyman Minsky (1986) a respeito das atividades de um banco. Ele diz que a função de emprestar do banco envolve três facetas: procurar tomadores de empréstimo, estruturar os empréstimos e supervisionar os tomadores de empréstimo. E, para o banco ter lucro, o empréstimo tem de ser estruturado de forma que o tomador do empréstimo tenha condições de cumprir as obrigações contratuais:

A bank’s lending function has three facets: soliciting borrowers, structuring loans, and supervising borrowers. Bankers, in seeking profits, need to structure the loans they make so that the borrowers are almost always going to fulfill their contractual obligations. Before a banker lends, he needs to have a clear vision of how the borrower will operate in the economy to get the money to repay the loan (MINSKY, 1986, pág.259).

Segundo Minsky, um banco, quando fazia um empréstimo, tinha de fazer uma análise da situação financeira do tomador de empréstimo, para ter a segurança de que iria receber o dinheiro de volta, de acordo com o contrato. Nesta modalidade de negócios, quando um banco financiava uma casa, por exemplo, para um mutuário, a casa ficava hipotecada até o final do pagamento de todas as prestações, ou quitação final do empréstimo. O banco segurava essa hipoteca pelo tempo do empréstimo, por exemplo, por dez ou vinte anos. Então o banco tinha de se assegurar da capacidade do comprador cumprir suas obrigações. Nas palavras de Roubini e Mihm:

Havia várias décadas, os bancos que faziam empréstimos – especialmente financiamentos de casas – operavam segundo o modelo chamado “originar e manter em carteira”. Compradores potenciais de casas solicitavam um financiamento, o banco emprestava o dinheiro e, então, recebia os pagamentos do principal e dos juros. O banco que originava a hipoteca a mantinha em carteira própria; era uma transação estreitamente entre o proprietário o banco (ROUBINI; MIHM, 2010, pág. 74).

No entanto, esse cenário não faz mais parte do mundo dos bancos dos tempos atuais. A securitização, um processo em que se agrupa determinado número de hipotecas e as vende a investidores, em qualquer lugar, alterou esse processo. Com a securitização, o banco não segura mais uma hipoteca por dez ou vinte anos. Isso se tornou possível pela inovação financeira introduzida no mercado imobiliário nos anos 1970:

[...] A inovação financeira mudou isso. Na década de 1970, a Government National Mortgage Association (mais conhecida como Ginnie Mae) criou um instrumento financeiro garantido por hipotecas.⁴ Na prática, isso significava que a Ginnie Mae agrupava um lote de hipotecas que ela originava e em seguida emitia títulos de crédito lastreados nele. Consequentemente, em vez de esperar trinta anos para recuperar o financiamento, a Ginnie Mae poderia receber o montante total adiantado, obtido junto aos compradores desses títulos. Por sua vez, os investidores que compravam os títulos recebiam parte das receitas resultantes dos pagamentos feitos pelos milhares de proprietários que amortizavam seus financiamentos.

Isso foi revolucionário. Graças ao que rapidamente foi chamado de securitização, ativos ilíquidos, como hipotecas, poderiam ser reunidos e transformados em ativos líquidos negociáveis no mercado aberto. Esses novos instrumentos tinham um nome: títulos lastreados por hipotecas (*mortgage-backed securities* — MBSs). Com o decorrer do tempo, outras agendas governamentais, como a Freddie Mac e a Fannie Mae, também entraram para o ramo de securitização. Assim fizeram ainda os bancos de investimento, as corretoras de valores e até as construtoras, todos eles reunindo grandes números de hipotecas em lotes ainda mais lucrativos. Os

investidores no mundo inteiro as compraram. Afinal, de acordo com o senso comum, os preços das casas nunca caíam (ROUBINI; MIHM, 2010, pág. 75).

Com a securitização o agente financeiro repassa o risco financeiro ao investidor. Isso implica que ele não precisa mais se preocupar muito com a saúde financeira do mutuário por dez ou vinte anos, conforme bem explicitado por Stiglitz:

As I noted, in the old days (before securitization became fashionable in the 1990s) when banks were banks, they kept the mortgages that they issued. If a borrower defaulted, the bank bore the consequences. If a borrower had trouble—say, he lost his job—the bank could help him along. Banks knew when it paid to extend credit and when it was necessary to foreclose, something they did not do lightly. With securitization, a group of mortgages would be bundled together and sold to investors anywhere. The investors might never have even visited the communities in which the houses were located (STIGLITZ, 2010, pág.90).

Segundo Stiglitz (2010), a securitização oferece a grande vantagem de diversificar os riscos. Ele argumenta que um banco, normalmente, empresta para a comunidade em que está inserido. Então, por exemplo, se uma fábrica fecha, muitas pessoas vão falhar no pagamento de suas hipotecas, e o banco pode até ir à falência. Com a securitização, investidores compram participações de pacotes de hipotecas, e os bancos de investimento podem, inclusive, combinar múltiplos pacotes de hipotecas, diversificando, ainda mais, os riscos para os investidores. Isso porque se supõe, pela lógica, que hipotecas em lugares díspares não fossem sofrer problemas ao mesmo tempo, como o fechamento de uma fábrica em uma cidade. Mesmo assim, persistem riscos. Ele diz que há muitas circunstâncias em que a diversificação funciona de forma imperfeita, como, por exemplo, uma subida na taxa de juros afeta as hipotecas de todo o país (STIGLITZ, 2010, pág. 90).

Ainda segundo Stiglitz (2010), a securitização criou muitos problemas novos. Uma é a assimetria da informação: o comprador do *security* (título imobiliário), tipicamente, sabe menos do que o banco, ou do que a firma, que originou a hipoteca sabe. Como o originador da hipoteca não arca com as consequências

de suas falhas, o incentivo para fazer uma boa análise de crédito tem sido fortemente atenuado (STIGLITZ, 2010, pág. 91).

Este é um ponto importante de ruptura entre o sistema bancário antigo, no qual Minsky coloca a análise de crédito como função essencial, para o banco ter lucro e sobreviver, e o atual sistema de securitização, na qual a análise de crédito é relaxada porque o que conta não é a qualidade das operações financeiras, mas sim a quantidade. Segundo Roubini e Mihm (2010), à medida que a securitização se tornava lugar-comum, as corretoras de hipotecas, os avaliadores de imóveis hipotecados, os bancos comuns, os bancos de investimentos etc., tinham pouco incentivo para submeter os candidatos a mutuários a uma avaliação cuidadosa:

[...] Os chamados “empréstimos mentirosos” tornaram-se cada vez mais comuns, e os possíveis mutuários mentiam sobre a renda e deixavam de apresentar comprovação escrita de salário. Os mais infames de todos eram os empréstimos “NINJA” [No Income, No Job (and no) Assets.], nos quais os tomadores não tinham nenhuma renda, nenhum emprego nem nenhum ativo (ROUBINI; MIHM, 2010, pág. 77).

Mas não era só uma questão de poucas exigências dos mutuários que inflou a bolha imobiliária. Havia na verdade uma combinação do fator de crédito fácil, juros baixos e a inflação do setor imobiliário (subida dos preços das casas) que alimentava o sistema. Os mutuários, geralmente, pagavam prestações muito baixas, que não cobriam sequer os juros, em um sistema de pagamento de prestações crescentes com o decorrer do tempo. E quando não conseguiam mais pagar suas prestações, renegociavam novo empréstimo (hipoteca) sobre o novo valor da casa, que havia subido de preço, e pagavam as prestações atrasadas e, muitas vezes, ainda sobrava dinheiro. Era um sistema no qual se pagava a dívida antiga com novos empréstimos, à semelhança dos esquemas Ponzi descrito por Minsky, onde dívidas são pagas com novos empréstimos (1986), conforme ilustrado por Stiglitz:

Low interest rates and lax regulations fed the housing bubble. As housing prices soared, homeowners could take money out of their houses. These mortgage equity withdrawals—which in one year hit \$975 billion, or more than 7 percent of GDP³ (gross domestic product, the standard measure of the sum of all the goods and services produced in the economy)—allowed borrowers to make a down payment on a new car and still have some equity left over for retirement. But all of this borrowing was predicated on the risky

assumption that housing prices would continue to go up, or at least not fall (STIGLITZ, 2010, pág.2)

Evidentemente essa bolha iria estourar em algum momento, apesar de muitas declarações em contrário, de personalidades, como o presidente do Fed, Alan Greenspan, e outras personalidades importantes do mundo político e financeiro.

As long as housing prices kept rising, everything looked fine and the Ponzi scheme kept rolling. There were few defaults, mortgage-backed securities yielded high returns, and funds continued to pour into the housing market. Some economists, including yours truly, warned that there was a major housing bubble, and that its bursting would pose serious risks to the economy. But authoritative figures declared otherwise. Alan Greenspan, in particular, declared that any major decline in home prices would be "most unlikely." There might, he conceded, be some "froth" in local housing markets, but there wasn't a national bubble (KRUGMAN, 2009, pág.150).

A questão já não era mais se a bolha iria, ou não, estourar, mas, sim, quando? Em meados de 2006, esse processo começou a se reverter com a tendência de alta dos juros promovida pelo Fed, e o aumento da inadimplência no mercado imobiliário, principalmente no setor *sub-prime*, devido ao alto nível de desemprego e clima recessivo americano.

Quando se fala no estouro da bolha imobiliária americana e da crise financeira de 2008-2009, geralmente se pensa na queda do Lehman Brothers nos Estados Unidos, em Agosto de 2008. Mas a queda do Lehman foi apenas um marco importante no desencadear de um longo processo. Como muito bem explicitado por Lynn:

The credit crunch had in truth been building for more than a year. It started, strangely enough, not on Wall Street or in the City of London, but in Paris, in the summery of 2007. A hedge fund managed by the French bank BNP Paribas suddenly stopped redemptions by its investors. The problem? It couldn't get prices for many of the exotic, highly complex financial instruments the fund traded. Bits of paper that had been easy to trade one day no longer had any buyers, and if there weren't any buyers, you couldn't put a price on them. The European Central Bank stepped in to unfreeze the market, but, as 2007 turned into 2008, nothing seemed to work. In the financial markets, an atmosphere of mutual suspicion started to build up, as banks increasingly refused to trade with one another (LYNN, 2011, pág.95).

Roubini e Mihm (2010) comentam que “em agosto e setembro de 2007 a inquietação era crescente”. “Naquele momento, a crise do mercado de alto

risco estava a todo o vapor, alimentada por crescentes inadimplências e retomada de imóveis pelos credores”. Os emprestadores de hipoteca *sub-prime* nos Estados Unidos continuam a quebrar, inclusive a gigante *American Home Mortgage*. Os spreads de crédito para as empresas aumentam bruscamente. Com a corrida aos fundos do BNP Paribas, na França, aumenta a percepção de que as coisas estavam fora de controle. Como resultado o mercado interbancário começa a se contrair e o Spread entre a LIBOR e as taxas cobradas pelos bancos centrais da Europa disparam. Isso era fora do comum, e assinalava que a liquidez dos mercados overnight havia, praticamente, secado (ROUBINI; MIHM, 2010, pág.111).

Os bancos centrais correram em socorro. Em 09 de agosto, o Baco Central Europeu injetou 94,8 bilhões de Euros no mercado e o Fed dos Estados Unidos injetou 60 bilhões de dólares. Essas infusões ajudaram a diminuir o spread da LIBOR, mas ele começou a aumentar de novo em novembro e dezembro à medida que as perdas dos bancos aumentam, os preços das ações desabam e o pânico se generaliza (ROUBINI; MIHM, 2010, pág. 112).

Em março de 2008 o banco de investimento Bear Stearns entra em colapso e é vendido ao JP Morgan Chase, com a interferência do Fed, que comprou 29 bilhões de dólares de títulos podres do Bear Stearns, para viabilizar sua venda. Segundo Roubini e Mihm,

No caso do Bear Stearns, o Fed considerou essa intervenção necessária: a firma havia sido um grande operador na venda de swaps de risco de credito para uma variedade de ativos arriscados detidos por outros bancos e investidores. Sua falência anularia esses contratos de seguro, potencialmente detonando uma "inadimplência de derivativos" em todo o sistema financeiro mundial (ROUBINI; MIHM, 2010, pág.121).

Mas a interferência do Fed foi além de sua interferência na venda do Bear Stearns. O Federal Reserve começou a trocar títulos do Tesouro líquidos por ativos ilíquidos, que comprometiam os balanços dos bancos de investimento. Como também criou uma linha de crédito especial, a *Primery Dealer Credit Facility* (PDCF), que dava aos bancos de investimento acesso em termos overnight, à semelhança do *discount window*. E também criou o *Term Securities Lending Facility* (TSLF), que aceitava como garantia vários títulos

como garantia, incluindo títulos hipotecários *sub-prime*, por um período de até um mês. Isso dava aos bancos de investimento acesso aos empréstimos de última instância do Fed, pela primeira vez desde a Grande Depressão dos anos 1930 (ROUBINI; MIHM, 2010, pág. 121).

O Fed, depois de evitar a quebra do Bear Stearns, continuou interferindo de modo ativo no mercado, salvando a empresa seguradora AIG (American International Group, Inc.) e as empresas hipotecárias garantidas pelo governo, Fannie Mae e Freddie Mac. Mas deixou ir à falência o banco de investimento Lehman Brothers, criando caos no mercado financeiro.

A queda do Lehman Brothers, em setembro de 2008, foi o marco que definitivamente colocou o sistema financeiro americano e internacional em colapso. Não que sua queda tenha sido a causa da crise, mas sim foi um ponto de inflexão em um processo que estava em curso, e que paralisou todo o sistema de empréstimos interbancários. Segundo Roubini e Mihm,

A falência do Lehman Brothers foi menos uma das causas da crise do que um sintoma de sua gravidade. Afinal de contas, quando o Lehman anunciou que ia abrir falência, em 15 de setembro de 2008, os Estados Unidos estavam atravessando uma grave recessão havia dez meses, e outras economias industriais estavam prestes a entrar em recessão também. O crash imobiliário alcançava seu segundo ano, e os altos preços do petróleo mandavam ondas de choque para a economia global. Cerca de duzentos emprestadores hipotecários não bancários haviam falido e outros setores do sistema bancário paralelo – SIVs e *conduits* — haviam quebrado com a securitização paralisada. Os bancos convencionais estavam com problemas também: seus balanços continuaram a se deteriorar ao longo de 2008, e novos reconhecimentos de perdas contábeis inevitavelmente se seguiram (ROUBINI; MIHM, 2010, pág. 122).

Quando ficou aparente que as ferramentas colocadas em curso pelo Fed não estavam funcionando, outros mecanismos foram ativados, como o plano de resgate econômico, conhecido como *bailout plan*, (Emergency Economic Stabilization Act of 2008), de 700 bilhões de dólares para socorrer o sistema financeiro. Em março de 2009, quando as taxas de juros já estavam se aproximando de zero, tornando a técnica de juros baixos ineficaz como

estímulo a economia, o Fed começou a flexibilização quantitativa, isto é, um mecanismo em que o banco central imprime novo dinheiro e o usa para injetar liquidez no mercado comprando ativos (DOZARK-FRIDERES, 2010).

O Banco Central Europeu (BCE) também reagiu baixando de forma agressiva as taxas de juros, chegando a 1% em maio de 2009, a mais baixa taxa de todos os tempos, como também o BCE começou a aceitar uma variedade de garantias, inclusive *mortgage –backed securitis*, ao emprestar a instituições com problemas. Mas apenas em maio de 2009, o BCE anunciou que iria comprar obrigações hipotecárias de instituições financeiras, para flexibilização quantitativa, enquanto o Fed e Banco da Inglaterra já operavam nessa linha desde março (DOZARK-FRIDERES, 2010).

Foram também adotadas ações coordenadas de medidas macroeconômicas entre as nações ricas, através de seus bancos centrais, para fazer frente à turbulência econômica mundial, como a ressaltada por Gonzáles-Páramo:

On 8 October, the ECB announced a 50 basis point reduction (to 3.75%) in its key policy rate – the interest rate on the main refinancing operation – in a move coordinated with five other major central banks (Bank of Canada, Bank of England, the Federal Reserve, Sveriges Riksbank and Swiss National Bank). The decision to ease monetary conditions in the euro area (and, more generally, at the global level) was warranted by the previous moderation in inflationary pressures and inflationary expectations, partly reflecting weakening economic activity, a marked decline in the prices of energy and other commodities and increasing downside risks to future economic growth, in turn reflecting to a large extent the intensification and broadening of the financial turmoil (GONZÁLES-PÁRAMO, 2009).

O Fed também estabeleceu linhas de swaps com outros bancos centrais, para fornecer dólares em troca de moedas locais, como foi ressaltado por Gonzáles-Páramo e Roubini e Mihm, respectivamente, abaixo:

More specifically, in order to address the concerns of euro area banks on the availability of their funding denominated in US dollars, in December 2007 the ECB agreed with the Federal Reserve System a currency arrangement (swap line) in connection with their US dollar Term Auction Facility (TAF). Under this agreement, two operations with a maturity of one-month amounting to USD 10 billion each were initially conducted, subsequently renewed in January and expanded in mid March to USD 15 billion each, while announcing that the USD funding operation would continue for as long as needed.

The TAF operations proved very successful, as they met with strong demand from market participants and succeeded in mitigating the liquidity shortages in the global term money markets (González-Páramo, 2009).

[...] Ele assim o fez ao abrir as chamadas “swap lines”, as linhas de swaps. Mediante tais acordos, o Fed “trocar dólares pelas moedas de outros bancos centrais”. Isso permite que os outros bancos centrais emprestem dólares a quem, em seus países, esteja precisando da moeda norte-americana. O México, por exemplo, ativou uma linha de swap de 30 bilhões de dólares com o Fed, em abril de 2009. Essa infusão de dinheiro injetou liquidez no mercado de dólares e permitiu a quem devia em moeda norte-americana pagar ou rolar as dívidas (ROUBINI; MIHM, 2010, pág. 167).

De acordo com o Annual Report do Bank for International Settlements – BIS, 2009, a crise global de 2008-2009 se desenvolveu em cinco estágios com variadas intensidades, começando o primeiro estágio com a crise *subprime*, entre junho de 2007 e março de 2008. O segundo estágio, de março a meados de setembro de 2008, culminando com a falência do Lehman Brothers em 15 de setembro, que desencadeou o terceiro estágio, o mais severo, tornando a crise global. O quarto, de outubro de 2008 a meados de março de 2009, marcado pelo ajuste dos mercados, em resposta as intervenções de governo. E o quinto começando em meados de março de 2009, com os primeiros sinais de otimismo dos mercados, apesar de notícias macroeconômicas e financeiras ainda negativas (BIS, 2009).

