

**CADERNOS DE DIVULGAÇÃO
(WORKING PAPERS)**

**Evolução do Sistema Monetário Internacional
e o seu Impacto na Liquidez Mundial**

Luís M. Barata

N.º 7

MAIO - 1988



INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA
UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

endereço :
address :

Rua Miguel Lúpi, 20
1200 Lisboa -- Portugal
Telefs. 60 73 86 - 60 74 41

Serial	
103 (7)	34979

**EVOLUÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E O
SEU IMPACTO NA LIQUIDEZ MUNDIAL**

Luis M. Barata*

* Investigador do CIEF e docente do ISE

Class. Ineco: 0.210/0.2118/0.243

NOTA DE APRESENTAÇÃO

O presente trabalho resulta de uma pesquisa feita pelo autor sobre as alterações institucionais do sistema monetário internacional e a análise do seu impacto ao nível da evolução da liquidez mundial.

A ideia para a sua realização surgiu em 1983/1984 após a frequência no ISE de um seminário leccionado pelo Prof. Michel Lelart (da Universidade de Orleães), no âmbito do Curso de Mestrado em Economia, em que foram lançadas pistas de investigação para as questões que agora se sistematizam.

Embora não se considere ainda terminado o trabalho de pesquisa, optou-se pela publicação desta primeira abordagem, para que possa ser utilizada como texto de apoio na unidade lectiva de Moeda e Crédito II (4º ano de Economia), de cujo programa fazem parte os temas tratados.

O autor agradece o apoio prestado pelas Sras. D. Maria Emília Fernandes e D. Fátima Tavares, na dactilografia do texto, sem o qual não teria sido possível a sua publicação em tempo útil.

Embora realizado no âmbito das actividades do CIEF/ISE, o presente trabalho apenas vincula o seu autor, que antecipadamente agradece eventuais críticas e/ou sugestões a serem tidas em consideração na elaboração do texto final.

Lisboa, 1988.05.18

O Autor

Í N D I C E

- I - DO FIM DO PADRÃO-OURO À CONFERÊNCIA DE BRETTON-WOODS
 - 1.1 - A desagregação do Sistema de Pagamentos Internacionais
 - 1.2 - As negociações do post-guerra
 - 1.2.1 - O Plano Keynes
 - 1.2.2 - O Plano White
- II - OS ACORDOS DE BRETTON-WOODS
 - 2.1 - As Regras do Jogo
 - 2.1.1 - Determinação da paridade das moedas e sua modificação
 - 2.1.2 - A Convertibilidade
 - 2.1.3 - Os Recursos Ordinários do FMI
- III - A DESAGREGAÇÃO DO SISTEMA DE BRETTON-WOODS E AS EMENDAS AO CONVÊNIO CONSTITUTIVO DO FMI
 - 3.1 - A 1ª Reforma do FMI: Os direitos de saque especial-1968
 - 3.2 - As Regras de Jamaica - 1976
 - 3.3 - Tipologia actual dos regimes de câmbios
- IV - MECANISMOS DE ACESSO AOS RECURSOS DO FMI
 - 4.1 - Operações ao Abrigo do "Departamento Geral"
 - 4.1.1 - Os recursos do FMI
 - 4.1.2 - O Sistema de Tranches de Crédito e os Mecanismos Especiais de Financiamento
 - 4.1.3 - Técnica das Operações
 - 4.1.4 - Descrição das Diferentes Operações de Acesso aos Recursos Financeiros do FMI
 - 4.1.4.1 - A Tranche de Reserva
 - 4.1.4.2 - As Tranches de Crédito
 - 4.1.4.3 - Mecanismo de Financiamento Compensatório
 - 4.1.4.4 - Mecanismo de Financiamento de Stocks Reguladores
 - 4.1.4.5 - Mecanismo Alargado de Crédito
 - 4.1.4.6 - Política de Acesso Alargado
 - 4.1.4.7 - Utilização dos Reembolsos Associados ao Fundo Fiduciário: a facilidade de ajustamento estrutural

4.1.5 - As consequências dos saques ao nível da liquidez internacional

4.1.5.1 - Ao nível da posição de cada país

4.1.5.2 - Ao nível do conjunto dos países

4.1.6 - A escolha das moedas

4.1.7 - Crítica à questão da condicionalidade

4.2 - Operações relativas ao "Departamento dos direitos de saque especiais"

4.2.1 - Modalidades de transacções em DSE's

4.2.2 - Limites às transacções em DSE's

4.2.3 - Utilização alargada dos DSE's

4.2.4 - A utilização privada dos DSE's

4.2.5 - Que futuro para o DSE?

★

★

★

★

I - DO FIM DO PADRÃO-OURO À CONFERÊNCIA DE BRETTON-WOODS

1.1 - A desagregação do Sistema de Pagamentos Internacionais

As relações económicas internacionais, quer se trate de comércio de bens, intercâmbio de serviços ou transferências e movimentos de capitais, exigem a materialização de pagamentos em ouro, numa moeda aceite por ambas as partes ou em documentos materializáveis numa moeda aceite.

