

# O papel de supervisor do fundo monetário internacional e a crise financeira do *subprime*

## The supervisory role of the International Monetary Fund and the *subprime* financial crisis

Marcelo Pereira Fernandes\*

### Resumo

O objetivo deste artigo é analisar o processo de supervisão do FMI e o seu desempenho durante a crise do *subprime*. O artigo mostra que o FMI esteve muito aquém de cumprir sua tarefa de supervisor: não foi capaz de alertar sobre os problemas no mercado imobiliário dos Estados Unidos, nem de prever os riscos à economia mundial. Além disso, quando a crise já estava instalada, o FMI teve um papel secundário em relação às políticas de combate à crise.

**Palavras-chave:** FMI. Supervisão. Crise *subprime*.

### Abstract

The aim of this paper is to analyze the process of surveillance of the IMF and its performance during the subprime crisis. The paper shows that the IMF failed in its surveillance role: failed to warn about the problems neither in the U.S. housing market, nor to predict the risks to the global economy. Moreover, when the crisis was already installed, the IMF has had a secondary role regarding to policies to combat the crisis.

**Key-words:** IMF. Surveillance. *Subprime* crisis.

---

\* Economista com doutorado pela Universidade Federal Fluminense (UFF/RJ). Atualmente é professor adjunto do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro e Conselheiro do Conselho Regional de Economia do Rio de Janeiro (Corecon/RJ). Contato: mapefern@gmail.com.

## Introdução

Durante as discussões da Conferência de Bretton Woods, em 1944, em New Hampshire, a estabilidade das taxas de câmbio foi encarada como um elemento fundamental do novo arranjo monetário que deveria prevalecer com o restabelecimento da paz mundial. Entre os fatores econômicos responsáveis pela eclosão da segunda guerra, as desvalorizações competitivas (a política do *beggar my neighbor*) e as barreiras comerciais adotadas pós-crise de 1929, figuravam entre os principais. A partir dessa constatação, estabeleceu-se que os problemas no balanço de pagamentos não fossem resolvidos por meio da restrição dos fluxos de comércio. O acordo previa que os países tornassem suas moedas conversíveis o mais rápido possível nos itens da conta de transações correntes. Por outro lado, a movimentação de capitais deveria ser controlada pelos próprios países-membros sempre que estes achassem necessário. Evitavam-se, assim, pressões sobre as taxas de câmbio e impedia-se que desequilíbrios no balanço de pagamentos fossem provenientes da conta de capitais.

Existia enorme desconfiança em relação ao papel das finanças internacionais no desencadeamento da Grande Depressão no entre guerras. Os fluxos de capitais privados durante o período de 1918 a 1939 foram reconhecidamente um fator de instabilidade econômica que contribuíram decisivamente para o fim do padrão-ouro e o desmoronamento do comércio internacional. Por essa razão, houve o apelo à criação de um sistema financeiro que colocasse um fim nos efeitos nefastos dos capitais especulativos (Brunhoff 1998, Boughton 2004, Krugman e Obstfeld 2005).

O papel do Fundo Monetário Internacional (FMI ou Fundo, doravante) sofreu uma mudança considerável após o rompimento dos acordos de Bretton Woods, em agosto de 1971, e em 1973, com o estabelecimento das taxas de câmbio flutuante. Em 1975, os representantes das principais nações industrializadas reuniram-se em Château de Rambouillet, na França, no primeiro de uma série de encontros que buscavam a revisão dos artigos constitutivos do FMI, considerando a nova realidade das taxas de câmbio flutuantes. Em janeiro de 1976, na reunião anual em Kingston, Jamaica, o Comitê Interino finalmente concordou em rever as atribuições do Fundo por meio da reformulação da Segunda Emenda dos seus artigos (James 1995). O Comitê dos Vinte (C-20)<sup>1</sup> elaborou um projeto que pretendia criar instrumentos para que o FMI atuasse num sistema de taxas de câmbio flutuante. Até aquele momento, a ideia de “supervisão”, ainda que implicitamente, estava diretamente ligada à manutenção das taxas de câmbio estáveis, como prevalecera nas últimas décadas.

Ao fim do encontro, reconheceu-se que o papel monetário do ouro tinha terminado. Mais do que isso, as autoridades aceitaram a transformação estrutural pela qual passou o sistema monetário internacional. O FMI alterou seus estatutos e finalmente ficou acertada a legitimação da flutuação do câmbio e a abolição do preço oficial do ouro. Com a aprovação da Segunda Emenda ao Convênio Constitutivo, confirmou-se a mudança no Artigo IV, que originalmente estava relacionado às disposições da taxa de câmbio fixa. A revisão do Artigo IV foi aprovada

<sup>1</sup> O C-20 foi formado em julho de 1972 pelos diretores do FMI para preparar propostas de reforma no sistema de paridades cambiais. O C-20 era composto por representantes de cada um dos vinte grupos de países representados por um diretor executivo do Fundo (Cf. Eichengreen 2000, Gonçalves et al. 1998).

pela Diretoria Executiva em abril de 1978, permitindo que os países utilizassem o regime cambial que preferissem, endossando, assim, o sistema de taxas de câmbio flutuantes (Aglietta 2004, Pauly 2008).

No entanto, decidiu-se que os países precisariam seguir políticas macroeconômicas que promovessem a estabilidade dos preços e o crescimento econômico, além de não recorrer à manipulação da taxa de câmbio com o objetivo de alcançar alguma vantagem competitiva sobre os outros membros. Nesse contexto, foi aprovada a decisão de que cabia ao Fundo supervisionar a economia global e dos países-membros, com o intuito de assegurar a fidelidade às novas regras.

A supervisão deu um novo perfil à atuação do FMI (Aglietta 2004). Agora, a instituição exerce tarefas mais amplas que não estavam explicitadas nos seus estatutos de fundação. Tais tarefas fazem emergir novos questionamentos sobre o seu desempenho, especialmente nos países periféricos, onde sua influência é muito maior.