Prates e Cunha (2011) acrescentam um sexto estágio:

Este artigo propõe a existência de uma sexta fase, que emerge no final de 2009, com a crise soberana da área do euro, associada aos déficits fiscais elevados em quatro países europeus, Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha (o que deu origem ao acrônimo “PIGS”, depois convertido para o politicamente correto “GIPS”), que teve seu primeiro epicentro na Grécia no final de 2009. Essa fase, que se prolonga até abril de 2011, é marcada por dois movimentos no âmbito dos países avançados.

Em primeiro lugar, a evolução da crise na área do euro, que se agravou ao longo do primeiro trimestre de 2010, até o anúncio, em maio desse ano, do pacote de € 110 bilhões para a Grécia, do lançamento do Fundo de Estabilização (de €750 bilhões) e do início da compra de títulos soberanos em poder dos bancos pelo Banco Central Europeu (BCE) nas suas operações de mercado aberto [...]

Em segundo lugar, a fragilidade da recuperação econômica nos países avançados, que resultou na segunda rodada da política de afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*) do Federal Reserve (Fed), a partir de novembro de 2010 [...] (PRATES; CUNHA, 2011, pág. 70).

Como ficou bem demonstrado, ao longo dos anos 2007 a 2009, políticas macroeconômicas expansionistas foram adotadas pelos governos e bancos centrais dos países desenvolvidos para fazer frente à crise. Tais ações começam em agosto de 2007, com a injeção conjunta de bilhões de dólares nos Estados Unidos e de bilhões de Euros na Europa, depois da crise do BNP Paribas, de Paris, e se seguiram tanto nos Estados Unidos e quanto na Europa com a injeção de liquidez na economia e o salvamento de bancos e políticas fiscais expansionistas etc. Políticas parecidas foram adotadas pelas economias emergentes estáveis, como por exemplo, Brasil, China etc. Entretanto, muitas economias emergentes e países pobres ficaram necessitaram da ajuda do FMI, como será visto na seção seguinte.

3.3 O FMI NO SOCORRO AOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO, NA CRISE ECONÔMICA E FINANCEIRA DE 2008/2009.

Os países desenvolvidos, naturalmente, têm recursos para estimular suas economias, mas isso não acontece nos países em desenvolvimento, especialmente, os mais pobres. Então entra em cena o já famoso FMI. Segundo Roubini e Mihm (2010), o FMI entra em cena, como prestador de última instância, para ajudar diversos países. Esse apoio veio em duas linhas de crédito: a mais tradicional, *Stand-By Arrangement* (SBA), que foi concedido a catorze países, sendo os mais beneficiados a Hungria, a Ucrânia e o Paquistão, na forma dos apoios dados aos mercados emergentes, empréstimos condicionados a reformas econômicas. O México, a Polônia e a Colômbia, países estáveis e com um respeitável histórico de reformas financeiras, foram beneficiados com as linhas incondicionais de crédito, as chamadas *Flexible Credit Lines* (FCLs), que serviram como linhas de crédito preventivas ou profiláticas. Segundo Roubini e Mihm, a escala desses empréstimos foi extraordinária:

A escala de todos esses empréstimos foi extraordinária. Até o verão de 2009 o FMI autorizou mais de 50 bilhões de dólares de acordos standby e 78 bilhões de dólares de Flexible Credit Lines. Muitas dessas linhas de crédito ofuscaram os pacotes de salvamento organizados uma década antes. Em 1997, por exemplo, a Coreia do Sul recebeu um aporte de 10 bilhões de dólares para ajudá-la

durante a crise que varria a Ásia naquele momento. Já a Ucrânia, um país cuja economia corresponde a uma fração da Coréia do Sul, recebeu a colossal soma de 16,4 bilhões de dólares em 2008 (ROUBINI; MIHM, 2010, pág.167).

Reinhart e Rogoff (2011) ressaltam a velocidade com que a crise econômica e financeira de 2008-2009 se espalhou pelo mundo causando recessão, e a ação do FMI como prestador de última instância:

[...] Of course, the crisis of the late 2000s is different in important ways from other post-World War II crises, particularly in the ferocity with which the recession spread globally, starting in the fourth quarter of 2008. The "sudden stop" in global financing rapidly extended to small- and medium-sized businesses around the world, with larger businesses able to obtain financing only at much dearer terms than before. The governments of emerging markets are similarly experiencing stress, although as of mid-2009 sovereign credit spreads had substantially narrowed in the wake of massive support by rich countries for the International Monetary Fund (IMF), which we alluded to in the previous chapter¹

1. The IMF, of course, is effectively the global lender of last resort for emerging markets, which typically face severe strains in floating new debt during a crisis. Given the quadrupling of IMF resources agreed to at the April 2, 2009, London meeting of the Group of 20 heads of state (including those of the largest rich countries and the major emerging markets), world market panic about the risks of sovereign default have notably abated. The IMF guarantees apply only to government debt, however, and risk spreads on the corporate debt of emerging markets remain elevated as of mid-2009, with rates of corporate default continuing to rise. It remains to be seen to what extent, if any, these debt problems will spill over to governments through bailouts, as they often have in the past (REINHART; ROGOFF, 2011, pág. 240).

Stiglitz (2010) diz que os países do Leste Europeu tinham muitos problemas e os países do Oeste Europeu não sabiam muito bem como lidar com eles, então, delegam a questão ao FMI. Ele comenta que na reunião dos G-20, em Londres, em abril de 2009, foram providenciados fundos adicionais ao FMI, para socorrer os países em desenvolvimento, principalmente os pobres do Leste Europeu, e comenta:

The choice of the IMF as the institution to deliver the money was itself problematic. **Not only had the IMF done very little to prevent the crisis, but also it had pushed deregulatory policies, including capital and financial market liberalization, that contributed to the creation of the crisis and to its rapid spread around the world** (STIGLITZ, 2011, pág.214, grifo nosso).

Segundo Stiglitz, as boas notícias foram que, com o apontamento de Dominique Strauss Kahn como diretor gerente e o fim da crise, o FMI começou a reformar a sua macropolítica de empréstimos. Por exemplo, quando a Islândia pediu assistência ao FMI, ela foi autorizada a fazer controle de capitais e a manter déficit orçamentário, pelo menos nos primeiros anos do programa. Ele diz que, finalmente, o FMI reconheceu a necessidade de macro políticas keynesianas. Diz que o diretor do FMI falava abertamente do risco de remoção prematura dos estímulos, e da necessidade de se focar na manutenção dos empregos (STIGLITZ, 2011, pág. 215).

Rogoff (2010) também chama atenção para o encontro dos presidentes dos G-20, em Londres, em abril de 2009, quando foram quadruplicados os fundos do FMI, para instar a Instituição a prevenir o contágio da crise para as economias emergentes:

[...] The historic April 2009 meeting of the G-20 leaders in London assigned the IMF a pivotal role in stemming the global financial crisis and pledged a massive quadrupling of its resources. **G-20 presidents urged the IMF to prevent the crisis from infecting developing countries and emerging markets. A clear subtext to their message was that world leaders wanted the IMF to be generous and forthcoming with its resources, lending now and asking questions later.** At the same time, the IMF was charged with taking a more forceful role in global macroeconomic surveillance, and a supporting (albeit ill-defined) role in financial market regulation. Now, with the IMF returning to Europe after a nearly three-decade hiatus (Portugal had a program in the early 1980s), an institution that had so recently been dormant has come to take perhaps the largest role on the world stage it has ever had (ROGOFF, 2010, griffo nosso)

Esse foi um período relativamente tranquilo de atuação do FMI, sem gerar os protestos costumeiros, como também as condicionalidades foram abrandadas devido à urgência de atendimento a esses países pela caótica situação financeira internacional gerada na crise econômica e financeira de 2008-2009. Nesse contexto, Rogoff (2010), destaque na citação acima, diz que a mensagem subliminar dos líderes do mundo era para que o FMI fosse generoso e aberto com seus recursos, emprestar agora, e deixar as perguntas depois.

O FMI introduziu mudanças em suas políticas de empréstimo que facilitaram a ajuda aos países em desenvolvimento, como já foi realçado acima, por Roubini e Mihm (2010), que transformou o FMI, definitivamente, em prestador de

última instância. Em 13 de março de 2009, foi apresentado o “*GRA Lending Toolkit and Conditionality: Reform Proposals*” (ver anexo 03). Em quatro de março o Conselho Executivo do Fundo Monetário Internacional (FMI) aprova as reformas propostas para reforçar a capacidade do FMI de prevenir e resolver crises (ver anexo 04).

Segundo o que foi publicado no “*Review of Recente Crisis Programs*” de setembro de 2009, no período entre setembro de 2008 e julho de 2009, 15 países receberam ajuda pelo *Stand-by Arrangments* (SBAs) e três foram beneficiados pela Linha de Crédito Flexível (FCL):

Scope. This paper reviews the emerging market programs put in place in response to the current financial crisis. (A forthcoming paper will review the recent experience in low-income countries.) The report covers 15 Stand-By Arrangements (SBAs) approved by the IMF between September 2008 and early July 2009. The programs are concentrated in Europe and the CIS region (Armenia, Belarus, Bosnia & Herzegovina, Georgia, Hungary, Iceland, Latvia, Romania, Serbia, and Ukraine). Other cases covered are Pakistan, Mongolia, and the precautionary (i.e., nondisbursing) SBAs with Costa Rica, El Salvador, and Guatemala. Because the focus here is on the policies pursued under Fund-supported programs, the three countries (Mexico, Poland, and Colombia) that have access to Fund resources under the new Flexible Credit Line (FCL), which does not involve an economic program monitored by the Fund, are not the focus of this paper (IMF, 2009).

E muitos desses programas de ajuda já foram beneficiados pelas reformas aprovadas em 24 e março pelo Conselho Executivo, conforme fica claro na transcrição do *Review of Recent Crisis Programs* do FMI reproduzido abaixo.

Box 1. Role of the Fund in Emerging Markets during the crisis

The Fund has increased its resources and overhauled its lending framework to assist countries facing external financing pressures in the current crisis.

Resources. Borrowed resources are to be increased by up to \$500 billion, initially via bilateral borrowing agreements and note issuances, and eventually through the expansion of the New Arrangements to Borrow. A large allocation of Special Drawing Rights (SDRs) has also been implemented, injecting \$250 billion of liquidity into the global

economy, of which some \$100 billion is available to developing and middle-income countries.

Lending framework. On March 24, 2009, the Fund established the FCL—a flexible credit line of 6 to 12 months' duration, with unlimited renewability and uncapped access—for countries with very strong fundamentals, policies, and track record of policy implementation, and not entailing traditional policy conditionality. The conditionality framework was modernized to ensure better tailoring of policy conditions to country circumstances (structural performance criteria were discontinued and structural policies are to be monitored in a holistic fashion in the context of program reviews). The SBA was made more flexible to provide countries with a high- and frontloaded-access precautionary instrument, and greater flexibility in the frequency of purchases was introduced. Moreover, access limits were doubled and the criteria for approving exceptional access arrangements were simplified and clarified (IMI, 2009b).

Como já se comentou acima, a atuação do FMI, durante a crise financeira mundial 2008-2009, se caracterizou pelo fornecimento de recursos aos países em dificuldades financeiras, assemelhando-se bastante à sua atuação durante a vigência do Sistema Breton Woods e da crise do petróleo dos anos 1970, quando o FMI atuou como prestador de última instância, fornecendo liquidez aos países necessitados de recursos. No entanto, no caso específico da Grécia, país periférico da zona do euro, em crise financeira, o FMI voltou à prática de sua macropolítica contracionista, que lhe gerou tantas críticas nas décadas anteriores e início desta década, como se verá no capítulo seguinte.

4. A ATUAÇÃO DA UNIÃO EUROPEIA E DO FMI NA CRISE DA GRÉCIA

Apenas para recapitular o que já foi explanado na introdução, neste capítulo, analisa-se como o desdobramento da crise econômica e financeira mundial de 2008-2009 gerou um cenário mundial recessivo, com aumentos dos *déficits* públicos, em quase todos os países do mundo, produzindo reflexos para a economia europeia, principalmente, para países periféricos já endividados como Espanha, Itália, Portugal, Grécia, Irlanda etc. Foi dada atenção especial à Grécia, por ser o primeiro país a recorrer à ajuda da União Europeia e do FMI e ser o país pivô a desencadear a crise na zona do euro. Neste contexto se apresenta uma análise da atuação da União Europeia e do FMI no socorro prestado à Grécia, com atenção às condições das políticas econômicas postas em prática no país, estabelecendo-se comparações com as condições impostas pelo FMI aos países em desenvolvimento e em crise financeira no passado.

4.1 PANORAMA POLÍTICO-ECONÔMICO DA GRÉCIA.

A introdução deste capítulo com as declarações indignadas de ex-primeiro ministro da Grécia, George Papandreou, à Christiane Amanpour, da rede de televisão CNN, em 31 de maio de 2012, dois anos depois da aprovação do pacote de reformas impostas ao seu país pela União Europeia e FMI, se torna interessante porque expõe toda a problemática que um país sob intervenção sofre. Ele afirma que tem muita gente apontando o dedo acusador e moralizador para os gregos como culpados, para desviar a atenção dos outros países problemáticos, dizendo: que vocês gregos são o problema. “Eu diria que nós gregos temos um problema. Nós não somos o problema”. E argumenta: “se nós fossemos o problema, isso seria muito conveniente – expulse a Grécia e tudo bem”. E pergunta: e a Espanha? E a Itália? E Portugal? E toda a zona do euro? “Nós precisamos de mais cooperação e menos simplificação e preconceito”.

E ele continua: “nós temos vivido dois anos de constante insegurança”. E pergunta à repórter:

[...] quem vai investir, deixe-me perguntar, Christiane: você investiria em um país, quando todo dia existem analistas ao redor do mundo dizendo você vai estar ou não vai estar no euro? Isso não pode continuar. São dois anos sem crescimento, dois anos sem investimento, dois anos com pouca confiança dos consumidores, dois anos onde as pessoas têm tirado seu dinheiro dos bancos – isso não pode continuar (Papandreou, 2012).

As palavras de Papandreou, depois de dois anos de austeridade, dizendo que a Grécia está sendo usada para desviar a atenção dos demais, está de certa forma em conformidade com as afirmações de Stiglitz (2010), que afirma que o problema da Grécia serviu para desviar a atenção dos problemas americanos:

[...] The problems in Greece—and the seeming opportunities that Greece's travails provided speculators—**shifted attention away from the problems in America to those in Europe.** I'll discuss these problems later in this afterword. For now, there is only one simple point to make: as markets focused on Europe's problems, the value of the euro sank, from high of \$1.60 in August 2009 to \$1.20 in June 2010; The implication for American exports and competitiveness should be clear: with the euro's value falling 25 percent, suddenly European goods were drastically cheaper. American firms could not respond, at least in the short run, by increasing efficiency or cutting wages. In most competitive industries, much smaller cuts in prices would easily push them into bankruptcy (STIGLITZ, 2011, pág.310, grifo nosso).

Naturalmente que o contexto em que Stiglitz e Papandreou se manifestam se situam em diferentes realidades, mas ambos chamam atenção para o fato de que a Grécia está sendo usada para desviar atenção de outros problemas. No caso de Papandreou a Grécia estaria sendo usada para desviar a atenção dos problemas dos demais países europeus com problemas financeiros a exemplo da Espanha, da Itália e Portugal, enquanto Stiglitz chama atenção para o fato de que enquanto as atenções estão focadas na Grécia, outro problema mais grave estava acontecendo: a desvalorização do euro em relação ao dólar, com consequências para a economia americana, cuja recessão, em suma, acaba se refletindo na economia mundial, já que a exerce forte influência sobre a atividade econômica mundial.

Para contextualizar essa citação de Stiglitz, é necessário esclarecer que ela foi retirada do texto no qual Stiglitz fala da desvalorização do Euro, a exemplo do que ocorreu durante a Grande Depressão, quando desvalorizações competitivas foram usadas para estimular as economias internas. Mas como foi um comportamento comum, como já foi explicitado na introdução deste trabalho, o resultado foi a depressão da economia mundial. A desvalorização do Euro entre 2009 e 2010, teve efeito negativo na economia americana, como fica claro na citação do Stiglitz. E a crise da Grécia, segundo ele, serviu para desviar a atenção desse fato, da mesma forma que Papandreou diz que a Grécia está sendo usada como bode expiatório, em relação aos demais problemas europeus.

Interessante assinalar que o presidente Obama, na reunião dos G8, em 19/05/2012, já havia apelado para que houvesse menos austeridade na Europa. E, em plena efervescência da crise bancária espanhola, em 06/06/2012, enquanto se discute a ajuda bilionária ao setor bancário espanhol, Obama adverte que a constante política de austeridade que se pratica na Espanha não será suficiente para tirar o país da crise atual. E diz que, se os espanhóis comprarem mais, terá efeito positivo sobre a própria Espanha e Europa, que recuperarão confiança e otimismo. Mas, sobretudo, terá uma repercussão muito favorável aos Estados Unidos, que fabricam muitos dos produtos que os espanhóis compram. O que é um claro recado, principalmente, para Angela Merkel (chanceler da Alemanha), que se tem mostrado inflexível em relação a uma política de estímulo ao crescimento (EL PAÍS, 2012).

E Stiglitz diz que a experiência que a Grécia sofreu em 2010, quando foi atacada pelo mercado financeiro, foi muito parecida com os sofridos pelos países em desenvolvimento. Ele afirma que o setor financeiro tem sido salvo ao redor do mundo pelos governos, inclusive pelo governo da Grécia, e agora se voltaram contra os que os salvaram. Diz ainda que nos Estados Unidos a raiva é que agora os bancos dão aula ao governo sobre como a dívida cresceu tanto, devido ao mau comportamento dos bancos. Na Europa eles resolveram morder a mão que os alimentou. Vendo os grandes *déficits* e a necessidade de governos por fundos, alguns do setor financeiro viram a oportunidade de lucro.

Reconhecendo que quando a Grécia¹² viria ao mercado para renovar suas dívidas, ou para financiar seus déficits, ela teria dificuldades para levantar fundos sem pagar juros altos, os bancos, então, venderam títulos a descoberto, apostando na queda do preço dos títulos (Stiglitz, 2011, pág. 322).

Esse posicionamento de Stiglitz de que o ataque à Grécia tenha sido deliberado por especuladores, interessados em lucrar, tirando proveito de um país em dificuldades, e não, como resultado global de investidores individuais, que movidos pela insegurança vendem seus ativos, pode parecer forçada. Mas Matthew Lynn (2011), ao analisar a situação financeira da Irlanda, Portugal e Grécia, chega à conclusão parecida:

The sovereign debt crisis may have focused on a few countries—Greece, most obviously, and soon afterward Spain and Portugal—but it was by no means restricted to those nations. It was like World War I: Most of the heavy fighting might have been in Flanders, but that didn't mean it wasn't a global conflict. **Greece was in that respect simply target practice. Investors were getting more and more worried about the buildup of sovereign debt, and they happened to pick on that country as the place to bring those issues to a head. But they could have picked on any one of a number of countries. Greece just happened to be first** (LYNN, 2011, pág.198, grifo nosso).