No regime de padrão-ouro todas as moedas pertencentes ao sistema eram convertíveis em ouro segundo taxas de câmbio fixas, pelo que os pagamentos internacionais não ofereciam, do ponto de vista técnico, dificuldades de maior. As diferentes transacções liquidavam-se em qualquer uma das moedas convertíveis em ouro.

No caso dos países não integrados no sistema os pagamentos efectuavam-se em divisas convertíveis (geralmente dólares ou libras esterlinas) adquiridas nos mercados cambiais locais ou internacionais em troca da própria moeda nacional, flutuante, a qual era cotada a cada momento.

Abandonado o sistema de padrão-ouro, no período anterior à guerra de 1914-1918, a situação de fluidez nos pagamentos internacionais mudou radicalmente. Praticamente todas as moedas deixaram de ser convertíveis em ouro e os pagamentos internacionais passaram a realizar-se, em grande parte, através do sistema de "clearing", o que viria a implicar uma forte recessão do comércio internacional.

Com efeito, o sistema de "clearing" mostrava-se bastante rígido, pelo facto de os saldos credores detidos por qualquer país no final dum exercício, não poderem ser utilizados para aquisição de produtos fora desse país. Este aspecto teve como efeito imediato uma forte contracção do comércio internacional, assim como o uso sistemático da desvalorização como forma de aumentar a competitividade das exportações e reduzir as importações. Normalmente, em cada acordo de compensação determinavam-se as quantidades máximas a importar e a exportar por cada país, geralmente por igual montante, a fim

de evitar toda a espécie de transferências internacionais motivadas pelo comércio externo.

Esta situação provocou uma forte estagnação nas relações econômicas internacionais entre 1929 e 1930 — o período da Grande Depressão. Dela só se poderia sair por duas vias: pelo regresso à convertibilidade-ouro das moedas (restauração do padrão-ouro) ou através do estabelecimento de qualquer outro tipo de disciplina monetária internacional.

O primeiro caminho não se apresentava viável já que um país, por si só, ao ensaiá-lo, como aconteceu com a Inglaterra, mantendo-se os demais à margem da convertibilidade, teria como resultado a liquidação das suas reservas de ouro.

O segundo caminho, concebido como a implementação duma certa disciplina monetária internacional começou a delinear-se em 1936 com o "Acordo Tripartido sobre Taxas de Câmbio" concluído pelos EUA, Reino Unido e França. Com este acordo, ao qual mais tarde aderiram a Bélgica, a Holanda e a Suíça, concordou-se em implementar um regime de taxas de câmbio fixas entre as moedas dos países aderentes bem como em não recorrer à desvalorização como arma competitiva. As tentativas de alargamento do Acordo não obtiveram êxito, dado o clima de tensão internacional vivido em 1936 e 1939 e que viria a degenerar na 2ª. Guerra Mundial.

Pode, assim, concluir-se que o período entre guerras foi marcado por algumas tentativas visando a instauração de uma

ordem monetária à escala internacional, as quais tiveram em comum: a precaridade da sua implementação, a falta de uma óptica global e a imposição de restrições às transacções internacionais. Foi um período marcado pela inconvertibilidade da generalidade das moedas, com conseqüente instabilidade no domínio dos pagamentos internacionais, rivalidades entre os países e reforço do bilateralismo, que em nada contribuiu para se chegar a uma solução de natureza global.

No entanto, havia consciência de uma urgente necessidade de reformular todo o mecanismo de pagamentos internacionais, para permitir ao conjunto da comunidade mundial retomar as relações econômicas em bases mais amplas e mais sólidas.

Daí que durante a 2^a. Guerra Mundial e sob iniciativa do núcleo anglo-saxônico e seus aliados, se tivesse começado a preparar um determinado tipo de cooperação monetária internacional para o pós-guerra. Não admira, pois, que nos "Planos para o Pós-Guerra", os problemas monetários tenham assumido primordial importância, antepondo-se mesmo aos programas de reconstrução econômica e aos projectos políticos.

Nestas "discussões"(negociações) entre americanos e ingleses, vieram à luz do dia duas grandes propostas (ou planos monetários): o Plano Keynes e o Plano White, os quais foram amplamente discutidos e deram lugar a um projecto oficial dos Aliados (o chamado Joint Statement), o qual foi submetido à Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas (que viria a ficar conhecida como Conferência de Bretton-Woods), realizada em Julho de 1944.

1.2 - As Negociações do Pós-Guerra

As duas concepções em presença nas discussões que antecederam a Conferência de Bretton-Woods, tinham como finalidade a criação de um sistema de câmbios fixos, que não tivesse como base de funcionamento o recurso constante à deflação por parte dos países deficitários, como acontecia no sistema de padrão-ouro.

Para evitar esse recurso sistemático à deflação, os dois planos propunham a criação de uma organização internacional encarregada de autorizar (recomendar) o recurso à desvalorização sempre que ela fosse economicamente justificada e que concedesse financiamentos em caso de dificuldades temporárias de balança de pagamentos. Este era um aspecto comum tanto à proposta americana como à proposta inglesa, tendo sido o grande princípio que viria a presidir à redacção dos Acordos de Bretton-Woods.

Contudo, embora existindo uma convergência de opiniões quanto à necessidade de uma instituição internacional encarregada de presidir ao novo sistema de câmbios fixos, havia uma divergência quanto à sua natureza.