O objetivo deste artigo é analisar o papel de supervisor do FMI, buscando levantar questionamentos sobre sua atuação na crise financeira desencadeada pelo colapso do mercado de hipotecas *subprime* nos Estados Unidos. O Fundo não conseguiu antecipar-se minimamente a uma das piores crises da história do capitalismo, mas o que mais chama a atenção é a forma como a instituição, que tem como uma de suas principais atribuições a supervisão do sistema financeiro internacional, ficou completamente à margem dos acontecimentos.

Além desta introdução, o artigo está dividido em quatro seções. Na segunda seção, será analisado como se dá o processo de supervisão do FMI. Na terceira seção, será analisada, brevemente, a crise financeira do *subprime* e suas repercussões internacionais. Na quarta seção, será analisado o desempenho do FMI diante da crise financeira mundial. E, na última seção, são apresentadas as considerações finais.

## O processo de supervisão

Atualmente, o FMI é a principal organização internacional responsável pela supervisão das políticas macroeconômicas dos países-membros e dos sistemas monetário e financeiro internacionais, sendo este último o pilar central de suas atividades. A supervisão foi estabelecida pelo artigo IV do Acordo do Fundo, introduzido em 1977 com a Segunda Emenda, e ratificado em abril de 1978, após o fim do sistema de paridades fixas (IMF 2010).

No IMF (2012, 1), o conceito de supervisão é definido da seguinte forma:

The IMF is mandated to oversee the international monetary system and monitor the economic and financial policies of its 188 member countries. This activity is known as surveillance. As part of this process, which takes place both at the global level and in individual countries, the IMF highlights possible risks to stability and advises on needed policy adjustments. In this way, it helps the international monetary system serve its essential purpose of facilitating the exchange of goods, services, and capital among countries, thereby sustaining sound economic growth.

Nos termos do artigo IV, os países-membros se comprometem a colaborar com o FMI e com os demais países no sentido de promover a estabilidade econômica mundial. Por sua vez, o

FMI deve: i) supervisionar o sistema monetário internacional, com o intuito de assegurar o seu funcionamento efetivo, e ii) verificar se cada país-membro está agindo em consonância com suas obrigações, conforme estabelecido no artigo IV.

A supervisão é desempenhada de duas maneiras: por meio de exames individuais dos países (consultas ao Artigo IV) e dos relatórios que analisam a economia mundial de maneira ampla (IMF 2010, Wolf 2009). Na prática, o processo de supervisão ocorre por meio de visitas regulares de técnicos do Fundo aos países (geralmente, uma vez por ano). As visitas incluem consultas e coletas de informação com funcionários do governo e do banco central, além de parlamentares, representantes do empresariado e sindicatos. Segundo o IMF (2010), as discussões se concentram no levantamento de possíveis riscos para as estabilidades interna e externa, e sobre a necessidade de realizar ajustes na política econômica do país.

Como forma de auxiliar a supervisão, o FMI publica quatro relatórios destinados a acompanhar as tendências econômicas mundiais e regionais. O *World Economic Outlook* (WEO), o *Global Financial Stability Report* (GFSR), o *Fiscal Monitor* e o *Regional Economic Outlook Reports* (REOR), que apresenta uma análise mais detalhada das cinco grandes regiões do mundo<sup>2</sup>.

O WEO é o principal instrumento do FMI para o acompanhamento da evolução da economia mundial e das políticas econômicas dos países-membros a partir de um ponto de vista multilateral. Nesse documento, são apresentadas as previsões sobre as principais variáveis macroeconômicas, além de uma análise minuciosa sobre a conjuntura econômica mundial. A primeira edição apareceu em 1980, e até 1983 era publicada anualmente. A partir de 1984, passou a ser semestral – em abril e setembro (Crow et al. 1999). Essas publicações são a face mais visível da supervisão multilateral desempenhada pelo Fundo. “The analysis and projections contained in the World Economic Outlook are integral elements of the IMF’s surveillance of economic developments and policies in its member countries, of developments in international financial markets, and of the global economic system” (IMF 2009, xi).

Nesse sentido, o Fundo realiza previsões das principais variáveis macroeconômicas de diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento. As previsões cumprem dois objetivos básicos: i) ajudar no monitoramento da economia mundial; e ii) avaliar a eficácia dos programas de reformas econômicas patrocinadas nos países em desenvolvimento. Por meio de projeções específicas para o critério de desempenho dos países sob esses programas, o Fundo avalia o grau de implementação das políticas sugeridas (Dreher et al. 2007, Timmermann 2006).

Segundo Crow et al. (1999), a supervisão pode fornecer três tipos de serviços aos países membros: informação, assessoria política e coordenação política. A informação incluiria esclarecimentos sobre dados econômicos e políticas de governo. Em contraste com as agências de *rating*, que só estão interessadas em buscar informações consideradas relevantes aos mercados financeiros, as informações oferecidas pelo FMI têm a característica de um bem público. Na assessoria política, parte-se do princípio de que o Fundo possui maior capacidade em analisar o ambiente econômico internacional e as políticas adotadas por outros países ou em áreas

2 O WEO surge exatamente da decisão de 1977, que autorizava as revisões periódicas do câmbio relacionadas com a evolução econômica (Pauly 2008). O GFSR, o *Fiscal Monitor* e o REOR são publicações mais recentes. Em 2011, o Fundo lançou o primeiro número do *Consolidated Spillover Report*, uma publicação com o objetivo de examinar os impactos das políticas das principais economias do mundo na economia global.

específicas, nas quais o FMI acumulou certa experiência, como a identificação de vulnerabilidades do setor financeiro. Ainda nesse caso, a assessoria pode ter grande relevância quando há divergência dentro do governo sobre qual é a política mais adequada. O FMI poderia reforçar as posições das autoridades comprometidas com as políticas corretas mas com dificuldades de execução, por serem consideradas impopulares, ainda que necessárias na visão dos técnicos do Fundo. Por fim, a coordenação política refere-se à possibilidade de o FMI ser o responsável por autorizar determinadas políticas nacionais que afetam direta ou indiretamente outros países, como a utilização de barreiras comerciais e a desvalorização cambial. Essas são decisões que sem uma coordenação eficiente podem trazer instabilidade econômica e política a todos os países envolvidos.