4.2 A INTEGRAÇÃO DA GRÉCIA NA UNIÃO EUROPEIA.

Uma vez traçado esse panorama inicial da Grécia, que pode ser captado pelas palavras de Papandreou e dos esclarecimentos do Stiglitz e a respeito de como a Grécia foi atacada pode-se, agora, voltar para uma análise dos fatos a partir integração da Grécia ao Euro até os problemas atuais em curso.

Em 1993, com o critério de convergência ainda recém-escrito, a Comissão Europeia aprovou um plano de convergência que foi apresentado pelo ministro

¹² Os problemas da Grécia eram os mais sérios: a taxa de desemprego era de 10%, e seu déficit era 13,6%, o segundo maior da Europa, depois da Islândia.

de economia da Grécia, Stefanos Manos. Assim começa a saga da Grécia na União Europeia e Euro¹³. Quando o ministro foi questionado por jornalistas se o plano não estava um pouco no lado esperança, Manos insistiu que o plano não era “excessivamente otimista”, que a Grécia estaria pronta para participar plenamente da economia e união monetária em 1997 (Lynn. 2011 pág.45).

Em 1994, o drachma caiu sob ataque especulativo e as taxas de juros foram elevadas até 500% pelo Banco Central na luta para estabilizar a moeda. Isso foi uma medida de curta duração, mas, mesmo depois de as taxas baixarem, somente, para a 26,55%%, um nível duro para encorajar investimentos. O débito público a 110% do GDP foi a principal causa da crise de 1994. Então, como resposta, o ministro das Finanças, Yannis Papantoniou, apresentou um plano de cinco anos para trazer a economia grega em linha com os critérios de convergência do Tratado de Maastricht. O plano previa trazer a inflação a 3.3% em 1999, de um patamar de médio de 10.8% em 1994. O débito público seria reduzido pela venda de bens estatais e combate à evasão fiscal. Plano que, segundo Lynn, os mercados financeiros haviam escutado muitas vezes, e que iriam ouvir muitas vezes mais ao longo dos cinco anos (LYNN, 211, pág. 46).

Interessante notar que o plano previa o combate à evasão fiscal, cujo problema persiste até os dias atuais, como previu Lynn: A Diretora Gerente do FMI, Christine Lagarde, causou polêmica na imprensa, e protestos pela Grécia, quando afirmou, em 26/05/2012, que o grego tem de pagar seus impostos (WELT ONLINE, 2012).

E como mostra uma reportagem do Welt Online de 07/06/2012, a sonegação hoje se situa entre 12% e 15% do produto interno bruto, o que representa de 40 a 45 bilhões de euros anuais. Fato que reforça as palavras de Lagarde:

"Die Steuerflucht in Griechenland erreicht 12 bis 15 Prozent des Bruttosozialprodukts. Das sind 40 bis 45 Milliarden Euro im Jahr. Wenn wir davon auch nur die Hälfte eintreiben könnten, wäre Griechenlands Problem gelöst." Das verlange natürlich politischen

¹³ O Euro só entrou em circulação em janeiro de 2002.

Willen. "Unsere Politiker haben begonnen, das zu verstehen", sagt Lekkas¹⁴ (KÁLNIKY; MOUTSOIRI,2012)

Em 1997, a Grécia sofre novo ataque especulativo, quando o ministro das finanças havia, de forma otimista, apostado na sua eventual associação à moeda comum. Em meio a uma série de ataques no mercado de câmbio, a moeda oscilou e depois depreciou. Em novembro deste ano, o Banco Central foi obrigado a intervir no mercado, gastando dois bilhões e meio de dólares em reservas externas, para escorar a moeda, que estava sofrendo uma onda de vendas, contra o mercado alemão. O banco central teve de elevar as taxas de juros de 10% a 150%, para evitar a queda livre do drachma (LYNN, 211, pág.46).

Lynn (2011) afirma que havia muitas palavras que poderiam ser usadas na definição daquela economia, mas estabilidade não era uma delas. A Grécia ainda era um país à mercê dos mercados de capitais e constantes ataques especulativos. Fato que não chega a surpreender: Reinhart e Rogoff (2011) demonstram que desde o ano 1800 a Grécia passou a metade destes anos em *default*.

Lynn (2011) argumenta que a convergência era muito mais do que simplesmente o câmbio e a taxa de juros. Era também sobre a economia real. E não havia sinais de que a Grécia estivesse se movendo nessa direção, no sentido de se aproximar do padrão europeu. Uma das características da Grécia durante os anos 1990, em sua corrida rumo ao euro, eram os gastos exagerados e o tamanho do estado. Os impostos relativos ao GDP eram de 34.5%, em 1990, abaixo do padrão europeu, mas foram elevados para 40% em 1995 e para 44% em 2004. O *déficit* público, que era de 15% em 1990, foi trazido para o patamar de 6% em 2004, mas ainda acima dos 3% demandados pelo do *Growth and Stability Pact*. Mas o governo grego ainda não havia conseguido o controle do débito público, que cresceu de 74% relativo ao GDP

¹⁴ A sonegação de impostos na Grécia atinge 12 a 15 por cento do produto nacional bruto. Isso são 40 a 50 bilhões de Euros por ano. Se pudéssemos recuperar mesmo a metade deles, a Grécia teria resolvido problema. "Esta disciplina exige vontade política." Nossos políticos já começaram a compreender isso, disse Lekkas. Tradução é nossa. (Lekkas é chefe de investigação fiscal)

em 1990, para 102% em 2004. E não havia sinais de boa vontade do governo no sentido de trazer o *déficit* público sobre controle ou promover o crescimento do país (Lynn, 2011, pág.46).

Ainda segundo Lynn (2011), não havia esforço de modernização, para preparar a economia para sua fusão com a poderosa economia inovativa e tecnológica do norte. Os gastos da Grécia, em 2000, com P&D em relação ao GDP eram de apenas 0.7%, contra 1.9% da média europeia. Em qualquer medida em que você se importava olhar, a Grécia estava ficando para trás, em relação ao padrão dominante nas economias da zona do euro. E ele conclui:

But once it was inside the euro, it wasn't going to be able to compete with countries like Germany by devaluing its currency anymore. Nor could it print money, nor rely on subsidies. It would have to survive by making products the rest of Europe wanted to buy at prices they wanted to pay. If there was a plan for achieving that, the Greeks were keeping it to themselves (LYNN, 2011, pág.48).

E havia muita oposição à admissão da Grécia no euro naquela época, principalmente, na parte da Alemanha, a exemplo dos, então, ministro das finanças, Theo Weigel, e do presidente do Bundesbank, Hans Tietmeyer, como também do presidente do Banco Central Frances, Jean-Claude Trichet. O tratado de Maastricht era bastante rígido, e os critérios de entrada eram rigorosos. O propósito era assegurar que cada economia estivesse madura e suficientemente estável, para lidar com as demandas dos países membros. Todos os governos deveriam ter seus orçamentos sob controle, e a inflação banida de seu sistema. O euro foi desenhado para ser um regime econômico rigoroso. Em uma união monetária, na qual os países têm de estar em posição de seguir seus cursos unidos, principalmente, devem estar aptos para assegurar competitividade e eficiência econômica (LYNN, 2011, pág. 49).

No entanto, no lançamento do euro em 1999, a Itália, Espanha e Portugal foram admitidos, apesar de muitas dúvidas a respeito de estarem realmente prontos. A Grécia foi barrada. Isso foi desapontamento para o *establishment* político e econômico em Atenas. Há uma década a Grécia estava se preparando para esse objetivo, e muitas reformas e esforços haviam sido feitos, apesar de bastante tímidas. E não havia muitos argumentos. O *déficit*

público estava em 16% do GDP e a dívida pública, em mais de 100% do GDP. A inflação ainda não demonstrava controle (Lynn, 2011, pág. 51).

Segundo Lynn (2011), entre 1999 e 2001, algo de misterioso e conveniente aconteceu:

Between 1999 and 2001, something very mysterious—and indeed convenient—happened. The Greek economy completely transformed itself. Just like that.

The budget deficit came down to just 1 percent of GDP. Inflation dropped to just 5 percent. Public debt was still running at around 100 percent of GDP, but at least it wasn't going up as fast as it had been, and since it was now below that of both Italy and Belgium, which were already inside the euro-zone, it was going to have to use that as a reason for keeping Greece on the outside.

In March 2000, Greece formally applied to join the euro. "Today is an historic moment for the country," said Prime Minister Costas Simitis as he submitted the bid. "It opens a new era of security, stability and development."¹³

There wasn't really any reason to hold out anymore. Officials in Brussels or Frankfurt could stare at the numbers as long as they liked but unless they were about to accuse the Greeks of lying they couldn't argue Greece didn't meet the criteria for entry into the euro laid down in the Maastricht Treaty. At a summit in July in Portugal, the European Union's leaders looked at the application and duly approved it (LYNN 2011, pág.51)

E, assim, em 01 janeiro de 2001, a Grécia entra na zona do euro. Em 02 de janeiro, foi declarado feriado público. Atenas estava festejando. Lynn (2011) diz que a ciência econômica pode ter excluído a possibilidade de se obter um almoço gratuito, mas que os gregos tinham acabado de descobrir a coisa mais próxima de uma refeição grátis jamais descoberta. Apoiados, repentinamente, por uma moeda forte, com baixas taxas de juros, decididas em Frankfurt, e com a implícita promessa de que qualquer coisa que comprassem seria, eventualmente, compensada em Bruxelas ou Berlin, a Grécia achou que poderia pegar emprestado o quanto quisesse sem se preocupar com o pagamento (LYNN, 2011, pág. 53).

O primeiro sinal disso foi que no dia três de janeiro, quando o mercado financeiro reabriu, depois do intervalo de natal e ano novo, os títulos gregos estavam em demanda. Em um único dia, foram negociados 2,7 bilhões de euros de títulos da dívida grega, sete vezes a média usual. Investidores que

nem considerariam emprestar em drachma, agora estavam satisfeitos em emprestar em euros. O *spread* entre os títulos gregos e os alemães se aproximou a 55 pontos básicos, o que significa que a Grécia poderia, agora, pegar dinheiro emprestado pagando apenas 0,5 centavos a mais do que o governo alemão. A diferença de risco entre o mais ineficaz dos governos europeus e o mais responsável havia desaparecido da noite para o dia (LYNN, 2011, pág.53).

Mas, segundo Lynn (2011), a economia da Grécia ainda era apoiada numa economia agrícola, dominada pelo estado e controlada por cartéis familiares. E pela alquimia, nunca bem explicada, que transformaria a Grécia em uma economia moderna, dinâmica e competitiva repentinamente. Ele diz que a mesma visão poderia ser ouvida em Portugal, Espanha ou Itália. E depois repetida na Letônia, Eslovênia, Polônia, etc. A associação na moeda comum iria catapultar a modernização em um simples passo. Velhas estruturas econômicas seriam varridas de lado em um simples golpe, e novas criadas da noite para o dia. As duras realidades eram evitadas, para fugir das perguntas difíceis. Se na prática essas indústrias poderiam realmente competir ou não com seus competidores experientes do norte era empurrada para debaixo do tapete. Lynn (2011) diz que essa história já foi vivida muitas vezes. Elites políticas entram em transe com ideias e guiam seus países nessa direção, ignorando os obstáculos no caminho, que, geralmente, levam ao desastre. A Grécia não era uma exceção à regra (LYNN, 2011, 55).

Roubini e Mihm (2010) dizem que na zona do euro o grupo de países conhecidos como PIGS¹⁵ -Portugal, Itália, Grécia e Espanha- está com grandes problemas, cujas dívidas dispararam e a competitividade despencou nos últimos anos. Segundo eles a “adoção do euro permitiu que eles tomassem mais empréstimos e consumissem mais do que antes. O crescimento do crédito suportou o consumismo, mas também trouxe aumento dos salários”. Isso tornou suas exportações menos competitivas, ao mesmo tempo em que uma burocracia excessiva e outros impedimentos estruturais desencorajavam

¹⁵ Muitos autores (e também a imprensa) usam a sigla GIPS – Grécia, Itália, Portugal e Espanha. Pigs, em inglês, significa porcos, o que pode assumir conotação preconceituosa ou pejorativa, fato que se evita com a sigla GIPS.

investimentos em setores de alto valor agregado, mesmo que os salários nestes países estivessem abaixo da União Europeia (ROUBINI; MIHM, 2010, pág.302).

Interessante observar que as palavras de Roubini e Mihm (2010), são a consumação da realidade de que Lynn fala no início do processo de integração, isto é, das falsas promessas de crescimento e modernização, quando estes países, com destaque a Grécia, entraram para o euro. Roubini e Mihm dizem que a União Monetária foi projetada para trazer estabilidade e unidade à Europa, onde os países abriram mão da política monetária e aderiram ao Pacto de Crescimento, que impôs restrições ao tamanho de seus *déficits* fiscais. O que, teoricamente, obrigaria os países a realizar reformas estruturais e os forçaria a uma convergência do desempenho econômico entre si. Mas aconteceu, exatamente, o contrário. Alguns países, como a Alemanha, reduziram seus *déficits* fiscais e melhoraram sua competitividade através da reestruturação de suas empresas, enquanto que na Itália, na Espanha, na Grécia e em Portugal os desequilíbrios fiscais permaneceram altos, e os salários subiram acima da produtividade (Roubini; Mihm, 2010, pág. 303).

Lynn ao falar a respeito do *boom* nos países do “Club Med” afirma que:

The peripheral countries in the euro-zone were known as the “Club Med” countries among economists: Spain, Portugal, Greece, and Italy_ were all on the Mediterranean Sea and were all Latin nations that had developed very differently from the industrial powerhouses of northern Europe. But, as we shall see in the rest of this chapter, once they were inside the euro-zone they started to catch up very quickly. Nowhere was that more true than in Spain (LYNN, 2011, pág.59)

Mas Lynn (2010) afirma que “esse *boom* estava longe de ser equilibrado”. Havia muita gente questionando se esse crescimento era sustentável. A Espanha estava passando por uma massiva bolha de propriedade. Entre 1990 e 2009 os preços das propriedades aumentaram mais que 80%. Os custos do trabalho estavam aumentando todo o tempo, tornando a Espanha cada vez menos competitiva em relação aos seus rivais do norte. Em 2006, o déficit em conta corrente era de 67 bilhões de euros, o segundo maior do mundo, depois dos Estados Unidos. As famílias espanholas estavam se endividando cada vez mais, em níveis cada vez mais perigosos. O seu comprometimento chegou a

115 por cento da renda nacional disponível em 2005. Ele diz que isso parecia uma comédia, mas o dinheiro estava, simplesmente, sendo carregado das economias fortes do norte Europeu para os países periféricos, Espanha, Irlanda, Grécia, Portugal e, em menor escala, para a Itália.

No caso particular da Grécia, segundo Lynn (2011) o endividamento não era tão grande como na Espanha e Irlanda, porque a Grécia não dispunha de uma estrutura financeira desenvolvida, que pudesse oferecer às pessoas comuns cartões de crédito e créditos hipotecários. O que acontecia era que o governo, simplesmente, pegava dinheiro emprestado, para pagar altos salários a funcionários públicos, que não tinha o que fazer. Lynn (2011) diz que quanto mais sofisticada a economia, mais dinheiro influía. No início tudo funcionou muito bem, os juros eram baixos, o mercado de títulos estava satisfeito, e assim estavam os bancos. Mas tudo isso era uma economia fantasiosa criando propriedades fantasiosas.

À medida que os anos passaram, o endividamento foi crescendo. Uma maneira de ilustrar isso era o desequilíbrio do balanço comercial. A Alemanha estava tendo *superávits* mensais de até 13 bilhões de euros, enquanto os países “Club Med” estavam incorrendo em *déficits* cada vez maiores. A exportação da Grécia era de apenas um terço de sua importação. Esse desequilíbrio, na verdade, beneficiou, particularmente, a Alemanha:

You could see that most clearly by looking at the composition of the German trade surplus. After the single currency was introduced, German exports to the rest of the euro-zone, and to the Club Med countries in particular, started to soar. German exports within the euro-zone doubled between the adoption of the euro in 1999 and the end of 2009—German exports to Italy have risen by three quarters and German exports to Greece have gone up by more than 130 percent—so that 40 percent of Germany's exports now go to its European partners (LYNN, 2011, 72).

A zona do euro estava começando a ficar perigosamente em desequilíbrio. Segundo Baldwin e Gros (2010), a política monetária se adequava muito bem ao conjunto, mas os países do antigo bloco do marco alemão (Alemanha, França, Áustria, Países Baixos, Bélgica e Luxemburgo) tendiam a crescimento e inflação abaixo da média, enquanto nos países da periferia estava

acontecendo exatamente o contrário (tabela 2, colunas 4 e 5)¹⁶. A explosão da economia da Grécia, Irlanda e Espanha era acompanhada por aumentos de preços acima da média. O excesso cumulativo da inflação era de 10 pontos percentuais na Irlanda e 8 pontos na Grécia e Espanha. Em Portugal o crescimento era menor, mas a inflação era alta (Baldwin; Gros, 2010).