1.2.1 - O Plano Keynes

O Plano Keynes propunha a criação da chamada "Clearing Union" que, tal como o nome indica, seria uma vasta câmara de compensação internacional entre Bancos Centrais, tendo como base de funcionamento uma moeda bancária internacional denominada "BANCOR". O "Bancor" estaria associado a um determinado peso em ouro, o qual seria fixado pelo Comitê de Direcção da "Clearing Union" (nomeada pelos Governos dos Estados aderentes). Por outro lado, os países aderentes fixariam por comum acordo o valor das suas próprias moedas em "bancors". Posteriormente nenhum Estado membro poderia modificar a paridade declarada, salvo em determinadas situações, que adiante serão referidas.

Deste modo, todas as transacções internacionais se fariam na base de taxas de câmbio fixas, realizando-se de forma idêntica às compensações bancárias no interior de cada país, já que cada banco central disporia de uma conta junto da "Clearing Union". Propunha-se assim um sistema bancário fechado, baseado em contas abertas em nome dos bancos centrais aderentes ao sistema, sem que houvesse qualquer tipo de transferência de fundos.

O sistema funcionaria com base no "princípio do descoberto" (overdraft principle) o qual teria como referência a quota de cada país, definida em relação à importância do comércio internacional do país respectivo. O "plafond" de descoberto, ou saldo devedor máximo, não poderia ultrapassar 75% da quota. Todos os países participantes poderiam ordenar transferências de uma conta para outra e cada transferência daria lugar à inscrição de um débito na conta do país pagador e de um crédito na conta do país recebedor.

Exemplo: Pagamento de uma venda de produtos portugueses à Inglaterra, no montante de 1000 "Bancors". Esta operação daria lugar aos seguintes registos:

A	Portugal	P
1000 B		

A	Inglaterra	P
		1000 B

Haveria lugar à inscrição de um débito em "bancors" na conta de Inglaterra e de um crédito em "bancors" na conta de Portugal. Portugal poderia depois transferir esse montante para qualquer outra conta, como por exemplo, para efectuar um pagamento de importações provenientes dos EUA. Nesta segunda situação haveria lugar a um débito na conta de Portugal e a um crédito na conta dos EUA:

A	Portugal	P
1000 B		1000 B

A	EUA	P
1000 B		

Desta forma, do ponto de vista do financiamento dos défices da Balança de Pagamentos, o mecanismo seria instantâneo e automático, já que à medida que crescessem os saldos devedores se registaria um acréscimo no mesmo montante dos saldos credores. O sistema etário em equilíbrio permanente, uma vez que todas as operações consistiriam em débitos e créditos exactamente iguais.

Contudo, os saldos credores não poderiam ser retirados em ouro, nem transferidos para fora do sistema.

Logo, não bastaria aos países credores acumular continuamente "superavites" enquanto outros veriam aumentar cada vez mais o seu "deficite". Os países credores deveriam ter capacidade de empregar o seu poder de compra, o que, a não acontecer, poria em jogo o estado das forças produtivas de todos os países, os seus preços e toda a situação económica mundial.

Por isso, o plano Keynes previa limites para o montante de descoberto, em determinada percentagem da quota, a qual, como vimos, seria definida face à importância do comércio internacional de cada país.

Qualquer quota poderia ser objecto de revisão, em função da evolução da importância relativa do comércio internacional do país em causa.

O Plano Keynes definia que o saldo devedor de cada país não poderia ultrapassar $1/4$ da sua quota, no espaço de um ano, sem que isso fosse autorizado pelo Comité de Direcção. Se este facto ocorresse numa média de dois anos ou menos, o país em causa teria o direito de desvalorizar a sua moeda em relação ao "bancor", não devendo essa desvalorização ultrapassar 5% sem que houvesse consentimento do Comité de Direcção. Por outro lado, qualquer país que efectuasse uma operação deste tipo, não a poderia repetir sem que o Comité de Direcção decidisse da sua oportunidade.

De referir ainda que, sempre que o saldo devedor atingisse metade da quota, a "Clearing Union" poderia reclamar o depósito de algumas garantias como a transferência de ouro, de moeda nacional ou de títulos. Poderia igualmente exigir algumas das seguintes medidas: desvalorização da moeda, controle dos movimentos de capitais, transferência imediata de um determinado montante em ouro ou divisas para reduzir o saldo devedor.

Se o saldo devedor de um Estado aderente viesse a ultrapassar 75% da sua quota, na média de um ano ou menos, sendo esse saldo considerado excessivo em relação ao total dos saldos devedores, ou se o mesmo estivesse a aumentar muito rapidamente, o Comité de Direcção poderia convidar o país em causa a tomar medidas com vista a melhorar a sua situação. Se o Estado em questão não reduzisse esse saldo devedor no prazo de dois anos, ficaria impedido de utilizar a sua conta (ou seja, ficava à margem do sistema).

A proposta de Keynes previa ainda que as medidas de ajustamento não deveriam ser assumidas unicamente pelos países deficitários mas também pelos países excedentários, pelo que eram igualmente feitas algumas recomendações aos países credores.