Embora a ideia de supervisão tenha surgido nos anos de 1950, foi somente após a consolidação do câmbio flutuante que a função de supervisão apareceu de forma explícita. De acordo com Duignan e Bjorksten (2005), apesar de os objetivos permanecerem inalterados desde 1978, é verdade que as modalidades de supervisão, assim como os canais pelos quais elas afetam os resultados perseguidos (como o debate político intergovernamental), evoluíram com as mudanças na economia mundial.

A finalidade original da supervisão era assegurar que cada país-membro cumprisse as novas obrigações estabelecidas com a Segunda Emenda após o colapso do sistema de Bretton Woods de taxas de câmbio fixas (mas ajustáveis). Mais tarde, foram propostos novos objetivos para supervisão. No fim dos anos de 1990, o FMI foi chamado a empregar a supervisão como forma de identificar as economias sob risco de crise financeira. Ademais, o Fundo deveria produzir relatórios ao público em geral sobre as políticas econômicas adotadas por cada país-membro e a solidez de cada economia.

No entanto, conforme Boughton (2001), durante a década de 1980, a disseminação pública dos resultados das consultas do Artigo IV não eram vistos como desejáveis. Entendia-se que poderiam surgir pressões de vários setores, comprometendo a eficácia das discussões que até então eram confidenciais. Segundo o IMF (2012), atualmente, quase todos os países concordam com a divulgação de uma comunicação pública, na qual estão resumidas as opiniões dos técnicos e do Comitê Executivo do Fundo.

Em 2007, o FMI elaborou um conjunto de regras, chamadas de *New Decision*, sobre o processo de supervisão das políticas dos países-membros, o que significou a primeira grande revisão em cerca de 30 anos, como lembra o ex-diretor gerente do FMI, Rodrigo de Rato (2007). Vale ressaltar que a nova decisão deixou claro que a supervisão tem como objetivo central impedir a ocorrência de instabilidade monetário-financeira e alertar os países-membros para os potenciais riscos e vulnerabilidades, bem como aconselhá-los a respeito das políticas necessárias (IMF 2012).

Conforme o IMF (2007a), a nova decisão não criou novas obrigações aos países, mas apenas atualizou as resoluções de 1977 em aspectos que agora o FMI considera essenciais: i) estabeleceu o conceito de estabilidade externa como um princípio organizador da supervisão bilateral. A estabilidade externa passou a englobar tanto a situação da conta de transações correntes quanto a conta de capitais do balanço de pagamentos; ii) especificou as modalidades da moderna supervisão, enfatizando a natureza colaborativa da supervisão por meio do diálogo e persuasão,

além de observar com maior cuidado as circunstâncias sob as quais o país se encontra; iii) deixou mais transparente o conceito de manipulação cambial, quando esta tem o objetivo de aumentar injustamente a competitividade de um país sobre os demais membros. A nova decisão se refere a esse comportamento com o conceito básico de “desalinhamento cambial”; e iv) estabeleceu um guia mais completo sobre a conduta dos membros em relação às políticas cambiais. Além de condenar a manipulação cambial, a nova decisão adicionou a ideia de que os países não podem utilizar políticas cambiais que resultem em instabilidade externa, independentemente de sua finalidade<sup>3</sup>.

Todavia, pouco antes da revisão nos documentos que tratam da supervisão, o *Independent Evaluation Office* (IEO), do FMI, preparou um relatório em que avaliava o cumprimento da supervisão pelo FMI durante o período de 1999 a 2005 (IEO 2007). A conclusão não foi muito animadora: “The main finding is that the IMF was simply not as effective as it needs to be in both its analysis and advice and in its dialogue with member countries” (IEO 2007, 3).

O relatório apontou cinco razões pelas quais o Fundo deixou de cumprir satisfatoriamente a supervisão: i) pouca compreensão quanto ao papel da instituição na supervisão cambial, ii) falta de comprometimento por parte dos países em cumprir suas obrigações em relação à supervisão cambial, iii) forte percepção entre alguns países-membros de uma postura parcial do FMI no processo de supervisão; iv) falha das autoridades do Fundo em proporcionar orientação e incentivos apropriados para análise e assessoria de qualidade nas questões cambiais; e v) ausência de diálogo eficaz entre o FMI e grande parte dos países-membros (IEO 2007).

Ainda sobre a taxa de câmbio, o relatório assinala a carência de organização dentro do FMI sobre o trabalho relativo às questões cambiais. Haveria uma dispersão entre os diversos departamentos que formam a estrutura do Fundo, prejudicando a prestação de contas pelo trabalho na área cambial, seja no estabelecimento de prioridades, na realização de tarefas ou na divulgação dos resultados. A análise do mercado cambial, por exemplo, é realizada pelo WEO e pelo *Financial Stability Report*, ou seja, está sob responsabilidade de dois departamentos distintos (IEO 2007).

O relatório também faz referência à falta de compreensão do FMI quanto ao funcionamento dos mercados financeiros como um fator que restringiu o valor da assessoria do Fundo (IEO 2007). Essa constatação é por si só surpreendente. O relatório aponta a falta de integração na estrutura da instituição e a insuficiente experiência prática dos quadros do FMI como responsáveis por essa falha. Por fim, cabe mencionar a questão dos desequilíbrios globais apontada no relatório. O IEO avalia que poucos avanços foram feitos em relação aos estudos sobre como enfrentar esses desequilíbrios e seus respectivos cenários de ajustamento (IEO 2007).