Table 2. Eurozone policy framework in practice, 2000–2007

	Number of 3% deficit violations	Percentage points of GDP		Percentage points		CER Lisbon rank, 2007	Bank assets as percentage of GDP, 2007
		Cumulative deficit	Cumulative current account	Cumulative inflation above EZ16 rate	Cumulative growth above EZ average		
Austria	1	11.8%	13%	-4.1%	0.014	3	332%
Belgium	0	2.7%	26%	-1.0%	0.002	13	419%
Finland	0	-32.4%	50%	-5.3%	10.5%	5	152%
France	3	21.7%	4%	-3.3%	-0.3%	9	373%
Germany	4	17.7%	26%	-4.2%	-5.3%	8	314%
Greece	8	40.0%	-67%	8.1%	16.6%	19	157%
Ireland	0	-11.9%	-15%	10.0%	31.0%	6	705%
Italy	5	22.9%	-10%	1.0%	-5.5%	23	220%
Luxembourg	0	-18.6%	83%	4.1%	21.2%	12	2443%
Netherlands	1	4.7%	45%	2.4%	0.2%	4	382%
Portugal	4	28.9%	-71%	6.3%	-5.6%	21	240%
Spain	0	-2.3%	-46%	7.6%	11.7%	16	280%

Source: Authors' compilation.

http://www.voxeu.org/reports/EZ_Rescue.pdf

O desenvolvimento assimétrico da produção econômica e da competitividade estava produzindo massivo desequilíbrio na balança de contas correntes:

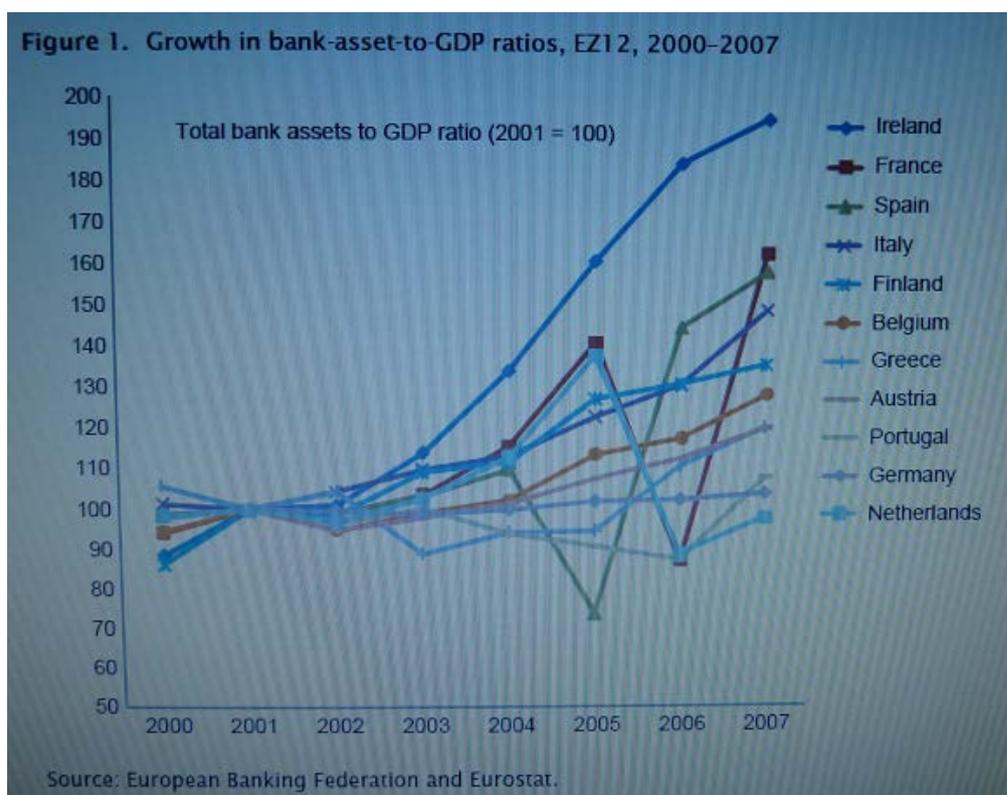
The asymmetric development of economic output and competitiveness Produced massive current account imbalances. While the Eurozone's overall Trade account remained in balance, the GIPS (Greece, Ireland, Portugal and Spain) saw very large deficits offset by the old DM bloc's large surpluses.

This created a massive interconnectedness in the Eurozone; banks' balance sheets in the core nations became stuffed with GIPS debt. To misquote Keynes: If the GIPS owe German banks 1% of their GDP, the GIPS have a problem; if they owe 30% of their GDP, the banks (and Germany) have a problem (BALDWIN; GROS, 2010).

Baldwin e Gros (2010) argumentam que, além dessas falhas estruturais da zona do euro, o sistema regulatório nacional dos bancos e do mercado financeiro também falhou, ainda que tais falhas também tenham ocorrido nos Estados Unidos e outros países da OECD. Eles afirmam que os bancos da

¹⁶ Tabela reproduzida abaixo,

Irlanda, França, Espanha, e Itália expandiram, agressivamente, os empréstimos¹⁷. Na Irlanda, o total dos ativos bancários, como percentual do GDP, subiu de 360% em 2001 para 405% em 2007. Na França esses números eram de 229% para 373%; na Itália de 148% para 220% e na Espanha de 177% para 280%. Eles dizem que isso criou uma fragilidade e interconectividade tão massiva que se tornou um problema macroeconômico, quando a crise global estourou no final de 2008 (ver tabela 2, coluna 7, reproduzida acima) (BALDWIN; GROS, 2010).



http://www.voxeu.org/reports/EZ_Rescue.pdf

Observa-se que Lynn (2011) chama atenção para o fato de que o *déficit* da Grécia cresceu, principalmente, em função dos empréstimos do governo, porque não havia uma estrutura bancária desenvolvida, para expandir o crédito ao setor privado, ao contrário do que aconteceu em países como Espanha e Irlanda. Baldwin e Gros não mencionam esse fato, mas não incluem a Grécia na lista dos países, quando falam da agressividade da expansão dos

¹⁷ Ver gráfico: Fig. 1, reproduzida do paper de Baldwin e Gros (2010).

empréstimos bancários, o que está em linha com a análise de Lynn. Como também pode ser observado no gráfico acima reproduzido. Outro fato que merece ser destacado é que, parafraseando Keynes, Baldwin e Gros afirmam que se os GIPS devem 1% de seu GDP aos bancos alemães, os GIPS têm um problema. Se os GIPS devem 30% de seu GDP os bancos alemães (e Alemanha) têm um problema. Esse fato é relevante porque atualmente se culpa os países endividados pela crise na Europa. Mas numa relação comercial ou financeira sempre há duas partes envolvidas, e quando o devedor falha com suas obrigações, o credor também falhou, no mínimo, na análise de crédito do tomador de empréstimo. E, como já foi demonstrado acima, foi o *déficit* dos países periféricos que permitiu o *superávit* dos países desenvolvidos do norte da Europa e, atualmente, são os principais credores dos países endividados. Então não há um único culpado pelo desequilíbrio na zona do euro. Os três parágrafos de Lynn, transcritos abaixo são memoriais:

[...] For all the appearances of stability, the euro-zone had in reality become dangerously volatile. Money was flowing wildly through the system and massive debts were being built up everywhere. In their classic book on the Watergate scandal, *All the President's Men*, American investigative journalists Carl Bernstein and Bob Woodward described how their source inside Richard Nixon's White House kept telling them to "follow the money." If you followed the money through the euro-zone, it became dangerously clear just how fragile the system had become. Statistics published by the Bank for International Settlements, the most reliable source of how money flows around the financial system, looked at how banks in *the core* of Europe (defined as Germany, France, Austria, Belgium and the Netherlands) increased their exposure to the nations on the periphery (Greece, Ireland, Spain, Portugal, and Italy) over the first decade of the euro's existence. The numbers are striking. Their exposure to Spain increased by 550 percent; to Greece by 449 percent; to Ireland by 481 percent; and to Portugal by 320 percent.

The euro was in effect a massive scheme for recycling money from the core of Europe out to its periphery. Some amazing fortunes were created in the process. Lots of property developers made a lot of money and so did plenty of bankers. But the euro, at least in the Club Med countries, had also become a game of "Monopoly" turned into real life. It was paper, pretend money, in which 'properties changed hands for extravagant sums of money.

For a time, everyone was enjoying the fan. But it was never going to be sustainable in the medium term. At some point the party would have to come to an end. The euro had turned half the continent into creditors, the other half into speculators. The banks were playing middlemen, collecting extravagant fees, and racking up enormous debts on their balance sheets that were sustained only by the absurd valuations put onto property assets at the height of the bubble [...] (LYNN, 2011, pág. 73).

Como já foi realçado nos parágrafos acima, esse desequilíbrio se tornou um problema macroeconômico com o advento da crise global de 2008. Já foi visto no capítulo anterior, como a crise de 2008-2009 se espalhou pelo mundo, atingindo as economias avançadas e as economias emergentes, e países pobres pelo mundo afora. A Europa, naturalmente, não foi exceção. E as políticas contra cíclicas aplicadas levaram ao endividamento dos estados, e as economias entraram em recessão.

À Grécia coube a tarefa de desencadear a crise europeia. E, ainda permanece como pivô central. A sua queda, pode ter um efeito dominó, sobre Espanha, Portugal, Itália e quem sabe, quem mais? Visto este panorama, contextualizando a Grécia na zona do euro, pode-se, agora, analisar, particularmente, a questão grega.

4.3 A CRISE DA GRÉCIA

Segundo Baldwin e Gros (2010), George Papandreou se elegeu, em outubro de 2009, prometendo aos gregos mais gastos com causas sociais e combate à corrupção. A primeira promessa afundou, quando se descobriu que o governo anterior havia manipulado dados contábeis das contas públicas: o *déficit* orçamentário real de 2009 era de 12,7%, mais que o dobro do anteriormente anunciado. A sustentabilidade dos cálculos, que os investidores faziam baseados nos registros dos livros, de repente, parecia duvidosa. As taxas de juros começaram a disparar. Eles afirmam que no dia 08 de dezembro de 2009, uma das maiores agências de *rating* disparou o gatilho de venda dos investidores privados (Baldwin; Gros, 2010). A *rating agency* a que eles se referem é a S&P, que no dia anterior, dia 07 de dezembro, baixou o *status* da Grécia para A-minus. Segundo Lynn, era a última coisa que o mercado queria ouvir:

[...] the S&P downgrade was the moment when all the doubts and worries in the minds of investors about the solvency of the Greek state started to crystallize into a single word. And the word was *sell* (LYNN, 2011, pág. 127).

Como consequência, os juros sobre os títulos gregos subiram 10 pontos básicos, aumentando o *spread* em relação aos títulos alemães em 16 pontos percentuais. Os *Credit-default swaps* subiram seis pontos básicos. No mesmo

dia, o então presidente do Banco Central Europeu, Jean-Claude Trichet, quando questionado, no Parlamento Europeu, sobre o *downgrade* da Grécia pela S&P, respondeu que a Grécia estava diante de uma situação muito difícil, precisando tomar corajosas medidas para trazer o *déficit* público sob controle. No dia seguinte, 08 de dezembro, a Fitch Rating baixou a nota do Grécia para BBB-plus, seu terceiro mais baixo grau. Como resposta o mercado de ações da Grécia caiu mais de cinco por cento em um único dia, com as ações dos bancos liderando a queda. Os juros sobre os títulos gregos subiram 25%, abrindo o *spread* em relação aos títulos alemães (LYNN, 2011, pág. 128).

No dia 10 de dezembro os líderes europeus estavam se encontrando, em reunião ordinária em Bonn, para uma reunião de rotina. A crise da Grécia se impunha no topo da agenda. O mercado de ações começou a cair ao redor do mundo, devido ao nervosismo causado pela instabilidade do euro. Os preços dos títulos gregos continuavam a cair, e o preço dos *swaps* a subir. As agências de *rating* estavam começando a baixar as notas dos bancos gregos, devido à grande quantidade dos títulos do governo que tinham em suas carteiras, que, de repente, não poderiam valer mais nada (LYNN, 2011, pág. 130).

Os líderes europeus reunidos, em Bonn, reasseguravam aos mercados que o resto da Europa suportaria a Grécia se necessário. Mas eram apenas palavras. E o mercado queria mais que palavras. As mensagens eram contraditórias. Angela Merkel (chanceler da Alemanha) disse que: “se alguma coisa acontecesse a algum país, então os outros também seriam afetados”. “Como temos uma moeda comum, temos uma responsabilidade comum”. O primeiro ministro da Suécia, Frederik Reinfeldt, que era o presidente da reunião, disse que o problema da Grécia era um problema doméstico, e problemas domésticos têm de ser resolvidos por decisões domésticas (LYNN, 2011, pág. 130).

Além dessa falta de coerência e falta de decisão, havia também o problema de ordem legal. O Tratado de Maastricht tinha cláusula de “no *bailout*”. Ou seja, não poderia haver transferência entre os estados membros, à exceção de algum país ser atingido por algum choque excepcional fora de seu controle. E

não havia nada de excepcional na Grécia. A crise era resultado de mais de uma década de má administração. Mas Lynn ressalta que o mercado não acreditava nisso:

The trouble was the markets didn't really believe that. The investors in the bond market had always assumed that, in extremis, a bailout would be organized for any euro state that ran into trouble. That was why they had, rather complacently, been buying up Greek debt over the past few years without worrying too much about whether the Greeks would ever have the money to pay it back. They just assumed the rest of the European Union would help them out (LYNN, 2011, pág.131)

Segundo Lynn (2011), a reunião terminou com todos os líderes compartilhando mais ou menos a mesma opinião do primeiro ministro da Suécia, Frederik Reinfeldt, isto é, desejar boa sorte ao primeiro ministro da Grécia, no seu esforço de trazer o *déficit* público sob controle. Ao final da reunião, George Papandreou declarou que ele não estava pedindo nada de presente, nem favor, e que não haveria *default* na Grécia. E prometeu um novo plano econômico, de austeridade, já para o início do próximo ano, o que, segundo Lynn (2011), era uma escolha difícil, para quem havia sido eleito sobre a promessa de preservar o sistema de bem-estar social e lutar por aumentos de salário (LYNN, 2011, pág.131).

O preço dos títulos gregos continuava a cair. Em 16 de dezembro a S&P rebaixou, novamente, nota da Grécia, agora, de A-minus para BBB-plus. Com isso, o *spread* dos títulos gregos em relação aos alemães subiu 250 pontos percentuais, e continuaram a subir. O ministro das finanças da Grécia, George Papaconstantinou, disse que ficou desapontado pelo *downgrad*, tendo em vista o esforço do governo para estabilizar as finanças públicas. Enquanto isso, na Alemanha, Angela Merkel, em uma declaração no Parlamento, disse que cada país membro era responsável pela saúde financeira de suas finanças públicas (LYNN, 2011, pág. 132-133).

Em 14 de janeiro de 2010, o governo grego anuncia um pacote de corte de gastos, apresentado para a aprovação da União Europeia. O plano previa uma economia de 10 bilhões de euros entre corte de gastos e aumento de receita, em 2010, para reduzir o *déficit* orçamentário de 12,7% para 8,7 por cento. Foi uma tentativa de Papandreou para acalmar os mercados e reassegurar aos

investidores que o orçamento seria posto sob controle e as dívidas seriam pagas. Mas, Lynn (2011) diz que, enquanto Papandreou estava falando ao mercado de títulos, também estava falando aos gregos. E os gregos eram tão relutantes a escutar como o pessoal dos escritórios de Londres, Frankfurt e New York. Os gregos não estavam acostumados com a palavra austeridade, e muito menos de um líder socialista (Lynn, 2011, pág. 134).

O resultado do pacote, greve geral:

On February 24, a general strike was called to protest about the latest package of cutbacks in spending. All flights were canceled out of the airports, along with trains, buses, and trucking services. Schools were closed and banks and hospitals were operating with only a skeleton staff as an estimated two million workers from the public and private sectors walked away from their jobs. **On the streets of Athens there were violent clashes between the police and protestors marching through the capital. Banners were held aloft proclaiming "tax the rich" and "hands off our pension funds."** Addressing the crowds, labor leader Yannis Panagopoulos stoked up the sense of popular injustice at the fate that was befalling the country. **"We refuse to pay the price for a crisis that we didn't create," he proclaimed. Greece has become "a Ping-Pong ball in a game being played by global speculators. Today Greece is the guinea pig for EU stability and the euro's resilience. Today it is Greece; tomorrow it will be Spain, Portugal and Italy** (LYNN, 2011, pág.134, grifo nosso).

A situação continuava a piorar, e os preços dos títulos oscilavam, subiam um pouco, mas, logo em seguida, sofriam novas quedas. As medidas de austeridade estavam encontrando a resistência das ruas de Atenas. Através da Europa alguns líderes já começavam a falar na possibilidade de um pacote de ajuda à Grécia. O primeiro ministro de Luxemburgo disse que a Grécia não seria deixada sozinha, em cinco de março, quando o país foi, novamente, paralisado por outra greve geral (LYNN, 2011, pág. 135).

Em 21 de abril, a Fitch Rating, novamente, cortou o *rating* da Grécia, agora para BBB-minus, apenas um grau acima da classificação como lixo. O panorama estava ficando cada vez pior. O presidente francês, Nicolas Sarkozy, diz que a Europa estava pronta para ajudar à Grécia a qualquer momento. Mas o problema era como? E com que dinheiro? Havia muitos debates nos bastidores, sobre a necessidade de organizar um pacote de ajuda à Grécia, mas a questão era quem e em que termos. Angela Merkel já havia se

manifestado em março: “o Tratado de Maastricht estabeleceu uma cláusula de não resgate e as regras terão de ser obedecidas” (LYNN, 2011, pág. 142).

Segundo Lynn (2011), os gregos já haviam percebido que não havia qualquer sinal de ajuda vinda da União Europeia. Então, no início de março, Papandreou começou a fazer barulho: se não recebesse ajuda se seus vizinhos europeus, procuraria ajuda em Washington, isto é, FMI. “Para o resto da zona do euro, e para Bruxelas e o ECB, em particular, isso era um assunto incendiário”. “O FMI era o penhorista das finanças globais”. Era o lugar onde estados empobrecidos iam à busca de algum dinheiro em termos de desespero, quando todas as alternativas havia se esgotado. Era o lugar onde pessoas respeitadas não gostariam de ser vistas, era o refúgio de falidos estados africanos e latino-americanos. “Para a zona do euro isso era inimaginável” (LYNN, 2011, pág. 143).

Segundo Lynn (2011) ameaçar ir ao FMI era uma maneira humilhante e inteligente de aumentar a pressão. Ele questiona que Papandreou deve ter achado que a União Europeia preferia intervir a deixar o FMI descer em Atenas. O presidente do ECB, Jean-Claude Trichet, declarou, em uma conferência em Frankfurt, que não seria apropriado chamar o FMI. O ministro das finanças de Grécia respondeu que o FMI seria o recurso de última instância, se a ajuda da União Europeia falhasse. O primeiro ministro de Luxemburgo, Jean-Claude Juncker, respondeu que isso era um problema da área do euro e que teria de ser resolvido no âmbito da área do euro. Então a Grécia só tinha uma arma:

[...] There was really only one weapon the country had in reserve: the power to humiliate the euro. For Greece either to default or to call in the IMF would ruin the pretentious of the euro to be a strong, world-leading currency. By the end of March it was about the only card the country had left to play (LYNN, 2011, pág.143).

Mas havia um fato que Papandreou não havia previsto: Angela Merkel. Ela argumentou que o FMI tinha um corpo de especialistas que sabiam lidar com países que haviam perdido a confiança do mercado. O FMI tinha o pessoal e a experiência para lidar com a situação grega. Sem dúvida o ECB e a União Europeia poderiam desenvolver estas habilidades ao longo do tempo, mas não havia tempo para experimentação ou apreender novas habilidades. A Grécia

precisava ser salva naquele momento. Outro problema, argumentou Merkel: o remédio a ser aplicado seria brutal: grandes cortes nos gastos públicos; salários teriam de ser reduzidos; empregos perdidos; idade de aposentadoria aumentada. Precisamente os tipos de medida que haviam trazidos os protestos às ruas de Atenas. “Isso nunca iria ser popular”. ‘O FMI, de muitas formas, estava melhor preparado para ser o “*bad cop*”. Isso poderia desviar a raiva pública para longe da União Europeia’¹⁸ (LYNN, 2011, pág. 143-144).