Deste modo, sempre que o saldo credor de um país ultrapassasse metade do montante da sua quota, no espaço de um ano ou menos, seria recomendada a adopção de medidas que conduzissem ao restabelecimento do equilíbrio, nomeadamente:

- expansão do crédito e da procura interna;
- revalorização da moeda;
- redução dos direitos aduaneiros e eliminação de outras restrições às importações;
- concessão de empréstimos internacionais ao desenvolvimento.

Por outro lado, todos os países pertencentes ao sistema deveriam transferir para um "Fundo de Reserva" da "Clearing Union" uma comissão de 1% ao ano sobre o montante dos respectivos saldos médios em "bancors", tanto credores como devedores, sempre que ultrapassassem 1/4 da quota. Seria também exigida uma comissão suplementar de 1% sempre que o saldo médio, credor ou devedor, ultrapassasse metade da quota.

Assim, só escapavam a esta contribuição os países cuja situação se mantivesse próxima do equilíbrio, significando que no sistema proposto seriam indesejáveis tanto os saldos credores excessivos como os saldos devedores. As verbas assim obtidas seriam utilizadas no financiamento do desenvolvimento.

Resumidamente, existem três aspectos fundamentais a reter no Plano Keynes:

- 1) - a sua simetria - pois, os défices seriam iguais aos excedentes e os esforços de ajustamento deveriam ser feitos tanto pelos países deficitários como pelos países excedentários.
- 2) - o mecanismo de compensação - que seria, tecnicamente, a base do sistema. Como foi referido, cada país teria uma conta junto da "Clearing Union", organismo onde se registariam todas as operações monetárias internacionais.

- 3) - o sistema de crédito - como é sabido, os países em déficit, para efectuarem as suas transacções internacionais, ou recorrem a transferências de reservas ou então recorrem ao crédito. O Plano Keynes privilegiava o recurso ao crédito, que seria um crédito gratuito e sem contrapartidas, baseado no sistema anteriormente descrito.

Mas qual a razão que levava os ingleses a apresentar uma proposta deste tipo?

A Inglaterra tinha seguido até então uma política económica e monetária mais em função das suas responsabilidades internacionais do que em função das suas necessidades internas. Tinha conseguido manter até então uma Balança de Pagamentos equilibrada, através de taxas de juro muito elevadas e, no pós-querra, pretendiam salvaguardar a utilização de uma taxa de juro tão baixa quanto as conveniências internas. Ou seja, pretendiam que o valor externo da libra fosse um reflexo do seu valor interno e não o inverso.

Eram contra a deflação devida a influências externas, renunciando à taxa de juro e à contracção do crédito como forma de ajustamento da economia interna.

Propunham, assim, uma política de crédito fácil baseada num sistema internacional de compensação que pressupunha a criação de uma instituição que funcionasse como Banco Central do Mundo e tivesse por base uma nova moeda internacional, o "bancor", que viria substituir o ouro (os ingleses eram também contra o ouro, uma vez que a maior parte das suas reservas haviam sido utilizadas no financiamento da guerra).

1.2.2 - O Plano White

Contudo, em 1943, os "créditos" concentravam-se nos EUA, pelo que a aceitação de patrocinar o Plano Keynes teria tido como consequência a aceitação por parte dos EUA de financiar o Resto do Mundo, vendo-se incapaz de poder empregar o seu poder de compra no exterior.

Os EUA concederiam créditos aos restantes países, consentindo em ser credor das suas exportações através de créditos em conta, utilizáveis somente no interior do sistema.

Os EUA defendiam a liberalização do comércio internacional, o qual tinha drasticamente diminuído, vivendo-se então,

um clima altamente proteccionista e de predominância dos acordos bilaterais. Eram, assim, contrários às restrições ao comércio, à instabilidade das taxas de câmbio e não pretendiam pôr em causa o ouro já que detinham cerca de 2/3 das reservas mundiais embora, defendendo a utilização das moedas nacionais nas operações internacionais.

Contra a instabilidade das taxas de câmbio propunham a criação do chamado "Fundo de Estabilização", que não seria mais do que uma "caixa comum", alimentada pelos Estados membros, e onde estes em determinadas situações, poderiam obter financiamentos em divisas. Os seus membros deveriam transferir para o Fundo uma determinada quantia — quota — definida em função do seu produto nacional e das suas reservas em ouro e divisas. Essa quota seria transferida 1/4 em ouro e divisas e o restante em moeda nacional. Quando qualquer país membro se encontrasse com dificuldades acidentais de Balança de Pagamentos procuraria ajuda no Fundo.

II - OS ACORDOS DE BRETTON-WOODS

O essencial do "Plano White" acabou por ser incluído no texto submetido à "Conferência de Bretton-Woods" e que, no imediato, conduziu à criação de dois organismos multilaterais:

- O Fundo Monetário Internacional (FMI) - organismo destinado a operar no campo monetário, por isso a curto prazo, com o objetivo de favorecer a cooperação entre os países membros, estabelecendo e fazendo respeitar as "regras do jogo" (definidas no Acordo) e concedendo créditos no caso de dificuldades nas B. Pagamentos;
- O Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento (Banco Mundial) destinado a intervir no domínio dos financiamentos a longo prazo, sobretudo a favor dos países menos desenvolvidos.