Ainda sobre os problemas da falta de eficácia na supervisão do Fundo está a profunda assimetria entre os seus membros. Apesar de contar atualmente com 188 países associados, somente um acionista, os Estados Unidos, possui poder de veto sobre suas resoluções. Além

<sup>3</sup> A nova decisão define o conceito de estabilidade externa da seguinte forma: “External stability has been achieved when the balance of payments position does not, and is not likely to, give rise to disruptive adjustments in exchange rates. The balance of payments is the key influence on the demand and supply of foreign exchange, and hence on the likelihood of disruptive adjustments in exchange rates”. Por sua vez, “A balance of payments position consistent with external stability is one in which both (i) the underlying current account is broadly in line with its equilibrium (which is equivalent to there being no fundamental exchange rate misalignment), and (ii) the capital and financial account does not create risks of abrupt shifts in capital flows” (IMF 2007b, 2).

disso, os países periféricos ainda estão subrepresentados em relação aos direitos de voto no FMI. Como forma de melhorar essa relação, Wolf (2009) observa que a instituição deveria primeiramente escolher um diretor gerente com legitimidade perante todos os membros, e não alguém selecionado pelos europeus; prática antiga que ocorre devido ao acordo entre europeus e norte-americanos, em que a Europa indica o chefe do Fundo, e os Estados Unidos, o chefe do Banco Mundial.

## A crise do subprime

A chamada crise financeira do *subprime*, iniciada no segundo semestre de 2007, tem suas origens na expansão imobiliária dos Estados Unidos em princípios do século xxi<sup>4</sup>. De acordo com Cintra e Scherer (2008), o ambiente que propiciou a expansão imobiliária se estabeleceu a partir da superação da última crise financeira, com o fim da bolha de ações de empresas de alta tecnologia entre 1994 e 2000. Em resposta à queda no crescimento econômico, o Fed (banco central dos Estados Unidos) reduziu fortemente a taxa de juros, principalmente após os atentados de 11 de setembro de 2001. Com isso, as famílias norte-americanas passaram a investir na compra de novas moradias, dinamizando novamente a economia.

Por outro lado, o aquecimento nesse setor levou à forte especulação no preço das residências, fazendo com que, entre 2000 e 2005, os Estados Unidos vivessem um *boom* habitacional sem precedentes. As hipotecas *subprime* foram responsáveis por uma parcela expressiva desse *boom*. Segundo Morris (2009), os empréstimos *subprime* saltaram de um volume anual de US\$ 145 bilhões, em 2001, para US\$ 625 bilhões, em 2005.

No final de 2004, o Fed iniciou uma política de elevação da taxa básica de juros, provocando um aumento do custo financeiro dos empréstimos para o tomador e, a partir de 2006, uma queda no preço dos imóveis (Blackburn 2008). Como resultado, houve um forte aumento na inadimplência, “que atingiu 15% em 2006” (IEDI 2008, 7).

A expansão do mercado imobiliário ocorreu também, em grande parte, devido à desregulamentação financeira (Carvalho 2008, Gowan 2009). As instituições “originadoras” das hipotecas passaram a “empacotar” e vender os financiamentos a outros agentes (Morris 2008, IEDI 2008). As inovações financeiras que vieram a reboque da expansão imobiliária criaram os chamados derivativos de crédito (*credit swap* etc.) que permitem a transferência do risco de *default*<sup>5</sup>. Além disso, a criação de títulos derivados de hipotecas, como o *Residential Mortgage Backed* (RMBS), que eram adquiridos por bancos, fundos de investimento e seguradoras de várias partes do mundo – principalmente dos Estados Unidos e Europa – foram classificados pelas agências de *rating* com baixo risco ou com grau de investimento. Embora fossem títulos lastreados em hipotecas *subprime*, a utilização de sofisticadas técnicas de engenharia financeira promovia combinações de títulos de natureza distinta e riscos variados, fazendo com que a

4 As hipotecas *subprime* são de alto risco porque se referem a empréstimos imobiliários concedidos a indivíduos de baixa renda com histórico de inadimplência, os chamados clientes *ninja* (*no income, no job, no assets*). Surgidas na década de 1980, e até a crise um segmento relativamente desconhecido, fazem parte do segmento não *prime* do mercado imobiliário norte-americano, não contando por isso com a garantia governamental do *Federal Housing Administration* (FHA) (IEDI 2008).

5 Transferem, mas não eliminam os riscos, vale frisar (Cf. Farhi 1999).



classificação dos títulos se elevasse<sup>6</sup> (IEDI 2008, Cintra e Scherer 2008, Carvalho 2008, Roubini 2008, Guttman 2008).

Um dos primeiros sinais da chamada crise financeira do *subprime* ocorreu em abril de 2007, com a falência da *New Century Financial Corporation*, a segunda maior instituição de crédito hipotecário de risco dos Estados Unidos. Entre os maiores credores do *New Century* estavam importantes instituições, como o *Goldman Sachs Group*, o *Morgan Stanley* e o *Lehman Brothers* (Lewis 2007).

Durante o segundo semestre de 2007, uma série de notícias faziam crer que as perdas relacionadas ao financiamento de imóveis nos Estados Unidos eram extremamente elevadas, aumentando a sensação de que o anúncio de novas falências seria questão de tempo (Borça Jr e Torres 2008). Entre as instituições mais importantes, o *Bears Stearns*, banco de investimento, declarou que dois de seus fundos *hedge*, baseados em hipotecas *subprime*, tiveram perdas superiores a US\$ 3,2 bilhões (Cintra e Scherer 2008). Assim, levando em conta o tamanho do mercado financeiro norte-americano e seus estreitos vínculos com outros mercados de crédito, amplificados com a globalização financeira das últimas décadas, estava evidente que a instabilidade alcançaria outros países. De fato, a crise originada na concessão de crédito imobiliário transformou-se rapidamente numa crise financeira profunda e de alcance global.