A entrada do FMI contornava outro problema: a cláusula de “*no bailout*” do Tratado de Maastricht. Com a entrada do FMI, era o mundo que estava ajudando à Grécia e não a União Europeia. No dia 11 de abril, um acordo foi firmado, e anunciado no domingo à noite, para acalmar os mercados na segunda-feira, quando os mercados abrissem: um pacote de 45 bilhões de euros (30 bilhões na zona do euro e 15 bilhões de euros do FMI). Mas a Grécia teria de levantar 11,6 bilhões de euros para cobrir títulos vencidos no final de maio e mais 30 bilhões de euros para financiar seu *déficit* orçamentário no final de 2010. O pacote de 45 bilhões de euros resolveria esse problema, mas a dívida total da Grécia chegava a 300 bilhões de euros. A Grécia não poderia sobreviver só com esse pacote (LYNN, 2011, pág.146).

No dia 27 de abril, a S&P faz novo corte no *rating* da Grécia. Desta vez de BBB-plus para BB-plus, ou seja, os títulos do país tinham atingido o *status* de lixo. E, como diz Lynn, só para colocar um pouco de sal na ferida, a S&P adicionou que os detentores dos títulos gregos perderiam em torno de 200 bilhões de euros, ou seja, em torno de 50 a 70% de seu valor, em caso de *default* da Grécia. A liquidação foi imediata e brutal. Os juros dispararam. O mercado de ações também caiu, já que as agências também cortaram os *ratings* dos bancos. E para complicar, a S&P também cortou o *rating* de Portugal. E a crise grega se espalhou para o resto da zona do euro. Os preços das ações e *commodities* estavam despencando ao redor do mundo. O que tinha começado como um pequeno problema financeiro de um pequeno país

¹⁸ Importante chamar a atenção para a tentativa de desviar a raiva pública da União Européia para o mal afamado FMI, porque isso será ponto importante da nossa análise adiante. Não a União Européia, mas, sim, a própria Angela Merkel se torna alvo da raiva pública.

estava se tornando na pior crise dos mercados desde a queda do Lehman Brothers, em 2008 (LYNN, 2011, pág. 147).

Segundo Lynn (2011), não era difícil compreender por que a Standard & Poor's tomou estes movimentos, no dia 27 de abril. O pacote havia sido recebido de forma muito impopular na Grécia. E junto com o pacote viria o FMI, e todos sabiam que seria imposta uma austeridade em escala que os gregos não estavam acostumados. Isso é uma humilhação, um crime premeditado contra o povo grego, disse o líder do partido esquerdista Syriza, Alexis Tsipras. Mas, segundo Lynn (2011), ter ativado um pacote de ajuda era uma coisa, receber o dinheiro era outra. O pacote havia sido ativado em plenas eleições regionais na Alemanha. Sob pressão política, Angela Merkel disse que os gregos teriam de fazer seu dever de casa primeiro, antes de receber o dinheiro. Os gregos já haviam colocado algumas medidas em prática, mas ainda não era o suficiente. A Grécia havia pedido ajuda, mas os alemães ainda não estavam com boa vontade para liberar os fundos. Por isso, segundo Lynn, não era surpresa o *downgrade* da S&P. O pacote de resgate se esfacelou. A Grécia estava quebrada (LYNN, 2011 pág. 147-148).

Os títulos da Espanha, Grécia, Portugal e Irlanda estavam em queda livre. Era preciso ação. Quando os líderes europeus se reuniram em Bruxelas, no segundo fim de semana de maio, o clima era tenso. A sobrevivência da moeda comum estava em jogo. E a própria União Europeia. Na esteira do colapso do pacote de resgate do FMI e União Europeia os mercados estavam ficando cada vez mais agitados (Lynn, 2011, pág. 149). A crise da Grécia se transformara num problema Europeu. A crise da Grécia era a crise da Europa.

Neste final de semana, de 7 a 9 de maio de 2010, os líderes da zona do euro aprovaram um pacote de ajuda à Grécia no valor de 110 bilhões de euros, e um fundo especial (*Special Purpose Vehicle*), de 750 bilhões de euros, para financiar outros países endividados como Espanha, Portugal e Irlanda se necessário. E o Banco Central Europeu começou a comprar títulos do mercado secundário, para estabilizar o mercado. "O banco Central Europeu havia perdido sua independência" (Baldwin; Gros, 2010).

De acordo com o boletim do FMI, naquele fim de semana:

Negotiators over the weekend wrapped up details of the package, **involving budget cuts, a freeze in wages and pensions for three years, and tax increases** to address Greece's fiscal and debt problems, along with deep reforms designed to strengthen Greece's competitiveness and revive stalled economic growth (FMI, 2010).

IMF support will be provided under a three-year €30 billion (about \$40 billion) Stand-By Arrangement (SBA)—the IMF's standard lending instrument. In addition, euro area members have pledged a total of €80 billion (about \$105 billion) in bilateral loans to support Greece's effort to get its economy back on track. Implementation of the program will be monitored by the IMF through quarterly reviews IMF (2010, grifo nosso).

Nessa nota do FMI já se percebe que a política que foi detalhada para a Grécia é contracionista. Prevêem-se cortes no orçamento, congelamento de salário e pensões e aumento de impostos. Ou seja, como Angela Merkel já havia adiantado, o remédio iria ser brutal.

Lynn (2011) diz que, depois da queda do Lehman Brothers, o mercado de finanças congelou. Houve um repentino e assustador colapso no comércio internacional. Em resposta, governos em todos os lugares tiveram massivos incrementos de seus *déficits* orçamentários, na tentativa de fortalecer as economias, que estavam à beira de cair na situação da Grande Depressão de 1930. Mas a cura estava começando a parecer pior do que a doença. E o crescimento das dívidas públicas e as dúvidas sobre se era possível pagá-las era um assunto sobre o que todos estavam preocupados. Havia diferentes países que os negociantes de títulos poderiam ter escolhido, mas escolheram a Grécia¹⁹. O mercado de capitais não estava mais comprando títulos gregos, e os vizinhos europeus tinham mostrado pouco interesse na solução do problema. E os gregos foram obrigados a procurar ajuda externa. E agora:

Now the European Union and the International Monetary Fund had landed in Athens with the promise of a rescue package. **But the price they would demand would be a heavy one: cuts on a brutal and massive scale, an end to the easy-money culture that had taken root in Greece over the past decade, and a shocking assault on the living standards of ordinary people. That was the price that would have to be paid, and it was no longer negotiable** (Lynn, 2011, pág. 3, grifo nosso).

¹⁹ Stiglitz afirma que os especuladores gostam de países pequenos, como já visto acima.

Enquanto isso as ruas e praças da Grécia haviam virado campos de batalha. Segundo Lynn (2011), quando 1º de maio madrugou, já era claro que aquele iria ser um fim de semana crucial na história da Grécia. O *May Day* sempre foi uma data importante no calendário da Europa: o Dia internacional de Trabalhador. Tradicionalmente, era o dia em que os sindicatos e partidos de esquerda mobilizavam suas forças contra ao capitalismo. As convulsões que chocaram a Europa em 1968 haviam começado naquele mês (maio). A União Europeia e o FMI não poderiam ter escolhido um mês pior, para descer em Atenas, exigindo sacrifícios.

Sábado, 1º de maio, quando pessoas reunidas em comícios começaram a marchar pelas ruas, começaram os tumultos, em confrontos com policiais armados com escudos e cassetetes. Dezenove pessoas foram presas.

ATHENS — Hundreds rioted in Athens yesterday, throwing Molotov cocktails and stones at police, who responded with tear gas at a May Day rally against austerity measures being enacted by the cash-strapped government to secure foreign loans to stave off bankruptcy.

Police made at least nine arrests, including six people suspected of looting a shop. Seven officers were injured along with two demonstrators.

Responding to calls from the country's two main labor unions, several thousand people marched in major Greek cities against the anticipated spending cuts and consumer tax hikes (NELLAS, 2012).

Traditional May Day marches turned violent in Greece as workers and youth vented their fury at austerity measures intended to deal with the country's ongoing debt crisis.

Tens of thousands took the streets to protest the harsh prescription of public sector cutbacks, wage reductions, pension entitlements and tax increases cooked up by the governing centre-left Pasok at the behest of Brussels, Berlin and the International Monetary Fund.

Youthful demonstrators in Athens did not take long to clash with riot police, with dozens of black-clad individuals hurling stones and Molotov cocktails (PHILLIPS, 2012).

No domingo à noite o banco inglês, HSBC, no centro de Atenas foi atacado com bombas incendiárias. Não causaram grandes danos, mas era o prelúdio do que estava por vir nos próximos dias. Enquanto isso, em Bruxelas, o primeiro ministro de Luxemburgo, Jean- Claude Juncker convocou uma reunião de emergência, no domingo à tarde, dos ministros de finanças da zona do euro, para endossar os termos que a “troika”, o grupo formado pela União Europeia,

Banco Central Europeu e FMI haviam arranjado para Grécia, durante aquele fim de semana. Em uma conferência de imprensa, em Boon, Angela Merkel afirma: “Este é um programa ambicioso que contém duras medidas de economia e, por outro lado, visa promover a eficiência da economia grega”. E disse mais: “Três meses atrás seria difícil imaginar que o povo grego fosse aceitar tão duras condições” (Lynn, 210, pág. 4).

Segundo Lynn (2011), a última coisa que os gregos queriam ouvir eram palavras de Angela Merkel, impondo duras condições à Grécia:

For the Greeks, the idea of a German Chancellor imposing painful austerity measures on their country was more than many could tolerate. This was, after all, a country that had suffered terribly under German occupation during World War II. Three hundred thousand people had died of starvation in Athens during the winter of 1941—1942 as the Nazi occupying regime requisitioned food and fuel to send back to the Third Reich. And in towns such as Kalavryta, German troops had executed almost the entire adult male population (they left only 13 male survivors and children) in reprisals for attacks by the Greek resistance. Too many Greeks had been raised on stories of German brutality for Merkel’s language to be anything other than provocative (LYNN, 2011, pág.5).

Artigos na imprensa contra o pacote eram inflamatórios, tanto na Alemanha, contra o *bailout*, como na Grécia, contra o pacote de austeridade. No dia 5 de maio as manifestações de rua começaram a ficar brutais e feias. As multidões se reuniram em lugares que tinha significado simbólico em relação a conflitos passados. Um grupo havia escolhido a Praça de Sintagma Square: palco de muitos eventos militares e de manifestações no passado. A Bandeira da União Europeia com o símbolo nazista e Angela Merkel em uniforme militar foi uma remissão direta à ocupação nazista do passado. Manifestantes tentaram invadir o parlamento, e foram rechaçados pela polícia, que foi atacada por pedras e improvisadas bombas incendiárias. Carros foram incendiados e um prédio foi posto em chamas. Os bombeiros conseguiram resgatar quatro pessoas no interior do prédio em chamas nos últimos momentos, salvando suas vidas (LYNN, 2011, pág. 7).

Na Avenida Stadiou, que leva à Praça Sintagma Square, o Marfin Bank foi atacado com bombas incendiárias. Vinte pessoas trabalhavam no local no momento do atentado. A maioria conseguiu escapar, mas três deles tentaram a fuga pelo telhado, mas o caminho estava bloqueado. Os três morreram: os

tumultos haviam feito suas primeiras vítimas. Em Salonika, a segunda maior cidade do país, 50 mil pessoas marcharam pelas ruas destruindo dúzias de bancos e lojas. Em Patras, em torno de 20 mil manifestantes se encontraram com agricultores dirigindo seus tratores e máquinas agrícolas, e barricadas de fogo foram armadas ao longo das ruas da cidade. O país estava em caos (LYNN, 2011).

Segundo Roubini (2010) já era “tempo de reconhecer que a Grécia está sofrendo não só de uma crise de liquidez, mas também de uma crise de insolvência”. Os 110 bilhões de euros do *bailout* acordado entre a União Européia e o FMI deveriam apenas adiar a falência (default) e os riscos, fazendo o *default* desordenado, quando chegar. A Grécia precisaria de uma reestruturação ordenada de sua dívida pública agora. E classifica as medidas de austeridade como draconianas:

The austerity measures to which Greece signed up as a condition of its **bail-out require a draconian fiscal adjustment of 10 per cent of gross domestic product. This would prolong the country's recession and still leave it with a public debt-to-GDP ratio of 148 per cent by 2016.** At this level, even a small shock is likely to trigger a further debt crisis. Sharp austerity may be needed – as agreed by the Group of 20 over the weekend – to stabilize debt-to-GDP ratios by 2016 in advanced economies; but for Greece such “stabilization” would be at levels that are unsustainable (ROUBINI, 2010b, grifo nosso).

Stiglitz, como já foi visto, é um dos mais contundentes críticos do FMI. Mas como foi realçado, ele se mostra otimista em relação às mudanças, principalmente, em relação à gerência de Strauss Kahn, que teria imprimido um cunho keynesiano ao FMI, como de fato ocorreu durante a crise de 2008-2009, quando o FMI se prestou como emprestador de última instância para vários países. No entanto, quando a questão é a Grécia, ele já se mostra, novamente, mais crítico e cético.

To many observers, both in and outside of Greece, Europe's stance was peculiar: it had already come to the rescue of the big banks. Saving corporations was evidently acceptable; saving a country of 11 million was taboo. And saving a country would' tot be, in some sense, a bailout. As with the assistance that the IMF provided a decade earlier to Brazil, if Greece were given access to funds a reasonable interest rate, it would-be able to meet its obligations. Obviously if interest rates soared, or the country went into a deep recession, it would face difficulties, but so would a country with much lower debt, such as Spain (Stiglitz, 2010, pág. 324).

Europe and the IMF put conditions on their assistance to Greece—that Greece quickly reduce its deficit through cutbacks in spending and large increases in taxes. If Greece alone engaged in austerity, Greece would suffer and that would be the end of the matter. The worry is that there is a wave of austerity building throughout Europe (and, as I noted earlier, even hitting America's shores). As so many countries cut back on spending prematurely, global aggregate demand will be lowered and growth will slow—even perhaps leading to a double-dip recession. America may have caused the global recession, but Europe is now responding in kind (STIGLITZ, 2010, pág.325, grifo nosso).

Como se pode observar, no primeiro parágrafo, acima, ele condena o fato de a Grécia não ter sido socorrida, a exemplo do que foi feito com o Brasil, uma década antes. A Europa já havia salvado os grandes bancos e corporações, durante a crise de 2009, mas se negou a resgatar a Grécia. No segundo parágrafo ele ressalta que a Europa e o FMI impuseram austeridade à Grécia, mas que em meio a uma onda de austeridade, que estava se espalhado através da Europa, a Grécia só iria sofrer, e isso era o fim da questão. Ou seja, na Grécia, se voltou à antiga fórmula contracionista.

Também em um artigo publicado no Financial Time Stiglitz se mostra insatisfeito em relação à política de austeridade, conforme se verifica na transcrição abaixo.

Economists may differ on whether the austerity prescription will work – though the evidence from Ireland, Greece, Spain, Latvia, and host of other experiments shows that the ensuing economic downturns reduce tax revenue, so the improvement in the fiscal position is inevitably disappointing – but the market has rendered its verdict: it too is signalling that more of the same will not work. Lowering GDP worsens debt-sustainability (typically measured by the debt to GDP ratio) every bit as much as increasing indebtedness. The speculators have been handed an opportunity, and they have seized it. They make money from volatility. Of this we can be certain: Europe's response so far has amplified uncertainty concerning the future of the euro. "Contagion" has now spread from the periphery to the centre, namely Spain and Italy (STIGLITZ, 2011b).

As condições impostas à Grécia são similares às que têm sido impostas aos países em crises no passado. Em linhas gerais, tanto pelo que já foi visto acima, como pelo que se pode extrair dos informativos do FMI, transcrito abaixo, percebe-se que não houve mudanças no comportamento da Instituição em relação à política de contração fiscal, de reforma regulatória²⁰ e de

²⁰ Principalmente a reforma trabalhista.

privatizações. Em relação à política de contração fiscal, Stiglitz tem sido um crítico severo, como demonstrado acima, e ele diz que espera que o FMI tenha apreendido a lição com os episódios do Leste Asiático e Argentina, no qual a política de contração fiscal e monetária piorou a economia já em recessão (STIGLITZ, 2008, pág.76). No entanto, mesmo em ambiente já recessivo, como o retratado na transcrição abaixo, o FMI recomenda mais medidas de austeridade para a Grécia, o que mostra que o FMI não apreendeu a lição, conforme Stiglitz esperava;

13. Staff sees the balance of risks on the downside, and that sustained firmer policies are needed to address risks. *Staff sees risks that domestic demand may drop further in 2010 if real wages are reset downward in the next bargaining round, or if employment were to drop faster than currently foreseen.*² Deteriorating competitiveness and high crowding-out public debt increase risks of prolonged slow growth. The large imbalances, and lack of reform consensus, could result in a change in market sentiment for Greece. Thus, the key implication of the different outlooks between staff and the authorities is that *staff sees more urgency for stronger policies, which are needed to shore up confidence and to avoid a replay of the spike in spreads in an already weakened real/financial environment.* If external financing weakens again, the current account deficit could unwind rapidly and growth could falter badly (IMF, 2009a, grifo nosso).

A política de contração fiscal imposta à Grécia, pelo FMI e União Europeia, fica ainda mais clara na descrição do item 15 do *Fourth Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria* do FMI.

15. The government has prepared a medium-term fiscal strategy (MTFS), which would achieve targets by making a permanent break with Greece's past fiscal problems (MEFP ¶5). It is designed to permanently reduce the size of the Greek state: *overall spending would decline from 49.5 in 2010 to 43.1 percent of GDP by 2015 (below the euro-area average). To this end, it includes actions to significantly reduce public employment, scale back the number of public sector entities, and scale back the number of benefits and access to them.* The strategy is also designed to permanently expand the base of citizens in Greece who pay for the government: overall revenues would rise from 39 in 2010 to 41.6 percent of GDP by 2015 (approaching the euro-area average). In this context, the strategy includes policy measures to broaden the tax base and administrative measures to ensure that accurate tax assessments can be made and enforced (IMF, 2011)

Como também a política de privatizações na Grécia tem extensa agenda e não difere da que tem sido pregada nas intervenções do FMI na América Latina, Ásia e Leste Europeu, conforme pode ser verificado no texto seguinte.