2.1 - As "Regras do Jogo"

Desde 1944, o FMI, tem vindo a ser o centro institucional do Sistema Monetário Internacional, o qual consiste, teoricamente, num padrão de câmbios-ouro (gold exchange standard). As bases do sistema são reguladas por normas específicas sobre a paridade das moedas, regras sobre a sua modificação (desvalorização ou revalorização) e especificações relativas a restrições comerciais e controlos monetários, tendo sido definidas nos "Acordos de Bretton-Woods" e inseridas nos Estatutos do FMI.

Analisemos então os principais aspectos que ressaltam das normas estatutárias do Fundo.

2.1.1 - Determinação da paridade das moedas e sua modificação

A disciplina monetária internacional resultante dos acordos de Bretton-Woods baseava-se num regime de taxas de câmbio fixas.

De acordo com o artº 4º dos estatutos do FMI, cada país era obrigado a declarar a paridade da sua moeda, expressa em ouro ou em dólares dos EUA (de acordo com a paridade do dólar vigente em 1 de Julho de 1944, que era de 1 US\$ = 0,888g ou 1 onça ouro = 35 US\$)

Com vista a defender as paridades declaradas, ficou definido que todos os países membros não deveriam permitir, no seu território, operações de câmbio entre a sua moeda e as moedas dos outros países membros que não respeitassem um afastamento máximo de 1%, para mais ou para menos, em relação à paridade inicial.

Cada banco central devia intervir para evitar que a sua moeda se afastasse mais de 1%, para mais ou para menos, da paridade fixada.

No fundo, isto não significava mais do que todos os bancos centrais terem que defender a paridade da sua moeda em relação a uma única moeda: o dólar.

Por exemplo, o Banco de Portugal tinha que defender a paridade escudo/dólar. Suponha-se que a paridade fixada era de $1 \text{ US\$} = 138 \text{ \$}$; a partir daqui o mercado fixava livremente as cotações dentro dos limites impostos, 1% para mais ou para menos, ou seja entre 136\$62 e 139\$38 .

Quando o limite inferior fosse atingido (o que significava uma apreciação máxima do escudo face ao dólar), o Banco de Portugal teria que comprar dólares vendendo escudos como contrapartida, para evitar uma apreciação suplementar da moeda nacional.

Inversamente, ao atingir-se o limite superior teria que comprar escudos entregando dólares como contrapartida, de forma a evitar nova depreciação.

Uma vez que todos os bancos centrais executariam este tipo de operações, as interparidades escudo/marco alemão, escudo/libra, escudo/franco, etc. não sofriam alterações.

Vejamos:

Se o Banco de Portugal defendesse a paridade $1 \text{ US\$} = 138 \text{ \$}$ e o Deutsch Bank defendesse a paridade de $1 \text{ US\$} = 1,70 \text{ DM}$, então a paridade $1 \text{ DM} = 81,18 \text{ Esc.}$ era respeitada necessariamente. Não havia, pois, necessidade de o Banco de Portugal intervir para defender o escudo face ao marco.

Era suficiente para que o sistema funcionasse correctamente, que os bancos centrais actuassem no seu país defendendo a paridade da sua moeda relativamente ao dólar.

Isto permite-nos tirar, desde já, uma conclusão. Com as "regras de jogo" adoptadas em Bretton-Woods, os bancos centrais intervinham no mercado de câmbios com um único tipo de reservas: dólares. Este facto levou a que, desde logo, os bancos centrais dos países aderentes passassem a constituir as suas reservas essencialmente em dólares, pois eram as únicas utilizáveis para defender a moeda nacional.

No entanto, havia um banco central pertencente ao sistema que ficava dispensado de defender a sua moeda. Com efeito, a partir do momento em que todos os bancos centrais ficavam obrigados a manter fixa a paridade da sua moeda em relação ao dólar, isso implicava que o valor do dólar se mantinha fixo em relação a todas as outras moedas do sistema. Assim, a Reserva Federal não tinha necessidade de intervir, uma vez que os outros bancos centrais se encarregavam de defender a paridade do dólar.

Mesmo em situação de défice da Balança de Pagamentos dos EUA este princípio de não intervenção da Reserva Federal mantém-se válido. Com efeito, os EUA pagam aos seus credores com dólares, enquanto os outros países deficitários não o podem fazer com a sua própria moeda nacional. Mas mesmo que os credores exijam, por exemplo, marcos alemães em vez de dólares, isto também não constitui problema pois o banco dos EUA compraria marcos com a sua própria moeda. O que é importante salientar a este nível é que os dólares saídos dos EUA como contrapartida do seu défice, vão pesar ao nível das paridade marco/dólar, yenne/dólar, etc., conduzindo a uma apreciação das outras moedas face à moeda norte-americana, pelo que se se chegar ao limite inferior de intervenção, cada banco central vai ter de intervir comprando dólares. Assim, dentro deste sistema não havia um limite para o défice norte-americano.

Ainda no âmbito da fixação das prioridades, os Acordos prevêm a possibilidade de modificação das mesmas, por desvalorização ou revalorização, embora com sujeição a determinados requisitos e sempre com consulta prévia do FMI.