A crise se espalhou pela Europa, atingindo uma série de instituições financeiras importantes, demonstrando as profundas fraquezas na arquitetura financeira que vem sendo montada desde meados dos anos de 1970 (Helleiner et al. 2010). No dia 9 de agosto, as bolsas europeias tiveram quedas expressivas devido ao anúncio de que o maior banco francês, o *Banco BNP Paribas*, congelava três fundos imobiliários (*Parvest Dynamic ABS*, *BNP Paribas ABS Euribor* e *BNP Paribas ABS Eonia*) em razão de problemas no segmento de hipotecas *subprime* nos Estados Unidos. Nesse mesmo dia, o Banco Central Europeu (BCE) injetou quase 100 bilhões de euros no sistema financeiro, seguido pelo Fed, que injetou 12 bilhões de dólares, em um esforço para elevar a liquidez<sup>7</sup>. Na Grã-Bretanha, os impactos da crise foram fulminantes. Em setembro de 2007, pela primeira vez em 140 anos, assistiu-se a uma corrida bancária, e justamente contra o *Northern Rock*, um dos maiores bancos ingleses (IEDI 2008). No mês seguinte, o *Northern* foi estatizado. O agravamento da crise ocorreu entre setembro e outubro de 2008, com a falência das gigantes do mercado hipotecário, *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, e do banco de investimentos *Lehman Brothers*. A *American International Group* (AIG), maior seguradora do mundo, teria o mesmo destino, não fosse o resgate de 85 bilhões de dólares realizado pelo Fed. Todas essas instituições estavam enormemente expostas a perdas no mercado de hipotecas (Borça Jr. e Torres 2008).

É importante destacar que, até setembro de 2008, as economias periféricas, em especial da América Latina, resistiam à crise com relativo sucesso. Não obstante a volatilidade dos mercados financeiros, não houve repercussões significativas, nem grandes mudanças na política econômica em razão de algum contágio (Frenkel 2008). A tese do “desacoplamento” ganhava força (IMF 2007). O ponto de inflexão veio após a quebra do *Lehman Brothers*. Nesse momento, ocorreu

6 Os títulos RMBS eram mesclados a outros créditos originados na venda de automóveis, dívidas de cartão de crédito, crédito estudantil etc., e “empacotados” sob a forma de *Collateralized Debt Obligations* (CDO), emitidas por bancos de investimentos e vendidas a investidores institucionais no mundo todo (Cintra e Scherer 2008, Morris 2008).

7 Cf. “Fed injeta US\$ 12 bilhões no mercado dos EUA”, *Jornal O Valor*, 8 de agosto de 2007.



uma forte contração do crédito internacional que foi atingindo as economias periféricas numa intensidade cada vez maior, principalmente nas mais endividadas<sup>8</sup> (IMF 2008c). De acordo com Tavares (2009, 10), “o choque financeiro foi de tal força que o indicador de risco do EMBI latino-americano aumentou 438 pontos básicos, voltando a níveis absolutos que não se viam desde os anos da crise argentina”.

No geral, os governos agiram de forma pragmática. Considerando que uma crise no núcleo central do capitalismo atingiria outros países, imediatamente se tomou consciência de que as medidas a serem tomadas pelos governos e bancos centrais deveriam ocorrer de forma simultânea e coordenada (Frenkel 2009). Assim sendo, em princípios de outubro de 2008, o Fed e os bancos centrais da Inglaterra, Suécia, Canadá e China decidiram reduzir simultaneamente as taxas de juros (Frenkel 2009). O Fed ainda fez acordos de *swap* com 14 bancos centrais, incluindo bancos centrais de países periféricos, como Brasil e México.

Entretanto, como veremos na próxima seção, o FMI não apenas falhou na sua tarefa de supervisão, como também permaneceu numa posição secundária durante todo o processo de crise, pois todas as decisões cruciais foram tomadas exclusivamente entre os governos.

## A supervisão do FMI durante a crise

Antes da crise do *subprime*, as economias periféricas passavam por um período de relativa calma. Particularmente em relação à América Latina, a conjuntura era de crescimento econômico e inflação relativamente controlada (CEPAL 2006). Após as sucessivas crises durante os anos de 1990, vários desses países adotaram políticas de geração de superávits na conta de transações correntes e passaram a acumular reservas internacionais a fim de reduzir sua vulnerabilidade externa. A melhora das condições dessas economias fez com que, nos últimos anos, os empréstimos do Fundo sofressem uma queda significativa (Wolf 2009). O caso do Brasil é emblemático: o país, que até o final de 2005 era o maior devedor do Fundo, conseguiu quitar plenamente sua dívida.

Nesse contexto, o FMI, que tinha como uma de suas principais funções a resolução de problemas no balanço de pagamentos de países em desenvolvimento, estava com pouco trabalho. De tal modo, como afirma o ex-diretor executivo do FMI, Hector Torres, “isso estava levando o FMI a centrar-se mais em seu papel de supervisão”. Some-se a isso que, segundo o Fundo, havia uma demanda por parte de alguns países para que a supervisão fosse realizada de maneira mais intensiva:

Some members have asked for more intensive surveillance when exposed to a high degree of vulnerability, or faced with broad policy challenges. This included, but was not limited to, members exiting from an arrangement. Staff may also have intensified its monitoring of countries that were considered vulnerable because of concerns over a potential crisis and its spillover to other members (IMF 2004, 35).

8 O *Ted spread*, muito utilizado como medida de liquidez entre os bancos, já que sinaliza o quanto os bancos estão cobrando para emprestar uns aos outros no curto prazo, chegou a 413 pontos no dia 15 de outubro, logo após a quebra do *Lehman Brothers*. O nível de normalidade do *Ted spread* vai até 80 pontos (Lucchesi 2010).

Do mesmo modo, Rodrigo De Rato, ex-diretor gerente do FMI, afirmou, em fevereiro 2006, que nos últimos anos o FMI havia reforçado seu papel de supervisor de várias maneiras: “Notably through the initiation of in-depth reviews of members’ financial sectors, the establishment and assessment of standards of codes, and increased transparency, including the widespread publication of IMF staff reports” (De Rato 2006). De Rato avaliava que a supervisão deveria estar mais focada nas economias mais importantes e que se desse maior atenção na interação entre as questões macroeconômicas da evolução do setor financeiro e de suas vulnerabilidades. E, embora o Fundo estivesse fazendo um bom trabalho, seu desempenho poderia ser melhorado.