26. **The authorities reiterated their commitment to a very ambitious transfer of assets to the private sector** (MEFP ¶16). Their targets would see some €15 billion in assets migrate to private sector control by end 2012, building to a total of €50 billion by end-2015. As noted in the third review report, this target is very ambitious by international standards, although not unprecedented. The authorities recognized two key benefits for Greece from successful execution of privatization plans (IMF, 2011).

4.4 A GRÉCIA PEDE O SEGUNDO EMPRÉSTIMO.

No final de 2011, a Grécia pediu novo empréstimo de 130 bilhões de euros à União Europeia e ao FMI. Desta vez nos moldes do *Extended Fund Facility* em substituição ao anterior regido nos termos do *Stand-by Arrangement* (SBA). O *IMF Staff Report Report*, de março de 2012 é um contundente demonstrativo do quadro recessivo da Grécia, um ano e meio depois da implantação do programa do FMI e UE. Afirma que os esforços da Grécia para resolver os problemas fiscais e de desequilíbrios externos, durante o ano 2009, levaram a uma prolongada e profunda recessão. A economia tem contraído pelo quarto ano consecutivo, sendo que em 2011 contraiu 6,9%. Como também levou a condições financeiras extremamente apertadas. Cerca de 30% dos depósitos têm deixado o sistema bancário desde o início do programa, devido à perda de confiança no sistema e despoupança, (IMF, 2012). O *déficit* em conta corrente permanece em torno de 10% do GDP, um nível muito acima do previsto sob o programa SBA, apesar da recessão mais profunda, como pode ser observado na figura abaixo reproduzido *do Staff Report* (IMF, 2012). Interessante chamar atenção para o fato de que tudo que está registrado nesse parágrafo está de acordo com as constantes acusações do passado ao FMI: a situação do país piorou, levou à recessão profunda, a economia contraiu 6,9% e piorou a situação financeira com a fuga de capitais.

Tabela 03

6

Greece: Saving-Investment Balance, 2008-11
(in percent of GDP)

	2008	2009	2010	2011 est.
Private S-I balance	-10.4	2.3	-0.9	-1.9
Investment	20.7	15.4	13.9	12.6
Saving	10.4	17.7	13.0	10.8
Public S-I balance	-4.6	-13.5	-9.2	-7.9
Investment	2.9	2.9	2.3	2.1
Saving	-1.6	-10.5	-6.9	-5.8
Current account balance	-14.9	-11.1	-10.1	-9.8
Gross investment	23.7	18.3	16.2	14.7
Gross domestic saving	8.7	7.2	6.1	4.9

Source: IMF staff calculations.

Figure 1 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1257.pdf>

A competitividade não mostra evidências de ganhos. O deflator baseado na taxa real efetiva de troca não mostrou melhoras desde 2009, devido à inflação ainda alta. No entanto o custo unitário do trabalho tem caído 9,5% desde seu pico em meados de 2010. A produtividade do trabalho se tornou positiva no final de 2011, mas isso à custa do aumento do desemprego (IMF, 2012). Aqui também merece ser destacado que a competitividade não melhorou, e a inflação está alta, em plena recessão profunda, o que caracteriza estado de estagnação. O custo unitário do trabalho tem caído, mas à custa de desemprego e não de ganhos da produtividade, o que piora a situação do bem estar social do país.

Interessante voltar um pouco no tempo, e dar uma olhada no *Press Release* do FMI, de dois de maio de 2010, quando o Diretor Gerente do FMI, Dominique Strauss Kahn, fala do pacote de ajuda que está por ser aprovado, nos dias seguintes, pelo Conselho Executivo. Percebe-se fácil, que o quadro acima descrito é muito deferente do visionado por Strauss Kahn:

“Pro-growth measures will be aimed at modernizing the economy and boosting its competitiveness so that it can emerge from the crisis as quickly as possible. Steps include strengthening income and labor markets policies; better managing and investing in state enterprises and improving the business environment. Reforms to fight waste and

corruption—eliminating non-transparent procurement practices, for example—are also being undertaken.

“In addition, the government is taking decisive steps to strengthen and safeguard the financial system. A Financial Stability Fund—fully financed under the program—will ensure a sound level of bank equity.

“The authorities’ program is designed with fairness in mind. There will be a more progressive tax scale for all sources of income; a clampdown on tax evasion and a step up in prosecution of the worst offenders; and stronger enforcement and audit of high-wealth individuals (IMF,2010).

A situação social, econômica e financeira da Grécia tem piorado durante a intervenção da União Europeia e do FMI, desde meados do ano 2010 até os tempos atuais, meados de 2012. E como o processo ainda está em curso, é prematuro um julgamento definitivo, já que o destino da economia da União Europeia, e não só o da Grécia, está em plena efervescência no campo das discussões políticas e econômicas, ainda sem um desfecho definitivo.

Já que a crise ainda está em curso, apenas para captar alguns elementos do cenário da crise econômica e financeira europeia, e o cenário de austeridade, comandado, principalmente, pela Alemanha, vale citar algumas palavras publicadas pela imprensa, como a voz dos G-20 e de Obama:

El presidente norteamericano, claramente, se ha puesto de ese lado. “La debilidad de la demanda elimina el deseo de las empresas de contratar, y esa es una práctica en la que Europa corre el peligro de caer”. “Algunos países de Europa que tienen desempleos del 15 o el 20%, si practican demasiada austeridad, demasiado rápidamente, corren el peligro de que ese desempleo suba hasta el 20 o el 25%, y entonces les resulta mucho más difícil pagar sus deudas, y los mercados, cuando ven esa espiral, empiezan a hacer cálculos y los tipos de interés suben y la vida se hace mucho más dura” (EL PAÍS, 2012a).

La cumbre del G-20, que concluyó a última hora de la noche de ayer, quiere de la zona euro dos cosas: que compense con estímulos al crecimiento los draconianos ajustes presupuestarios aplicados en varios países. Y que profundice en la integración fiscal, bancaria y política del área. Dentro y fuera de las sesiones plenarias, los líderes del euro cerraron filas para defender su autonomía, aunque buena parte de las exigencias se centraron en alterar la posición de Alemania, reacia a aumentar el gasto público para incentivar la demanda. O a acelerar la integración fiscal y bancaria sin que haya antes cesiones de soberanía a las instituciones europeas, un camino largo y lleno de curvas (EL PAÍS, 2012b)..

Los líderes de las principales economías del mundo se pusieron de acuerdo ayer sobre la idea de que la austeridad, por sí sola, no puede resolver la grave crisis de Europa y en que ha llegado la hora

de impulsar el crecimiento. Finalmente, la canciller alemana, Angela Merkel, suavizó su posición y aceptó la estrategia del estímulo económico como conclusión de la cumbre del G-8. 2906 (EL PAÍS, 2012c).

Como foi explanado na introdução, Stiglitz (2011a) faz comentários a respeito da troca do Diretor Gerente do FMI. E lá foi ressaltado o papel que a atual Diretora Gerente do FMI, Christine Lagarde, exerceu nas negociações nas reuniões dos Estados do Euro em Bruxelas, quando ela ainda era Ministra das Finanças da França. Seu atual desempenho, como Diretora Gerente do FMI, ainda não pode ser avaliado, dado o pouco tempo no cargo, no tempo de encerramento da presente pesquisa. No entanto, seu discurso tem sido em perfeita consonância como o discurso dos G-20, e dos Estados Unidos, no sentido de que tem de haver menos contração na economia da Europa, principalmente, se contrapondo à política de austeridade patrocinada por Angela Merkel (Chanceler da Alemanha).

Mas são atos que estão no campo da retórica e não se revertem em ações concretas, no sentido de que possam servir de fundamentos argumentativos para se evidenciar alguma mudança nas ações práticas do FMI. Christine Lagarde tem se empenhado junto à Angela Merkel (chanceler da Alemanha) no sentido de se flexibilizar o uso dos recursos dos fundos de resgate EFSF (*European Financial Stability Facility*) e ESM (*European Stability Mechanism*) no resgate ao sistema bancário espanhol. A Espanha tem insistido para que os recursos sejam repassados diretamente aos bancos, sem passar pelo Estado, conforme determina o regulamento. Fato a que Merkel tem se oposto. Como também, Lagarde tem se empenhado no sentido de que a Alemanha aceite a criação de *Eurobonds*, para financiar as dívidas dos países da zona do euro, mas sempre tem encontrado a radical oposição de Angela Merkel (Welt Online, 2012a).

Interessante chamar a atenção para o fato de que vários autores como Stiglitz, Roubini e Rogoff, entre outros, chamaram atenção para a mudança nas políticas do FMI durante a crise financeira e econômica mundial de 2008-2009, inclusive, realçando maior força dos G-20, na reunião de abril de 2009, em Londres. No entanto, na atual crise europeia, nem os G-20, nem o presidente Obama tem conseguido bons resultados contra a austeridade implantada. Se

ao longo das décadas passadas o FMI tem sido um cachorrinho de colo do presidente dos Estados Unidos, conforme Copelovitch (2011I), como foi visto na introdução deste trabalho, hoje, está sob o comando de Angela Merkel.

4.5 UMA BREVE ANÁLISE DA RELAÇÃO PASSADA E ATUAL.

Para melhor compreender a atuação do FMI no passado, e no presente, na Grécia, vale também um olhar sobre a participação dos bancos particulares no processo de refinanciamento da dívida dos países em crise. Krugman e Obstfeld (1991), quando falam do envolvimento do FMI na crise do México, afirmam que o FMI teve o cuidado só aprovar a liberalização de seus empréstimos, depois que os bancos particulares aprovaram os seus. Tática que teria sido usada para forçar os bancos relutantes a participar das renegociações.

The IMF initially played a central role in coordinating bank lending to debt-ridden countries. Starting with the Mexican case, **the IMF made it a rule to hold off approval on its own lending to debtors until banks had agreed on theirs.** Since IMF loans and stabilization programs were seen by banks as critical to debtor solvency, **this tactic was effective at first in getting banks to come up with new money.** The bank's reluctance to provide money grew, however, as the years passed and the debt crisis refused to go away (KRUGMAN;OBSTFELD, 1991, page. 536, grifos nossos).

No entanto o FMI registra a participação dos bancos particulares, nas negociações passadas, como participações voluntárias, como se pode verificar no texto transcrito abaixo.

Box 3. Experience with Private Sector Involvement.

Private sector involvement (PSI) in past cases has taken various forms, ranging from formal commitments by banks in terms of continued exposure to the economy to participation in debt operations:

The Latin American debt crisis. The first phase of the debt crisis—triggered by the Mexican default in 1982—**saw extensive private sector involvement in the form of voluntary rollovers of existing claims and capitalization of interest payments by foreign banks,** mostly US banks with sizable exposures threatening their own solvency. Participation was high (with average rollovers of 90 percent for major debtors). A key element underpinning the initial success of the initiative was the favorable regulatory treatment in the US that allowed banks to hold the debt at face value until they were able to start provisioning for losses.(IMF, ,2009, grifo nosso).

No atual envolvimento na Grécia, o FMI também registra a participação privada como voluntária, conforme se pode constatar no texto seguinte:

Finally, a financing strategy was agreed with the authorities, EC, and ECB, **which relies on a combination of voluntary private sector involvement** and new official funding from euro-area member states to bridge projected delays in the restoration of Greek market access (IMF, 2011, Griffino).

O mesmo se registra no boletim do Conselho da União Europeia, depois do encontro em Bruxelas, em 21 de julho de 2011, onde se decidiu sobre o segundo pacote de ajuda à Grécia.

The financial sector has indicated its willingness to support Greece on a voluntary basis through a menu of options further strengthening overall sustainability. The net contribution of the private sector is estimated at 37 billion euro (COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, 2011).

No entanto, como foi amplamente publicado, na imprensa diária, houve uma demanda, principalmente da Alemanha, no sentido da participação dos credores privados no pacote de ajuda à Grécia, a exemplo da publicação do *The Washington Post*,

Discussions Friday appeared headed toward at least a short-term fix. Germany, Europe's largest economy, softened its demand that private bondholders make a "substantial" contribution to resolving Greece's troubles. German officials agreed to a program under which bondholders would be asked to extend the terms of their existing investments on a voluntary basis, thus decreasing the amount of cash Greece would need to pay off bonds that were coming due (SCHNEIDER; FAIOLA, 2012)

Isso demonstra que, apesar de não estar claro o mecanismo coercivo, a participação do setor privado não é, exatamente, voluntário, como registrado por Krugman e Obstfeld em relação à crise do México, como também no caso presente. Isto é, a prática e o discurso do FMI de hoje e do passado é o mesmo, outro fato que indica que o FMI não mudou sua postura em relação ao passado.

Outra semelhança entre passado e presente: no passado o Fed e o Tesouro Americano prestaram socorro ao México, e depois o FMI foi incluído para gerenciar a crise daquele país, tanto no gerenciamento dos empréstimos de dinheiro novo para financiar o México, como pela imposição das condicionalidades (programa) do FMI ao país. Na atual crise da Europa, só

depois de muita discussão desgastante, é que o FMI foi convidado. Neste contexto, pelo menos os americanos se mostraram mais eficientes, na medida em que agiram com completa discrição, sem criar alarmes prematuros nos mercados, enquanto os europeus os agitaram com suas indecisões e constantes mensagens contraditórias.

CONCLUSÃO.

Podemos concluir que há evidências suficientemente fortes para indicar que o FMI não é uma instituição livre das influências políticas, das nações poderosas. Copellovitch (2011), em sua pesquisa, encontra correlação entre a exposição dos bancos nacionais ao país endividado, como elemento que determina o interesse de cada país (no caso os G-5: Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha, Japão e França) tanto em relação ao tamanho de empréstimo, quanto às condicionalidades impostas ao país devedor pelo FMI. Mas não encontra correlação entre questões de interesse geopolíticas e os empréstimos do FMI, fato que excluiria o uso da instituição com motivação política.

Mas Copellovitch ignora as faces subjetivas e ocultas na relação políticas FMI e as nações poderosas. O caso da crise do México, em 1982, é emblemático: o Fed já havia feito uma série de swaps secretos²¹, para resolver problemas imediatos de liquidez do México. E quando o México chegou à situação de default, em um fim de semana, o Fed e o Tesouro Americano organizaram um pacote de ajuda no valor de 3,5 bilhões de dólares, para evitar o default. Só depois, o FMI foi chamado como uma espécie de corte de execução, para administrar o socorro prolongado ao México.

Outro fato que não pode ser ignorado é a constante presença do Tesouro americano em quase todas as negociações do FMI. Ainda que Copellovitch não tenha encontrado correlações entre interesses políticos e os empréstimos do FMI, há claros indícios do contrário. Como foi ressaltado, por Boughton (2004) que diz que quando à sua fundação, a sede do FMI não poderia ser nem em Londres, nem em New York, tinha de ser em Washington, para que Washington pudesse mantê-lo sob vigilância direta, apesar de seu diretor gerente, geralmente, ser europeu.

Fato mais recente, e, mais marcante, foi o fato de Angela Merkel ter telefonado para Obama no domingo à tarde, durante a reunião de cúpula da União Europeia, em que se decidiu pela formação de um fundo para financiamentos

²¹ Secretos porque foram ocultadas da população, para não alarmar o mercado. Mas o Tesouro e o Congresso tinham conhecimento.

futuros (*Special Purpose Vehicle*) no valor de 750 bilhões de euros, para estabilizar a zona de euro e pedir o apoio de Obama²². Agora, a pergunta é: de que forma Obama influenciou a decisão do FMI de participar com 250 bilhões de euros, nesse pacote de 750 bilhões de euros? E um estudo de caráter objetivo, no estilo do trabalho de Copellovitch (2011) não capta estas nuances subjetivas, mas que são contundentes indicadores de que o FMI sobre influências políticas.

Outro fato interessante a ser notado é que Angela Merkel, quando defende a participação do FMI na ajuda à Grécia, argumenta que o remédio a ser aplicado vai ser brutal, e a participação do FMI desviaria a raiva (da população grega) para longe da União Europeia. No entanto aconteceu, exatamente, o contrário. A raiva tem se dirigido, principalmente, contra Angela Merkel²³, com muito mais intensidade do que contra a União Europeia ou o FMI²⁴. Neste caso, se percebe clara transferência das acusações dirigidas, geralmente, contra os Estados Unidos para a Alemanha, principalmente, na pessoa de Angela Merkel.

Houve uma mudança na orientação da política do FMI, principalmente, na gestão de Dominique Strauss Kahn, inclusive com algumas alterações em seus estatutos; tais mudanças permitiram resposta rápida, durante a recessão de 2009, quando o FMI prestou socorro a vários países, como prestador de última instância, mas essas ações não se manifestaram nas políticas aplicadas à Grécia.

Como também houve mudanças no sentido de se dar mais voz (e também contribuição com mais dinheiro) às economias emergentes. Como aconteceu na reunião dos G-20 de abril de 2009, em Londres. E sob este ponto de vista, é

²² [...] “250 billion Euros would come from the International Monetary Fund, the concession that Angela Merkel has demanded from President Obama on Sunday afternoon” (LYNN, 2011, pág. 175).

²³ Muitas vezes as ações de estado ou de instituições se personalizam na figura de seus dirigentes. As políticas do Fed, nos anos 1980, se personalizaram na pessoa de Paul Volcker. As dos anos 1990 se personalizaram na pessoa de Alan Greenspan. As políticas neoliberais dos anos 1980 se personalizaram nas pessoas de Ronald Reagan e de Margareth Thatcher. As políticas de austeridade da zona do euro se personalizaram em Angela Merkel. Ela queria desviar a raiva para o FMI, mas absorveu toda a fúria, como um para raio.

²⁴ Angela Merkel tem sido caricaturada tanto pelas manifestações nas ruas da Grécia, como pela imprensa grega com uniformes nazistas.

interessante se observar que a voz dos G-20 parece ter funcionado, e influenciado as ações do FMI na crise de 2009. Mas, atualmente, os G-20 têm clamado por uma economia expansionista na Europa, mas todos os seus apelos tenham sido rechaçados por Angela Merkel, assim como tem sido rechaçados os apelos de Obama.

Apesar de estar no campo do simbólico, outro fato importante a ser lembrado, é o fato de que Stiglitz diz que nos séculos passados se mandavam as forças armadas, para punir os países que não pagavam suas dívidas. Hoje se manda o FMI. E na atual assistência da União Europeia e FMI à Grécia, as referências à ocupação nazista de 1945 têm sido uma constante. E Angela Merkel, uniformizada de nazista, tanto na imprensa grega como nas manifestações de rua. Mais uma semelhança do FMI de ontem e de hoje.