Se a modificação proposta não ultrapassar em 10% a paridade inicial, tendo em conta todas as modificações efectuadas desde a origem, o FMI não levantará qualquer tipo de objecção. Uma modificação superior envolve sempre a concordância do Fundo.

Contudo, qualquer modificação da paridade implica que o país em causa demonstre que não se encontra perante dificuldades simplesmente transitórias, mas que enfrenta a necessidade de corrigir um "desequilíbrio fundamental" da sua balança de pagamentos.

A este nível, o FMI dispõe de poderes de sanção, uma vez que em caso de indisciplina o país infractor fica impedido de fazer uso dos recursos do FMI.

Por último, o FMI podia modificar uniformemente a paridade das moedas de todos os seus membros, o que equivaleria a modificar o preço do ouro.

O artº 8º proíbe a utilização de medidas de controlo de câmbios, no que concerne aos pagamentos correntes, e a eliminação de práticas monetárias discriminatórias, nomeadamente a manutenção de taxas de câmbio múltiplas.

No entanto, aos países membros ficou reservado o poder de exercer todos os controlos necessários no que respeita aos movimentos de capitais, mas tendo em atenção que não devem influenciar os pagamentos correntes.

Este princípio não teve aplicação uniforme, uma vez que no texto dos Acordos acabaram por surgir algumas derrogações.

Assim, no período do pós-guerra, os países membros ficavam habilitados a manter, adaptar às modificações de circunstância e, no que concerne aos membros cujo território tenha estado ocupado, introduzir algumas restrições, julgados necessários, aos pagamentos correntes (artº 14º).

Deste modo, os países membros do FMI foram convidados a escolher entre dois regimes: o do artº 14º e o do artº 8º (o qual é derogado pelo artº 14º).

Inicialmente, apenas 5 Estados aceitaram colocar-se sob o regime do artº 8º. Após o restabelecimento da convertibilidade das suas moedas, a partir de 1958, os países da Europa Ocidental aceitaram passar rapidamente do artº 14º ao artº 8º (a maior parte em 1961). Apenas os países em vias de desenvolvimento se mantiveram sob o regime do artº 14º.

Uma outra derrogação prende-se com a declaração de "moeda rara", que é a única forma prevista pelos acordos de Bretton-Woods para penalizar os países excedentários. É um pequeno elemento de "simetria" que foi introduzido no sistema. O critério para a declaração de raridade não se refere directamente à existência de um excedente persistente, tendo a ver essencialmente com a escassez de disponibilidades do FMI nessa moeda e consequente incapacidade de conceder créditos, denominados na moeda em causa, aos países deficitários. A declaração de raridade representa uma autorização, para qualquer membro, de impor restrições à liberdade de operações de câmbio relativamente à moeda considerada rara.

2.1.2 - A convertibilidade

Passemos agora à questão da convertibilidade. Diz-se que uma moeda é convertível sempre que os detentores de notas (ou depósitos) possa obter, à vista e sem limitações, junto do banco central respectivo, ouro ao preço correspondente à definição (ouro) da unidade monetária em causa.

Contudo, não foi este conceito de convertibilidade o retido pelos Acordos de Bretton-Woods, mas sim o conceito baseado na possibilidade de os particulares obterem livremente divisas com vista a efectuarem os seus pagamentos correntes. É um conceito que implicava a obrigação, para cada país, de "reembolsar", a qualquer outro, as disponibilidades que este possa ter na sua moeda. No entanto, este princípio aplicava-se unicamente a operações correntes, deixando de fora os movimentos de capitais pelo que o país que pretendesse ser reembolsado deveria provar que:

- as disponibilidades em causa tinham sido obtidas recentemente através de operações correntes, ou
- que a sua conversão era necessária para efectuar pagamentos correntes.

Por outro lado, o país solicitado a reembolsar a sua moeda, poderia fazê-lo tanto em ouro como na moeda do país que solicitou o reembolso. Não estávamos, pois, perante uma verdadeira convertibilidade, a qual, como foi referido, é à vista e incondicional.

2.1.3 - Os Recursos Ordinários do FMI

Para manter o sistema atrás descrito em funcionamento, tornava-se necessário ao FMI dispor de meios financeiros suficientes para permitir a resolução dos diferentes tipos de problemas, nomeadamente os défices de balanças de pagamentos dos países membros.

No plano individual, as limitações que os estatutos impõem aos membros cuja balança de pagamentos seja deficitária, no que respeita à utilização de políticas de reequilíbrio (nomeadamente em matéria de política cambial), têm como contrapartida a concessão de créditos por parte do FMI.

Esses financiamentos destinam-se essencialmente a evitar a descida do nível das reservas cambiais abaixo de um ponto considerado crítico, a partir do qual fosse indispensável o recurso à desvalorização.

Num plano mais global, compete ao FMI garantir uma situação adequada de liquidez internacional. Por outras palavras, estava-lhe reservado o papel de garantir uma expansão dos meios de pagamento internacionais, compatível com as necessidades decorrentes da evolução do comércio internacional.