No WEO do segundo semestre de 2006, o FMI mostrava-se otimista em relação à economia mundial. Segundo o Fundo, a atividade econômica dava sinais de forte dinamismo e as pressões inflacionárias haviam se dissipado (IMF 2006). O FMI constatava que o ritmo das reformas liberais reduziu-se no final da década de 1990, no entanto, comemorava que naquele momento as reformas de liberalização financeira, do mercado de trabalho e daquelas destinadas a melhorar a governança e o ambiente de negócios ganhavam um novo alento (IMF 2006). O otimismo permanecia no WEO de abril de 2007, em que se afirmava que os efeitos da desaceleração da economia dos Estados Unidos provocados pelo mercado de hipotecas seriam limitados. O documento apresentava algumas razões: i) a desaceleração estava centrada basicamente no mercado imobiliário, que possui baixo componente de importações; ii) os efeitos da desaceleração dos Estados Unidos são mais suaves quando ocorrem num momento de ciclo econômico, e não numa recessão; iii) e a desaceleração causada pelo mercado imobiliário era um problema específico dos Estados Unidos (IMF 2007b). Para contrabalançar seu próprio otimismo, o documento apontava que os impactos na economia mundial seriam mais contundentes se a desaceleração dos Estados Unidos fosse mais prolongada.

Em outra ocasião, De Rato (2007) afirmou que a economia global estava notavelmente forte, com crescimento estável e baixa inflação, apesar de alguns problemas, como a ameaça do terrorismo internacional, os desequilíbrios financeiros globais e o alto preço do petróleo. Segundo De Rato (2007), o sucesso que atravessava a economia mundial era resultado da adoção de políticas macroeconômicas corretas por vários países, sendo que a independência dos bancos centrais era um instrumento poderoso na aplicação dessas políticas.

O aprofundamento da crise durante 2008 trouxe o FMI de volta à realidade. O WEO do primeiro semestre de 2008 deixou clara a seriedade da situação, concluindo que se tratava da pior crise financeira desde a Grande Depressão dos anos de 1930 (IMF 2008). Entretanto, até aquele momento, o Fundo afirmava que a crise permanecia circunscrita às economias desenvolvidas, numa clara diferença em relação a episódios anteriores, nos quais as economias emergentes foram duramente atingidas (IMF 2008).

O GFSR de abril de 2008 também assumia o agravamento da crise e chamava atenção para quatro questões: i) houve uma falha geral no momento de avaliar o grau de alavancagem de um amplo conjunto de instituições (bancos, *monoline insurers*, entidades respaldadas pelo governo, fundos *hedge*) e os riscos relacionados a uma correção desordenada; ii) a gestão de risco, a divulgação de dados e a supervisão do sistema financeiro não acompanharam a rápida mudança na gestão dos negócios, deixando margem para tomada de riscos excessivos, inflação no preço dos ativos etc.; iii) a transferência dos riscos fora do balanço dos bancos foi superestimada.

Conforme os riscos foram aparecendo, os balanços passaram a sofrer fortes pressões; e iv) apesar da intervenção sem precedentes dos bancos centrais, os mercados financeiros permaneciam sob considerável pressão (IMF 2008b). No mesmo documento, o Fundo fazia uma estimativa de perdas ao redor de 945 bilhões de dólares (IMF 2008b). Segundo Borça Jr e Torres (2008) essa era uma das estimativas mais pessimistas até aquele momento.

O FMI também foi obrigado a reconhecer que não houve o “desacoplamento” das economias periféricas (IMF 2008c). Pelo contrário, os países em desenvolvimento que receberam os impactos mais fortes da turbulência financeira foram aqueles com laços mais estreitos com os Estados Unidos e a Europa, e os que precisavam financiar grandes déficits em transações correntes em meio ao corte abrupto do financiamento externo. Não obstante, a maioria desses países conseguiu resistir de maneira mais eficaz comparado a outras crises (IMF 2008c).

Mas, apesar de atentar para os riscos de uma forte desaceleração da economia mundial, o Fundo ainda alertava para os riscos da inflação, principalmente nos países periféricos, em razão do aumento nos preços das *commodities*. O FMI fazia a seguinte indagação: “the large commodity price surge of the past year and a half signal an end to a decade or so of price stability and herald a return to the type of high inflation seen during the 1970s?” (IMF 2008c).

A reação dos governos diante da crise foi ampla, deixando explícito o brutal poder de *senhoriagem* dos países centrais, particularmente dos Estados Unidos<sup>9</sup>. Os governos anunciaram uma série de capitalizações dos bancos e a extensão de garantias sobre os passivos bancários iniciada com injeções substantivas e coordenadas de liquidez por parte dos principais bancos centrais do mundo, além de acordos de *swaps* de divisas de magnitude inédita (IMF 2008c).

Por outro lado, a crise financeira do *subprime* deixou patente alguns problemas que impedem que o Fundo exerça uma supervisão ativa capaz de prevenir e resolver crises. Primeiramente, não poderia prestar socorro aos países envolvidos numa das piores crises financeiras da história, já que as somas envolvidas estavam bastante distantes dos recursos à sua disposição. Isso, por sua vez, tornou sem sentido a receita padrão do FMI para a resolução de crises: política fiscal restritiva e reformas estruturais. Em segundo lugar, os países periféricos, nos quais o Fundo ainda exerce influência considerável, foram pouco afetados num primeiro momento. Quando a crise se aprofundou no último trimestre de 2008, países como o Brasil, que acumularam reservas internacionais muito acima da capacidade de empréstimo do FMI, estavam bem menos vulneráveis em comparação com a situação dos anos de 1990. A China, por exemplo, manteve seu vigoroso crescimento, sendo considerado um fator que permitiu que a crise tivesse poucos efeitos na Ásia.