Com relação às acusações frequentes de acadêmicos de que o FMI aplica nos países em desenvolvimento políticas contracionistas, enquanto se aplica políticas expansionistas nos países desenvolvidos, quando estão em recessão, não houve mudanças em relação às políticas aplicadas à Grécia, em relação às do passado. A atual política aplicada à Grécia indica ser tão draconiana quanto às do passado, podendo, no final, inclusive culminar com a saída da Grécia do euro.

As manifestações, protestos, tumultos e choques com a polícia, pelas ruas nos países sob os programas do FMI no passado parecem tênues diante dos campos de batalha que se instauraram nas ruas e praças de Grécia. Demonstração mais cruel de que o FMI do passado e o de hoje é o mesmo.

A contribuição do presente trabalho, para o conhecimento estabelecido, se firma no sentido de sintetizar as críticas ao Fundo Monetário Internacional nas suas atuações, nos países em desenvolvimento, em crises financeiras, nos anos 1980, 1990 e início de 2000, e estabelecer uma relação analítica com sua atuação na Grécia, de modo a se entender se o FMI responde ou não às críticas de que tem sido alvo. Este trabalho concluiu que não houve mudanças no comportamento do FMI na sua atuação na Grécia em relação a sua atuação no passado. No entanto, como no encerramento da presente pesquisa a crise

da Grécia ainda não foi resolvida, e o panorama econômico e financeiro de outros países como Espanha e Itália se encontra em situação crítica, ameaçando a própria estabilidade política da União Europeia, se abre o campo para novas pesquisas, abrangendo essa nova realidade ainda não descortinada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

1. Amaral, Antônio Carlos Rodrigues do. **Direito do Comércio Internacional**. 2ªed. São Paulo. Aduaneiras, 2006.
2. Baldwin, Richard ; Gros, Daniel. **Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to be Done? (introduction: The Euro Crisis – what to do? Pág. 1-24)**. 2010. Disponível em: <http://www.voxeu.org/reports/EZ_Rescue.pdf> Acessado em: 22 maio 2012.
3. Bank for International Settlements – BIS. **Annual Report**. 2009. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e2.pdf>>. Acessado em 19 de outubro de 2012.
4. Boone, Peter and Johnson Simon. **Europe on the Brink**. 2011. Disponível em: < <http://www.piie.com/publications/pb/pb11-13.pdf> > Acessado em: 07/06/2012.
5. Boughton, M. James. **The IMF and the Force of History: Ten Events and Ten Ideas that Have Shaped the Institution**. 2004. IMF. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp0475.pdf> > Acessado em 02 agosto 2012.
6. Charles, Aurelie; Fontana, Giesepe. **A critical assessment of the financialisation process and its impact on the US labor force during the great recession**. Disponível em: <<http://inderscience.metapress.com/content/90v1l878r1m40q0t/fulltext.pdf>>. Acessado em: 17 maio 2012.
7. Cassidy, John. **The Minsky Moment**. 2008. Disponível em: <http://www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco_talk_cassidy>. Acessado em 16/10/2012.
8. Cohan, William D. **House of Cards**. New York. Anchor Books. 2010.
9. Cohan, D. William. **Tiny Rule Change at Heat of MF Global**. Disponível em: < <http://www.bloomberg.com/news/print/2011-11-16/tiny-rule-change-was-at-the-heart-of-mf-global-s-failure-william-d-cohan.html>> Acessado em: 06 fevereiro 2012.
10. COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. 2011. **STATEMENT BY THE HEADS OF STATE OR GOVERNMENT OF THE EURO AREA AND EU INSTITUTIONS**. Disponível em: <http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/123978.pdf> Acessado em: 02 agosto /2012.
11. Copellovitch, Mark S. **The international Monetary Fundo in the Global Economy**. Cambridge. Cambridge University Press. 2010.
12. Dozark-Frideres, Taryn. **How Did the Central Banks in US and Europe React to the Global Financial Crisis?** 2010. Disponível em: <http://blogs.law.uiowa.edu/ebook/sites/default/files/Part_5_5.pdf>. Acessado em: 11 julho 2012.
13. Eichengreen, Barry. **Globalizing Capital**. 2ªed. USA. Princeton University Press. 2008a.

- 14._____. **The European Economy Since 1945**. 5ed. USA, Princeton University Press. 2008b.
- 15._____. **International Policy Coordination: The Long View**. Disponível em <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/intl_policy_coord_9-19-11.pdf> Acessado em: 25 março 2012.
- 16.Elias, Christopher. **MF Global and great Wall St re-hypothecation scandal**. 2011. Disponível em: <<http://newsandinsight.thomsonreuters.com/Securities/Insight/2011/12 - December/MF Global and the great Wall St re-hypothecation scandal/>>. Acessado em: 01 fevereiro 2010.
- 17.EL PAÍS. 2012. **Obama: “No todo puede ser recortar mientras el desempleo crece”**. Disponível em: <http://internacional.elpais.com/internacional/2012/06/08/actualidad/1339167796_597012.html> Acessado em 02 julho 2012.
- 18._____. 2012a. **Obama busca en el G-20 una coalición por el crecimiento económico**. Disponível em: <http://internacional.elpais.com/internacional/2012/06/18/actualidad/1339974680_845212.html> Acessado em 29 julho 2012.
- 19._____. 2012b. **La cumbre pone deberes a Europa para proteger la economía mundial**. Disponível em: <http://economia.elpais.com/economia/2012/06/19/actualidad/1340137210_974193.html> Acessado em: 29 julho 2012.
- 20._____.2012c. **Barack Obama: “Si hay problemas en Madrid, hay problemas en Milwaukee**. Disponível em <http://internacional.elpais.com/internacional/2012/05/19/actualidad/1337439241_150564.html> Acessado em: 02 julho 2012.
- 21.Frankfurter Rundschau. **Europäischer Währungsfonds**. Disponível em: <<http://www.fr-online.de/schuldenkrise/fragen-und-antworten-europaeischer-waehrungsfonds,1471908,2687612.html>>. Acessado em: 07 maio 2012a.
- 22._____. **EZB-Direktor ohrfeigt Merkel**. Disponível em: <<http://www.fr-online.de/schuldenkrise/iwf-hilfe-fuer-griechenland-ezb-direktor-ohrfeigt-merkel,1471908,2835848.html>> Acessado em 20 maio 2012.
- 23.Phillips, Leigh. **May Day protests turn violent as Greeks turn ire on EU, IMF**. EUOBSERVER.COM. Disponível em: <<http://euobserver.com/851/29986>> Acessado em 02 julho 2012.
- 24.González-Páramo, José Manuel. **Liquidity, funding and solvency: Policy responses and lessons**. 2009. Disponível em: <<http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090116.en.html>> Acessado em: 13 junho 2012.
- 25.Greider, Willian. **Secrets of the Temple**. New York.. Simon and Schuster. 1987.
- 26.Heinhart, Carmem M.; Rogoff, Kenneth S. **This Time is Different**. USA. Princeton University Press. 2011.

27. International Monetary Fund. 2010. **IMF Research Staff-level Agreement with Greece on €30 Billion Stand-by Arrangement.** Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10176.htm>> Acessado em: 28 junho 2012.
28. _____. 2010a. **Europe and IMF Agree €110 Billion Financing Plan With Greece.** Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/CAR050210A.htm>> Acessado em: 02 janeiro 2012.
29. _____. 2012. **Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility—Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Greece.** 2012. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1257.pdf>> Acessado em: 27 julho 2012.
30. _____. (Sd. Acessado em 2012). **Cooperation and reconstruction (1944–71).** Disponível em: <<http://www.imf.org/external/about/histcoop.htm>> Acessado em: 07 janeiro 2012.
31. _____. (sd. Acessado 2012b). **The end of the Bretton Woods System (1972–81).** Disponível em: <<http://www.imf.org/external/about/histend.htm>> Acessado em: 07 janeiro 2012.
32. _____. (2004). **IMF Concessional Financing through the ESAF.** Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/esaf.htm>> Acessado em: 04 agosto 2011.
33. _____. 2011. **Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria.** Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11175.pdf>> Acessado em: 02 julho 2012.
34. _____. 2009a. **Greece: 2009 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Greece.** Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr09244.pdf>> Acessado em: 02 julho 2012.
35. _____. (SD, acessado em 2012a). **Societal Change for Eastern Europe and Asian Upheaval (1990-2004).** Disponível em: <<http://www.imf.org/external/about/histcomm.htm>>. Acessado em: 24 julho 2012.
36. _____. 2009b. **Review of Recent Crisis Programs.** Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/091409.pdf>> Acessado em: 02 julho 2012.
37. Kálnoky, Boris; Moutsouri, Dimitra. **Jagd auf die Steuermilliarden der Elite-Griechen.** Welt Online. Disponível em:

- <<http://www.welt.de/politik/ausland/article106436844/Jagd-auf-die-Steuermilliarden-der-Elite-Griechen.html>> Acessado em: 02 julho 2012.
38. Krugman, Paul. **The Conscience of a Liberal**. London. W.W. Norton & Company. 2007.
39. _____. **The Return of Depression Economics and The Crisis of 2008**. New York. W.W. Norton Company. 2007.
40. _____. **WILL ASIA BOUNCE BACK? (speech for Credit Suisse First Boston, Hong Kong, March 1998)**. 1998. Disponível em: <<http://web.mit.edu/krugman/www/suisse.html>>. Acessado em: 06 agosto de 2011.
41. Krugman, Paul; Obstfeld, Maurice. **International Economics**. 2.ed. Harper Collins Publishers. New York, 1991.
42. Kregel, Jan. **MINSKY'S CUSHIONS OF SAFETY: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market**. 2008. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_93.pdf>. Acessado em 19 de outubro de 2012.
43. Larosière, Jacques de. **Revolutions in Managing International Debt**. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/history/2001/ch06.pdf>> Acessado em: 30 março 2012.
44. Lenain, Patrick. **O FMI**. Barueri. Editora Manole Ltda. 2004.
45. Lynn, Matthew. **Bust: Greece, the Euro, and the Sovereign Debt Crisis**. USA. Bloomberg Press. 2011.
46. Minsky, P. Hyman. **Stabilizing an Unstable Economy**. McGraw-Hill. New York, London. 2008.
47. _____. **The Financial Instability Hypothesis**. 1992. Disponível em: <<http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>>. Acessado em 15/10/2012.
48. _____. **Securitization**. 1987. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_08_2.pdf>. Acessado em 19/10/2012
49. Nellas, Demetris. **May Day protests in Greece erupt in violence**. Boston.com. disponível em: <http://articles.boston.com/2010-05-02/news/29322483_1_finance-minister-george-papaconstantinou-tax-hikes-spending-cuts> Acessado em: 20 julho 2012.
50. OECD. 2012. **Greece - Economic forecast summary (May 2012)**. Disponível em: <http://www.oecd.org/document/39/0,3746,en_33873108_33873421_4526_9891_1_1_1_1,00.html> Acessado em: 02 julho 2012.
51. Papandreou, George. **Interview with Christine Amanpour**, CNN. 2012. Disponível em: <<http://amanpour.blogs.cnn.com/2012/05/30/papandreou-we-are-not-the-problem/>> Acessado em: 02 julho 2012.
52. Perez, Carlota. **The financial crisis and the future of innovation: A view of technical change with the aid of history**. 2010. Disponível em:

- < http://carlotaperez.org/download/Crisis_and_innovation_TUT-TOC_WP_No2_8.pdf> Acessado em 25/06/2012.
53. Prates, Daniela M.; Cunha, André M. **Estratégias Macroeconômicas depois da crise financeira global: o Brasil e os emergentes**. 2011. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/2582/2956>> Acessado em 01 de outubro de 2012.
54. Ritholtz, Barry. **The systemic risk revealed by MF Global's collapse**. Disponível em: <http://www.washingtonpost.com/the-systemic-risk-revealed-by-mf-globals-collapse/2011/12/14/gIQAtrTI1O_print.html> Acessado em: 31 janeiro 2012.
55. Ritholtz, Barry; Task, Aaron. **Bailout Nation**. New Jersey. John Wiley & Sons. 2009.
56. Rogoff, Kenneth. **Austerity and the IMF**. 2010. Disponível em: <http://www.cgdev.org/files/1424492_file_Sabot_2010_Rogoff_FINAL.pdf> Acessado em: 28 julho 2012.
57. Rodrik, Dani. **Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform**. Journal of Economic Literature. Vol. XLIV (Dezembro 2006), pp. 973-987.
58. _____. **The Globalization Paradox**. New York – London. W.W. Norton & Company. 2011.
59. Roubini, Nouriel e Mihn, Stephen. **A Economia das Crises: Um Curso Relâmpago sobre o Futuro do Sistema Financeiro Internacional**. Rio de Janeiro. Editora Intrínseca Ltda. 2010.
60. Roubini, Nouriel. **Greece's best option is an orderly default**. 2010b. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a3874e80-82e8-11df-8b15-00144feabdc0.html#axzz1yMbrxGWF>> Acessado em: 20 julho 2012.
61. Smaghi, Lorenzo Bini. **The Triffin Dilemma Revisited**. 2011. Disponível em: <<http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111003.en.html>>. acessado em: 01 janeiro 2012.
62. Schneider, Harvard; Faiola, Anthony. N. 2012. **Greece's 2010 bailout falls flat, puts nation back on brink of default a year later**. Washington Post. Disponível em: <http://www.washingtonpost.com/business/economy/greeces-2010-bailout-falls-flat-puts-nation-back-on-brink-of-default-a-year-later/2011/06/17/AGXijSZH_story.html> Acessado em 02 julho 2012.
63. Sicsú, João; Ferrari, Fernando Filho (Org.). **Câmbio e Controles de Capitais**. 2ªed. Editora Campus. Rio de Janeiro. 2006.
64. Sicsú, João; Carvalho, Fernando Cardim de. **Experiências de Controles do Fluxo de Capitais: focando no caso da Malásia**. Em: Sicsú, João; Ferrari, Fernando Filho (Org.). **Câmbio e Controles de Capitais**. 2ªed. Editora Campus. Rio de Janeiro. 2006.

65. Stiglitz, E. Joseph. **A Globalização e seus malefícios**. 2ªed. Editora Futura. São Paulo. 2002.
66. _____. **Free Fall: America, Free markets, and the Sinking of the World Economy**. W.W. Norton & Company. New York, London. 2010.
67. _____. **The future of globalization**. 2008. Disponível em: <http://www2.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2008_Future_of_Globalization_Lessons_from_Cancun.pdf>. Acessado em: 06 março 2011.
68. _____. **The IMF cannot afford to make a mistake with Strauss-Kahn's successor**. 2011a. Disponível em: <<http://www.telegraph.co.uk/finance/dominique-strauss-kahn/8527773/Joseph-Stiglitz-the-IMF-cannot-afford-to-make-a-mistake-with-Strauss-Kahns-successor.html>>. Acessado em: 10 julho 2011.
69. _____. **Eurozone's problems are political, not economic**. 2011b. Disponível em: <<http://blogs.ft.com/the-a-list/2011/07/20/eurozones-problems-are-political-not-economic/#axzz1vRHyABfU>>. Acessado em: 20 maio 2012.
70. _____. **Europe must make it clear that it is standing alongside Greece**. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/vc/2010/021210.htm>>. 2010b. Acessado em: 20 maio 2012.
71. _____. **Making globalization Work**. W.W. Norton & Company. New York, London. 2007.
72. Shostak, Frank. **A atual crise financeira confirma as teorias de Hyman Minsky?** 2009. Disponível em: <<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=451>>. Acessado em 15/10/2012.
73. The Economist. 2011. **Greece and de Euro: Sell, Sell, Sell**. Disponível em: <http://www.economist.com/blogs/charlemagne/2011/05/greece_and_euro_1>. Acessado em 16/05/2011.
74. Weise, Carles L.; Barbera j. Robert. **Minsky Meets Wickcell: Using The Wicksellian Model to Undertand The Twenty-First Century Bussiness Cycle**. In: Fontanta, Giuseppe; Steterfield, mark. **Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy**. Palgrave. New York. 2010. Pág. 214-233.
75. Welt Online. 2012. **Lagarde liest den Griechen die Leviten**. Disponível em: <<http://www.welt.de/politik/ausland/article106380652/Lagarde-liest-den-Griechen-die-Leviten.html>> Acessado em :02julho 2012.
76. _____. 2012a. **IMF drängt Berlin zu Bankenhilfe und Euro-Bonds**. Disponível em <<http://www.welt.de/wirtschaft/article106651319/IWF-draengt-Berlin-zu-Bankenhilfe-und-Euro-Bonds.html>>. Acessado em 26/06/2012.
77. World Bank (2005). **Economic Growth in the 1990s Learning from a Decade of Reform**. 2005. Disponível em:

<<http://www1.worldbank.org/prem/lessons1990s/chaps/frontmatter.pdf>>.
Acessado em 25 julho 2012.

78. World Trade Organization. **What is the WTO?** Disponível em:
http://www.wto.org/english/thewto_e/thewto_e.htm. Acessado em 19 de
outubro de 2012.

Anexo 01.

On Friday, the thirteenth of August, Jesus Silva Herzog called once again at the Federal Reserve and the Treasury Department, this time **to** declare that the game was over. Two weeks before, the Fed had lent another \$700 million to Mexico and now that money was virtually gone too. The nation's liquid reserves had dwindled to less than \$200 million, but capital was fleeing the country at the rate of at least \$100 million a day. On Monday, when the world opened for business, Mexico would be broke.

The United States government could not allow that to happen. If Mexico defaulted on its \$80 billion debt, the largest banks of America and Europe would be swamped in the resulting panic. Other debtor nations, faced with the same financial crisis, would no doubt follow Mexico's failure. Investors worldwide would rush to find safe ground, dumping bank stocks and pulling deposits out of any banks that had heavy exposure in Third World loans. The bubble of optimism that had led Citibank and the others to lend so heavily to Mexico, Brazil, Argentina and the rest was about to burst.

The immediate solution, plainly stated, was for the United States to pump a lot of new money into Mexico—over the weekend—before the nation collapsed in insolvency. In the coming months, Mexico faced due dates on \$10 billion in loan payments it could not meet, so this time the emergency credit would have to be much larger than the bridging loans the Fed had been providing Mexico since the spring. Once the immediate crisis was averted, then all the threatened parties—commercial banks, central bankers and sovereign nations—would have to work out new terms for dealing with Mexico's long-term solvency.