Os "recursos próprios" utilizados nas operações de financiamento do FMI, provêm das contribuições de cada um dos países membros.

Essa participação (ou quota) é determinada em função de um conjunto de variáveis macroeconômicas, como sejam o Rendimento Nacional, as reservas cambiais e o volume de importações e exportações.

Inicialmente, a contribuição de cada país era realizada parcialmente, 25%, através do depósito de ouro num dos quatro bancos depositários do FMI: o Banco de Reserva Federal, o Banco de Inglaterra, o Banco de França e o Banco da Índia. Esta parte-ouro não deveria, contudo, ser superior a cerca de 10% das reservas de ouro e dólares do país respectivo.

Os restantes 75% da quota eram depositados em moeda nacional numa conta especial (denominada "conta nº 1") aberta no banco central respectivo. Nessa conta são registadas todas as operações que cada país membro estabelece com o FMI.

O montante da quota serve de base para a determinação do poder de voto de cada país (250 votos por cada país membro, mais um voto por cada 100 mil USD de quota).

Por último, deve acrescentar-se que estas quotas não são fixas. Os estatutos do FMI prevêem a possibilidade de uma reavaliação das quotas, no seu conjunto, com vista à sua eventual modificação.

Qualquer país membro pode, também solicitar ao FMI um ajustamento da sua quota. Contudo, nenhuma quota pode ser objecto de modificação, sem que haja consentimento do respectivo país.

III - A DESAGREGAÇÃO DO SISTEMA DE BRETTON-WOODS E AS EMENDAS AO CONVÊNIO CONSTITUTIVO DO FMI

3.1 - A 1.^a Reforma do FMI: Os Direitos de Saque Especiais (DSE's) - 1968

O sistema implementado em 1944 permitiu uma rápida ascensão do dólar como meio de pagamento internacional, transformando-se no principal meio de reserva. Concretamente, entre 1949 e 1968 os dólares em circulação no exterior dos EUA passaram de 6400 milhões a 35700 milhões, e durante o mesmo período as reservas de ouro norte-americanas diminuíram de 24.600 para 10.400 milhões de dólares. Esta expansão do dólar via-se ao mesmo tempo consolidada por meio duma série de acordos bilaterais dos EUA com vários Bancos Centrais, em que estes renunciavam a reclamar a convertibilidade das suas reservas em dólares.

Perante uma situação de desconfiança crescente em relação ao dólar motivada pela contínua diminuição da sua base-ouro, e de persistentes pressões em prol da sua desvalorização, o governo de Washington estava diante de duas alternativas. Por um lado elevar o preço do ouro, o que significava aumentar o valor das suas reservas-ouro, para desta forma afiançar a convertibilidade do dólar. Por outro lado, os EUA podiam tender a aumentar as suas reservas de ouro, sem aumentar o seu preço, através de medidas que visassem a eliminação do défice da sua Balança de Pagamentos. A última solução, contudo, não se apresentava viável sem restringir de forma drástica os investimentos norte-americanos e afectaria significativamente a sua política externa. A primeira solução teria implicado a adopção de uma nova paridade-ouro do dólar e consequente realinhamento de paridades no seio do sistema monetário internacional, logo com implicações a nível internacional.

Assim, a solução apresentada passou por uma proposta de reforço do FMI, com a adopção de uma nova componente da liquidez internacional: os direitos de saque especiais (DSE's).

O ponto de arranque dos DSE's poderá fixar-se cronologicamente em 1961, nas propostas feitas pelo Presidente Kennedy sobre o aumento da liquidez, através de um qualquer mecanismo novo, diferente do ouro e das moedas de reserva. Este facto marcou o início de um período de apresentação de um grande número de projectos, que viria a culminar com a apresentação, pelo FMI, de uma proposta à Assembleia Anual de 1967, celebrada no Rio de Janeiro. Nessa ocasião ficou autorizado o novo sistema dos DSE's, o qual viria a ser aprovado pela Junta de Governadores do FMI em Maio de 1968.

Mas o que é um DSE?

Segundo os estatutos do FMI, o SDR equivalia inicialmente a 0,888671 g de ouro fino, o que era equivalente à paridade do dólar em vigor desde 1944 e que, como veremos adiante, vigorou até 1971. Tem-se assim que, inicialmente $1 \text{ DSE} = 1 \text{ US\$}$.

Em Julho de 1974, os administradores do FMI decidiram passar a avaliar o DSE na base de um cabaz de 16 moedas, o qual viria a ser modificado em 1978. A partir de Janeiro de 1971 o "basket" ponderador do SDR passou a ser constituído unicamente por 5 moedas: dólar (42%); deutsch mark (19%); libra estrelina (13%); franco francês (13%) e Yene japoneses (13%).

Os DSE's são apenas parcelas contabilísticas de uma conta especial suportada pelo FMI, atribuída a cada país membro proporcionalmente à sua quota. Se bem que os DSE's figurem nos números oficiais das reservas dos diversos países, não podem ser directamente utilizados na compra de bens e serviços, e a sua utilidade reside no facto de que, mediante eles, os países em situação de escassa liquidez podem obter divisas utilizáveis transferindo os DSE's para outros países membros do FMI(*)

(*) No ponto 4.2 referir-se-ão as diferentes operações em DSE's, bem como o seu processo de criação.