Por fim, vale mencionar que a excessiva confiança do FMI nos efeitos benéficos da desregulamentação financeira reduziu a sua credibilidade. Desde os anos de 1980, o Fundo tem uma visão bastante favorável do processo de liberalização das finanças internacionais (Stiglitz 2004). O FMI relacionava a possibilidade de crises financeiras a problemas comuns aos países periféricos, como o parco desenvolvimento do sistema financeiro e de instituições de baixa qualidade. A melhora nesses itens reduziria a volatilidade dos fluxos de capitais, e, por

9 Guttman (2008, 25) lembra que, “como único país do mundo que não enfrenta restrição externa, os Estados Unidos podem executar políticas econômicas muito mais estimulantes que qualquer outro país, sem se preocuparem com a sua posição externa, o nível de suas reservas cambiais ou a taxa de câmbio (uma enorme vantagem que chamei em outro trabalho de ‘senhoriagem global)’”.

consequente, elevaria o crescimento econômico (IMF 2007). Na realidade, mais do que apenas favorável, o Fundo se tornou entusiasta e grande propagandista das benesses da globalização financeira, a tal ponto que propôs, numa reunião oficial da instituição, em 1997, em Hong Kong, uma emenda ao Convênio Constitutivo, tornando a conta capital conversível (Carvalho 2004). A eclosão da crise financeira asiática, pouquíssimo tempo depois, impediu que a proposta fosse levada adiante.

Assim, as dúvidas sobre a real contribuição da desregulamentação financeira sobre o crescimento econômico e o sentimento de que a crise do *subprime* foi consequência dessa mesma desregulamentação, colocou o Fundo numa situação bastante incômoda<sup>10</sup>. O FMI não conseguiu identificar que algo de errado estava ocorrendo no mercado financeiro norte-americano e, quando os problemas já haviam surgido, demorou a soar o alarme para que algo fosse feito. Segundo Torres (2010), “foi essa fé irrestrita na capacidade autorreguladora dos mercados que parece ter sido a raiz do fracasso do Fundo em detectar o que não estava procurando”. Por outro lado, as operações de salvamento foram realizadas pelos governos e bancos centrais das principais economias desenvolvidas que reconhecidamente o FMI tem influência ínfima. De fato, durante as ações coordenadas entre os governos, o papel de supervisor do FMI foi praticamente inexistente.

## Considerações finais

As medidas adotadas pelos governos surtiram efeito. Desse modo, durante o ano de 2009, a crise financeira internacional foi se amainando, assim como o ímpeto inicial para a criação de novas regras para o mercado financeiro. Por parte do FMI, praticamente não houve qualquer interferência, tendo um papel de pouca relevância durante os piores momentos da crise.

De fato, o Fundo não conseguiu executar seu papel de supervisor em nenhum sentido, estando sempre numa posição marginal. O FMI não detectou os riscos do mercado de hipotecas dos Estados Unidos, e, quando a crise já estava instalada, não foi capaz de prever adequadamente o efeito de transbordamento da turbulência para outros países, além de permanecer distante das decisões cruciais que mitigaram os efeitos da crise.

Nas crises financeiras que atingiram os países periféricos durante os anos de 1990, o FMI teve um papel muito mais ativo, ainda que não necessariamente de sucesso. Na Argentina, por exemplo, manteve relação estreita durante toda a década de 1990, receitando políticas fiscais, monetárias e estruturais que, em linhas gerais, eram sempre as mesmas: corte nos gastos públicos e aprofundamento das reformas liberais. Devido à sua pouca influência sobre os países centrais e ao sentimento de que uma das causas da crise esteve no processo de desregulamentação financeira, essa receita de combate à crise tornou impossível para o FMI atuar de forma efetiva junto a esses países.

Recentemente, com apoio do G-20, o FMI vem buscando uma reformulação, com o objetivo de aumentar sua capacidade de supervisão. Desde 2009, foram criadas novas linhas de crédito –

<sup>10</sup> Já a crise mexicana, iniciada em dezembro de 1994, criou um sentimento de que foi o resultado das políticas de ajustamento, liberalização e desregulamentação levadas a cabo pelo México desde o final dos anos de 1980 (James 1995). Desde 2010, o Fundo vem encutando uma mudança de posição, mas ainda insuficiente para desfazer a desconfiança dos seus membros (Cf. Propostas... 2010).

como a Linha de Crédito Flexível e a Linha Preventiva e de Liquidez –, o que aumenta a capacidade do Fundo na prevenção e solução das crises financeiras. Mas ainda há sérios questionamentos sobre a efetividade dos novos instrumentos de crédito (Ribeiro 2011), em grande parte, pelo aprofundamento da crise na Europa.

## Referências

Aglietta, Michel. “O FMI e a arquitetura financeira internacional.” *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*. Citado por Fernando Ferrari Filho e Luiz Fernando De Paula. Petrópolis, RJ: Vozes, 2004.

Blackburn, Robin. “The Subprime crisis” *New Left Review*, no. 50 (London), 2008: 63-106.

Borça Jr., Gilberto Rodrigues e Torres, Ernani Teixeira. “Analisando a crise do subprime.” *Revista do BNDES (Rio de Janeiro)*, 15, no. 30, 2008: 129-159.

Boughton, James. “The IMF and the force of history: ten events and ten ideas that have shaped the institution.” IMF, Working paper, 2004. Disponível em: <[www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0475.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0475.pdf)>

Boughton, James. *The silent revolution: the International Monetary Fund, 1979-1989*. Washington, D.C.: IMF, 2001.

Brunhoff, Suzanne. “A instabilidade financeira internacional.” *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. Editado por François Chesnais. São Paulo: Xamã, 1998.

Cardoso, Juliana. “Mercados europeus terminam em baixa após unidade do BNP Paribas congelar três fundos.” *Valor Econômico*, 2007. Disponível em: <[www.valoronline.com.br](http://www.valoronline.com.br)>.

Carvalho, Fernando Cardin. “Mudança no papel e nas estratégias do FMI e perspectivas para os países emergentes.” *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*. Editado por Fernando Ferrari Filho e Luiz Fernando Paula. Petrópolis: Vozes, 2004.

Carvalho, Fernando Cardin. “Entendendo a Recente Crise Financeira Global.” *Dossiê da Crise, Associação Keynesiana Brasileira*, 2008. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>.

CEPAL. “Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2006”, 2006. Disponível em: <<http://www.eclac.org>>.

Cintra, Marco Antonio e André Luis Scherer. “‘Pensar o impensável’: o desenrolar da crise de crédito global.” *Princípios (São Paulo)*, no. 95, 2008: 6-13.

Crow, John et al. “External Evaluation of IMF Surveillance”, Washington D. C.: IMF, 1999. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/extev/surv/eval.pdf>>.