In crisis, the United States government could move swiftly and on a massive scale. Between Paul Volcker at the Fed and Donald Regan at Treasury, an unprecedented bailout was arranged in three days of private meetings—\$3.5 billion in new loans for Mexico. The Department of Energy agreed to buy \$1 billion of oil from Mexico and to pay in advance immediately, instead of paying on delivery. The Department of Agriculture provided another \$1 billion, a line of credit for the future purchase of U.S. grain and other food products. Volcker, meanwhile, organized a \$1.85 billion loan pool among the central banks of the industrial world, half of the money to be provided by the Fed. All together, this new money would keep Mexico going until a more permanent solution could be worked out. By Sunday evening, the deals were all negotiated and Silva flew home to Mexico City to announce that national bankruptcy had been averted. Mexico, in effect, was now in receivership to the international financiers.

On the following Friday, the Mexican nuance minister faced his private creditors. More than a hundred representatives of commercial banks gathered in the auditorium at the New York Fed to hear the details. Anthony Solomon, the New York Fed president, summarized the emergency measures that the government had undertaken on the previous weekend. Then Silva described the larger problems. Mexico needed a ninety-day moratorium from the banks on all the debt payments coming due. It would begin working out the terms for a larger loan from the International Monetary Fund. But it would also require rescheduling of its outstanding debt—and additional loans—from the commercial banks (Greider, 1987, pág. 517)

By January, a dozen or more debtor nations were lining up at *the* same window, seeking the sort of relief that a business corporation sought when it filed for a Chapter 11 bankruptcy. In this instance, the bankruptcy referee was the International Monetary Fund, assisted directly *by* the authority of the Federal Reserve, and, one by one, the IMF negotiated "work out" plans for the failed debtors. The rescheduling schemes would prevent default and allow the countries to keep going, but, like any bankrupted borrower, the sovereign nations were compelled to accept the bankers' terms (Greider, 1987, pág 545).

ANEXO 02

January 2002

On 14 January, more than 1,000 protesters flocked into central Jakarta to protest Government plans to raise fuel prices, along with telephone and electricity fees. Some demonstrators also demanded the Government raise the minimum wage, whilst calling for a reduction in prices of basic staples. It was reported that the Government planned to increase basic fees for electricity by up to 15 per cent; fuel by 20-25 per cent; and telephone fees by 15 per cent.⁹⁵

On 16 January, hundreds of students took to the streets, in several cities, in protest at Government plans to raise prices. In South Sulawesi, hundreds of students from the Indonesian Muslim University (UMI) urged the province's legislative council to support their rejection of the increases: failure to do so, they warned, would lead to further street protests. In central Java, about 100 students from the Indonesian National Student Movement (GMNI) also staged a similar protest.⁹⁶

On 18 January, protests continued with two separate marches converging on the House of Representatives (DPR) in central Jakarta causing traffic congestion. The protest drew over 2,000 people opposing the hike in fuel prices and demanding the government fight corruption. Also on 18 January, about 400 women staged a rally at the Hotel Indonesia protesting the price hike. They later marched to the office of the Coordinating Minister for People's Welfare.⁹⁷

Indonesia

IMF policy context: In December 2001, the Indonesian Government explained how key features in the 2002 budget included, "continued wage restraint in the public sector...lowering untargeted subsidies through planned increases in fuel and electricity prices; and capping the share of general allocation funds (DAU) to the regions at 25 per cent of domestic revenue." The Government also stated that it "views the phased elimination of poorly-targeted energy subsidies as a major part of its strategy [and] is also committed to maintaining a liberal trade regime. Privatisation of state-owned enterprises (SOEs) is a key part of the... broader reform effort aimed at improving economic performance and strengthening the public finances."⁹³ Indonesia owes the IMF and World Bank US\$23.3 billion.⁹⁴

25

States of Unrest III

Resistance to IMF and

World Bank policies

in poor countries

On 20 January, over 100 protesters staged a protest against the fuel price hike in front of Merdeka Palace in central Jakarta.⁹⁸

March 2002

On 8 March, around 500 protesters, from three different organisations, staged a simultaneous rally to commemorate International Women's Day. The protesters marched from the Hotel Indonesia to the State Palace in central Jakarta. A spokesperson demanded an increase in the regional minimum wage, reinstatement of public health subsidies and greater employment opportunities for women.⁹⁹

On 13 March, the Government sold its 51 per cent stake in Bank Central Asia (BCA) to a consortium led by US investment firm Farillon Capital. However, the sale nearly collapsed when thousands of the bank's employees held a strike in protest.¹⁰⁰ The sale was reported by the BBC as "the country's most significant privatisation since the Asian financial crisis in the late 1990s and a key requirement for International Monetary

Fund (IMF) assistance.”101

April 2002

In April more than 400 employees from state-owned water company, Bandung City (West Java) went on strike rejecting the privatisation of the company to South Australian Water. Employees claimed that privatisation was not needed since the company had been profitable throughout 2000/01.102

May 2002

On 21 May, several hundred students and activists clashed with police. The protest marked the fourth anniversary of Suharto's resignation, which heralded the start of Indonesia's transition to democracy. But the protesters claimed that reforms had gone astray. The groups argued that politicians had sunk into inter-party bickering and blindly followed IMF-led economic reforms that ignore the poor.103

September 2002

On 19 September, thousands of workers in Jakarta staged demonstrations to oppose the labour protection and industrial settlement bill. The workers demanded more protection of their rights to strike, to appeal against dismissal and for job security. Protests took place in Bandung, Medan, Surabaya and other large cities.104

http://www.networkideas.org/doc/apr2003/Unrest_3.pdf

Acessado em 11/06/2012

ANEXO 3

SUMMARY OF REFORM PROPOSALS

Rationale. Modernize the Fund's General Resources Account (GRA) lending toolkit and ensure the Fund is well-equipped to play its role in combating the current and future crises while providing adequate safeguards for the use of its resources.

Modernizing Conditionality. Rely more on review-based conditionality by discontinuing performance criteria (PCs) for structural measures in all Fund arrangements, including those under facilities for low-income countries (LICs). Retain PCs on quantitative targets and associated waivers. Apply ex ante conditionality to the new Flexible Credit Line (FCL).

Streamlining GRA facilities. Eliminate Supplemental Reserve Facility (SRF), Compensatory Financing Facility (CFF), and Short-term Liquidity Facility (SLF). Retain the Extended Fund Facility (EFF) particularly in light of its usefulness to low-income members graduating from support under the Poverty Reduction and Growth Facility and Exogenous Shocks Facility Trust (PRGF-ESF Trust). Discourage use of the EFF for high access to Fund resources by applying the proposed time-based surcharge to the EFF (the Stand-By Arrangement (SBA) would be better suited for such high-access use).

Flexible Credit Line. Establish a new instrument in the credit tranches to allow strong performing members to access large upfront Fund resources based on ex ante conditionality (i.e., rigorous qualification criteria) and with sufficiently long repayment terms to deal with all types of balance of payments (BOP) problems. The FCL could be used both on a precautionary (crisis prevention) and nonprecautionary (crisis resolution) basis. Members may request either a six-month arrangement, or a 12-month arrangement with a mid-year review to confirm continued qualification. Arrangements would be renewable. Access would not be subject to a pre-set cap, and would be determined on a case-by-case basis depending on actual and potential BOP needs, but staff expects that access would not normally exceed 1000 percent of quota. **Fund safeguards** include the rigorous qualification criteria and shorter duration relative to other arrangements, high scrutiny and early Board consultation substantively similar to the procedures under the exceptional access framework, and enhanced engagement with the member under post-program monitoring (PPM), where applicable, after a drawing. Experience with the FCL, including its design and purpose, will be reviewed two years after its creation. To mitigate concerns about liquidity risks, such review would be activated

earlier if FCL commitments reach SDR 100 billion, which is about half of total current usable resources. The proposed changes to the commitment fees (see below) will also help contain liquidity risks.

Stand-By Arrangement. Strengthen the effectiveness of SBAs by providing increased flexibility to frontload access and allow semi-annual frequency of purchases and PCs. These clarifications would apply to both precautionary and nonprecautionary SBAs, increasing the flexibility of this instrument for both crisis prevention and crisis resolution. 4

Exceptional Access Policy. Allow exceptional access for both potential and actual BOP needs stemming from capital and current account pressures, and eliminate ambiguities in exceptional access criteria, including the criterion on debt sustainability.

Access to Fund resources. Double global access limits from 100 percent of quota to 200 percent of quota annually and from 300 percent of quota to 600 percent of quota cumulatively. Also, double the threshold for triggering PPM to 200 percent of quota in outstanding credit to the Fund.

Surcharges. Eliminate time-based repurchase expectations (TBRE) policy, extending automatically all future repurchases by all members to the obligations schedule effective May 1, 2009. Simplify surcharge schedule in the credit tranches and under the EFF by removing existing 100 bps surcharge for access between 200 percent and 300 percent of quota. (Credit outstanding above 300 percent of quota would continue to be subject to a surcharge of 200 bps.) To create incentives for early repayments, introduce 100 bps time-based surcharge to apply when credit outstanding is above 300 percent of quota for more than three years after May 1, 2009. To avoid making worse off members with Fund credit outstanding or with an existing arrangement at the time the new surcharge decision becomes effective (May 1, 2009), allow such members to choose either the existing or the new surcharge schedule for both credit already outstanding and future purchases under existing arrangements.

Commitment fee. To help guard against liquidity risks, strengthen price incentives against unduly large precautionary access by raising the commitment fee at higher levels of access, with a fee schedule as follows: 15 bps for access up to 200 percent of quota, 30 bps for access in excess of 200 percent but up to 1000 percent of quota, and 60 bps for access in excess of 1000 percent of quota. New schedule to apply in assessing any fees due annually after the new schedule becomes effective, including to those charged under existing arrangements

<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/031309A.pdf>

13062012

ANEXO 04

Public Information Notice (PIN) No. 09/40

April 3, 2009

Public Information Notices (PINs) form part of the IMF's efforts to promote transparency of the IMF's views and analysis of economic developments and policies. With the consent of the country (or countries) concerned, PINs are issued after Executive Board discussions of Article IV consultations with member countries, of its surveillance of developments at the regional level, of post-program monitoring, and of ex post assessments of member countries with longer-term program engagements. PINs are also issued after Executive Board discussions of general policy matters, unless otherwise decided by the Executive Board in a particular case.

On March 24, 2009, the Executive Board of the International Monetary Fund (IMF) approved comprehensive reforms to strengthen its capacity to prevent and resolve crises. In particular, the effectiveness of its nonconcessional lending facilities in meeting members' financing needs were enhanced, while preserving adequate safeguards on Fund resources, by modernizing the conditionality framework applying to all Fund arrangements—including those which are

concessional, increasing access limits to nonconcessional lending, and reforming the pricing of high and precautionary access to nonconcessional lending.

Background

The IMF has completed a major overhaul of its nonconcessional lending framework to ensure it is well-suited to meet members' needs in the current as well as in future crises. These reforms, together with an expanded pool of loanable resources, would enable the Fund to play a larger role in tackling the ongoing global financial crisis to the benefit of all its members. All aspects of the IMF's lending instruments and policies were assessed: the existing General Resources Account facilities, the conditionality framework, access levels, charges and fees, and maturities. Complementary reforms of concessional lending instruments for low-income members are being pursued in parallel. The key reforms approved by the Executive Board are:

- **Modernizing the conditionality framework** to ensure conditions linked to IMF loan disbursements are sufficiently focused and adequately tailored to the varying strengths of members' policies and fundamentals, thereby reducing stigma associated to Fund lending. This is to be achieved by relying more on pre-set qualification criteria (ex-ante conditionality) rather than on traditional (ex-post) conditionality. In addition, structural reforms will from now on be monitored in the context of program reviews, rather than through the use of structural performance criteria, which will be discontinued in all Fund arrangements, including those with low-income countries.
- **Establishment of the Flexible Credit Line (FCL)** arrangements. This new credit line is designed to provide large and upfront financing to members with very strong fundamentals and policies. As access to the FCL is restricted to those members that meet strict qualification criteria, drawings under it are not tied to policy goals agreed with the country. The flexibility built into the design of the FCL relates to its uncapped access, its long repayment terms (3¼ – 5 years), its unrestricted renewals, and its dual-use for contingent (precautionary) and actual balance of payments needs.
- **Enhancements to the Stand-By Arrangement (SBA)**. Reforms to the SBA—the Fund's workhorse lending instrument for crisis resolution—also provide flexibility and ensure it is used also as a crisis prevention instrument by members that may not qualify to the FCL. The modified SBA framework provides increased flexibility by allowing frontloading of access and reducing the frequency of reviews and purchases where warranted by the strength of the member's policies and the nature of the balance of payments problem faced by the member.
- **Simplification of Fund lending toolkit** to eliminate certain rigid facilities that have been little used since they cater to narrow balance of payments problems.
- **Doubling of access limits** to 200 percent of quota on an annual basis and to a 600 percent of quota cumulative limit. These higher limits give confidence to countries that adequate resources will be accessible to them to meet their financing needs. There continues to be scope for access above these limits, for example through the FCL, or following intensified scrutiny under the exceptional access framework, which was also overhauled.
- **Adapting and simplifying cost structures** of high-access and precautionary lending across facilities. Surcharges will continue to enable the Fund to build reserves to mitigate credit risks and the revised surcharge schedule will also increase price incentives to make early repayments at the same time that the current time-based repurchase expectations policy is repealed. The commitment fee schedule is adapted to help contain risks to Fund liquidity from large-scale precautionary lending (which is facilitated by the creation of the flexible credit line and the reforms to high access precautionary SBAs).

By enhancing instruments for precautionary lending and tailoring the use of Fund resources to the strength of members' policies and fundamentals, these reforms aim to encourage members to approach the Fund early, thereby reducing the likelihood of crises or mitigating their ultimate costs. Together with a substantial increase in the Fund's resources, these reforms provide a strong platform from which the Fund can respond robustly to help members tackle the current as well as future crises.

Executive Board Assessment

The Executive Board has adopted a number of decisions to reform the Fund's GRA lending and conditionality frameworks to ensure that the Fund is well-equipped to fully meet the needs of its membership. While many Directors expressed some reservations on certain elements of

these reforms, Directors generally considered the overall package to be a satisfactory compromise that balances the diverse interests of the membership.

Modernizing Conditionality. Most Directors noted that structural performance criteria are perceived as reducing national ownership of Fund-supported programs, while being difficult to define objectively. Accordingly, they agreed that structural performance criteria would be replaced under all Fund arrangements, including those under facilities designed for low-income countries, with a review-based approach to monitoring the implementation of structural reforms in Fund-supported programs. A few of these Directors supported replacing structural benchmarks and prior actions, as well. For existing arrangements, a few Directors would have preferred a faster transition to review-based conditionality, by automatically discontinuing all structural performance criteria in upcoming program reviews. Some Directors, however, wanted to retain structural performance criteria for macro-critical measures, while a few Directors would have also supported adoption of a review-based approach for quantitative variables.

Flexible Credit Line (FCL). Directors supported the creation of the FCL to enable very strong-performing members to have high and front-loaded access to Fund resources. The FCL could be used for contingent or actual financing needs stemming from all types of balance of payments problems. Directors broadly agreed with the FCL's key design elements. Directors stressed that the assessment of a member's FCL qualification should be undertaken confidentially and only at the request of the member. In emphasizing the importance of transparency, Directors agreed that the Managing Director should generally not recommend that the Executive Board approve a request to use the FCL unless the member had consented to publication of the associated papers. Some Directors, however, considered that publication should always take place in FCL cases. It was agreed that the Board will revisit this issue in the context of its review of the Fund's transparency policy later this year.

A number of Directors remained concerned that the FCL could induce large precautionary use of Fund resources, crowding out lending for crisis resolution. Directors agreed that the FCL should be reviewed in two years, or earlier if commitments under the FCL reach SDR 100 billion, while a few Directors preferred reviewing the FCL in three years. Some Directors would have preferred an access limit to help safeguard Fund resources and to ensure even-handedness and predictability of Fund lending, but welcomed staff's expectation that access would not normally exceed 1,000 percent of quota. A few Directors reiterated their concern that ex-ante conditionality might not provide adequate safeguards for the use of Fund resources.

Directors called for rigorous and even-handed application of the FCL's qualification framework, as further elaborated in Annex I of the staff paper, to ensure that only members with very strong macroeconomic fundamentals and policy frameworks, sustained track records of implementing very strong polices, and a commitment to maintaining such policies, would have access to FCL financing. A number of Directors stressed the importance of relying on Executive Board assessments of members' policies in the context of recent Article IV consultations. These Directors expected that a member that qualifies for the FCL would normally have held the most recent Article IV consultation in accordance with the standard cycle for such consultations. A few Directors considered that qualification assessments should also be informed by a recent FSAP or FSAP update.

Enhancing Stand-By Arrangements. Directors supported making high-access precautionary SBAs (HAPAs) available on a more regular basis. In addition, all SBAs, including HAPAs, could be designed flexibly—including with respect to phasing and frontloading of access, and frequency of performance criteria test dates and Board reviews—in recognition of members' varying circumstances. At the same time, a few Directors expected that quarterly phasing would continue to be used in cases of large access to Fund resources. Directors looked forward to a future staff paper addressing the "black-out period" problem under SBAs, which currently blocks members from making purchases during certain periods when data for performance criteria assessments are unavailable.

Access Policies. Directors agreed to double normal GRA access limits to 200 percent of quota annually and 600 percent of quota cumulatively. They also supported the modification of the four substantive exceptional access criteria so as to allow exceptional access for potential and actual BOP needs stemming from both capital and current account crises, and to eliminate rigidities and ambiguities in the criteria. Some Directors felt that aspects of the modifications could weaken this policy, but welcomed the preservation of the procedural

aspects of the policy, which they considered to be an essential part of Fund risk management.

Surcharges and Fees. Directors supported the proposed simplification of the current level-based surcharge structure, the introduction of a new time-based surcharge, and the elimination of the time-based repurchase expectations policy. They considered the proposals to strike a balance between simplifying the cost and repayment structures for Fund lending, and mitigating credit risks and encouraging timely repayment of Fund resources.

In discussing the staff's proposal, a few Directors reiterated their preference to align the threshold for the level-based surcharges with the new normal access limits. A few other Directors expressed concern that the alignment of the Extended Fund Facility (EFF) and SBA time-based surcharges would make high access under the EFF unduly costly for low-income members. It was recognized, however, that high access would not normally be expected under the EFF, as the SBA would be a better instrument for such purpose. A few Directors also requested an early review of the burden-sharing mechanism.

Directors concurred that the new upward-sloping commitment fee structure will discourage unnecessarily high precautionary access, helping to contain risks to the Fund's liquidity. While supporting the decision, some Directors also felt that fees were too high, while some other Directors believed that fees should have been higher.

Eliminating Special Facilities. Directors agreed to abolish the Compensatory Financing Facility, the Supplemental Reserve Facility, and the Short-Term Liquidity Facility, which have been seldom or not used. Directors supported retaining the EFF, particularly given its usefulness to low-income countries.

<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2009/pn0940.htm> 13/06/2012