De Rato, Rodrigo. “The IMF’s Medium-Term Strategy: New Priorities, New Directions”, 2006. Disponível em: <[www.imf.org](http://www.imf.org)>.

De Rato, Rodrigo. “Keeping the Train on the Rails: How Countries in the Americas and Around the World Can Meet the Challenges of Globalization”, 2007. Disponível em: <[www.imf.org](http://www.imf.org)>.

Dreher, Axel. "The development and implementation of IMF and World Bank Conditionality." Hamburg, Hamburg Institute of International Economics (HWWA), no. 165, 2002. Disponível em: <<http://129.3.20.41/eps/if/papers/0207/0207003.pdf>>.

Eichengreen, Barry. Crises financeiras: análise, prevenção e gestão. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

Eichengreen, Barry. A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional. São Paulo: Editora 34, 2000.

Farhi, Maryse. "Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem." Economia e Sociedade, 8, no. 2, 1999: 93-114.

FED injeta US\$ 12 bilhões no mercado dos EUA. Jornal O Valor, 8 ago. 2007.

Frenkel, Roberto. "Tres notas sobre las economías de mercado emergente y la crisis financiera internacional." Iniciativa para la Transparencia Financiera, lectura 37, 2008. Disponível em: <<http://www.itf.org.ar/>>.

Frenkel, Roberto (2009). "La acción internacional es imprescindible". Iniciativa para la Transparencia Financiera, lectura 38. Disponível em: <<http://www.itf.org.ar/>>.

GOWAN. "Crise no centro. Consequências do novo sistema de Wall Street." Estudos Avançados, 23, no. 66, 2009: 49-72.

Guttman, Robert. "Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças". Novos Estudos, 82, 2008: 11-33.

Helleiner, Eric et al.. Global finance in crisis: the politics of international regulatory change. Routledge, Abingdon, UK, 2010.

IEDI. "Entendendo a Crise Subprime e suas Repercussões na Economia Mundial - 1ª Parte." Carta IEDI, no. 300, 2008. Disponível em: <<http://www.iedi.org.br>>.

IEO. "IMF performance in the run-up to the current financial and economic crisis." Issues paper for an evaluation by the Independent Evaluation Office (IEO), 2010. Disponível em: <<http://www.ieo-imf.org/index.html>>.

IEO. "An IEO Evaluation of IMF Exchange Rate Policy Advice, 1999-2005: Findings and Recommendations." Evaluation Report, 2007. Disponível em: <<http://www.ieoimf.org/>>.

IMF. Factsheet: IMF Surveillance, 2012. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/surv.htm>>.

IMF. World Economic Outlook (WEO): Crisis and Recovery. Washington: International Monetary Fund, 2009.

IMF. World Economic Outlook (WEO): Housing and business cycle. Washington: International Monetary Fund, 2008a.

IMF. "Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness". Washington: International Monetary Fund, 2008b.

IMF. "World Economic Outlook Financial Stress (WEO): Downturns and Recoveries". Washington: International Monetary Fund, 2008c.

IMF. "IMF Executive Board Adopts New Decision on Bilateral Surveillance Over Members' Policies", 2007a. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/>>.

IMF. "World Economic Outlook (WEO): spillovers and cycles in the global economy". Washington: International Monetary Fund, 2007b.

IMF. World Economic Outlook (WEO): Financial Systems and Economic Cycles. Washington: International Monetary Fund. (2006)

IMF. Biennial Review of the Implementation of the Fund's Surveillance, 2004.

Disponível em: <[www.imf.org/external/np/pdr/surv/2004/082404.htm](http://www.imf.org/external/np/pdr/surv/2004/082404.htm)>.

James, Harold. "The historical development of the principle of surveillance."

Staff Papers, 42, no. 4, 1995: 761-791.

Krugman, Paul e Maurice Obstfeld. Economia Internacional: teoria e política. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

Lewis, Michael. "Empréstimo de risco e as vítimas." O Valor Econômico, Opinião, 17 abr. 2007.

LUCCHESI, Cristiane Perini. "Aperto de liquidez entre bancos cresce, mas está longe de 2008." O Valor Econômico, 10 mai. 2010.

MUÑOZ, Sara Schaefer e Carrick Mollenkamp. "Bancos do Reino Unido se vêem à beira da nacionalização total." Valor Econômico, 22 jan. 2009.

Pauly, Louis. "The Institutional Legacy of Bretton Woods: IMF Surveillance, 1973-2007". Editado por David Andrews. Orderly Change: International Monetary Relations Since Bretton Woods. Ithaca, New York: Cornell University Press, 2008.

PROPOSTAS nada ortodoxas lançam um debate no FMI. O Valor Econômico, Editorial, 18 fev. 2010.

Ribeiro, Alex. "Nova linha do FMI quer conter contágio da crise." Valor Econômico, 8 dez. 2011.

Roubini, Nouriel. "Ten Fundamental Issues in Reforming Financial regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization." RGE Monitor, 2008. Disponível em: <[media.rgemonitor.com/.../Nouriel-RegulationSupervisionMarch08.pdf](http://media.rgemonitor.com/.../Nouriel-RegulationSupervisionMarch08.pdf)>.

Stiglitz, Joseph. "Capital-market liberalization, globalization, and the IMF". Capital Market Liberalization and Development. Editado por José Antônio Ocampo e, Joseph Stiglitz. Oxford, New York, 2004.

Tavares, Maria da Conceição. "A crise atual." Paper Itamaraty, 30 abr. 2009. Disponível em: <[http://www.cultiva.org.br/pdf/maria\\_da\\_conceicao\\_tavares\\_a\\_crise\\_\\_financeira\\_atual\\_-\\_itamaraty.pdf](http://www.cultiva.org.br/pdf/maria_da_conceicao_tavares_a_crise__financeira_atual_-_itamaraty.pdf)>.

Timmermann, Allan. "An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts". IMF Working Paper, 54, no. 1, 2006: 1-33.

Torres, Hector. "A desregulamentação financeira". Valor Econômico, 4 mai. 2010.