3.2 - As Regras de Jamaica (1976)

Passemos agora à segunda emenda ao convênio constitutivo do FMI, decorrente dos chamados "Acordos de Jamaica" assinados em Janeiro de 1976 e que entraram oficialmente em vigor em 1 de Maio de 1978.

Em primeiro lugar debruçemo-nos um pouco sobre as condições que conduziram a esta segunda emenda, começando com a questão do ouro.

Pela primeira vez desde Bretton-Woods, a 18 de Outubro de 1960, na bolsa de Londres o ouro situou-se acima da paridade de 35 dólares a onça chegando até um nível de 40 USD/onça. Isto era devido, em parte, à diminuição das reservas de ouro dos EUA, que na altura se tornaram inferiores às suas responsabilidades externas. Era o primeiro abanão às regras de Bretton-Woods. No entanto, o Sistema de Reserva Federal e os bancos centrais mais importantes da Europa chegaram rapidamente a um acordo, com a constituição da chamada "Pool do ouro", que consistia num acordo em vender ouro no mercado livre quando os preços ultrapassassem os 35 US\$ a onça e em comprá-lo quando os preços caíssem abaixo dessa cotação. Os EUA e a França participaram na "Pool" com quotas de 50% e 9% respectivamente, por serem os "sócios" que dispunham de maiores reservas de ouro. Em 1967 a França viria a abandonar a "Pool" a qual viria a ser suprimida em Março de 1968 com o estabelecimento de um novo mercado internacional para o ouro. Nesse duplo mercado haveria um preço oficial, de 35 US\$ a onça, que se manteria para as transacções entre bancos centrais. O resto do mercado ficou completamente livre, o que conduziu a que os preços do ouro se lançassem na alta, descendo depois até ao nível de 35 US\$ a onça em princípio de 1970.

A 15 de Agosto de 1971, o presidente norte-americano Richard Nixon anuncia duas importantes medidas:

- a suspensão da convertibilidade do dólar em ouro;
- introdução de uma taxa de 10% sobre as importações.

Com a primeira destas medidas o "gold exchange standard" criado em Bretton-Woods transformava-se num simples "dolar standard". No que respeita ao preço do ouro, estes acontecimentos conduziram a que, a partir daí, se registasse uma subida em flecha.

Entretanto a especulação desenvolvia-se ante as expectativas de uma modificação da paridade do dólar, o que viria a acontecer em 18 de Dezembro de 1971 quando o "grupo dos dez" decidiu fixar a nova paridade da moeda norte-americana em 38 dólares a onça, o que equivalia a uma desvalorização do dólar em cerca de 7,89%. Quase simultaneamente verificou-se um realinhamento geral monetário com revalorização no caso do marco, do yene e do florim holandês. Paralelamente, ampliaram-se as margens de flutuação das moedas em relação à sua paridade central, passando de $\pm 1\%$ (como estava estabelecido no convénio constitutivo do FMI) para 2,25%, para mais ou para menos (passava, portanto, a dispor-se de uma margem de variação absoluta de 4,5%).

Contudo, a desvalorização do dólar decidida em 1971 não resultou suficiente, pois ao longo de 1972 prosseguiram os movimentos especulativos que viriam a culminar, em Fevereiro de 1973, com uma segunda desvalorização, que neste caso foi 11,10%, passando a sua paridade de 38 para 42,2 US\$ a onça.

Nos primeiros meses de 1973 o preço do ouro no mercado livre chegou a 134 US\$ e em Novembro decidia-se suprimir o duplo mercado, permitindo-se, desde então, aos bancos centrais, liquidar as suas reservas-ouro a preço livre, sem qualquer restrição. Dava-se, deste modo, um importante passo no abandono do ouro enquanto padrão monetário (desmonetização do ouro).

Seguiu-se um período de debates sobre o futuro do Sistema Monetário Internacional, os quais viriam a culminar na reunião do FMI de Setembro de 1975 em Washington, com três decisões:

- 1) - aumento geral das quotas dos países membros em cerca de 32,5%, em média;
- 2) - abolição do preço oficial do ouro, suprimindo-se definitivamente qualquer intervenção no mercado por parte dos bancos centrais;

23.

3) - reajustamento nas reservas do ouro "propriedade" do FMI (918 milhões de onças), com três medidas simultâneas: devolução de 1/6 aos países que regularizaram parte da sua quota com ouro; venda de outra sexta parte no mercado livre para constituir, com o seu contravalor, o "Fundo Fiduciário" de auxílio aos países menos desenvolvidos; conservação de 2/6 como garantia das operações do FMI.

Estes três acordos constituíram a base da segunda emenda ao convênio constitutivo do FMI, saída da Conferência de Jamaica, realizada em Janeiro de 1976, e aprovada em Abril do mesmo ano pelo Conselho de Governadores do Fundo.

As "regras de Jamaica" para além de sancionarem os acordos atrás citados vieram, igualmente, legalizar o regime de flutuação generalizada das moedas, progressivamente instaurado a partir de 1973 em todos os mercados de câmbio, após os países da Europa Ocidental terem deixado de intervir para defender a paridade das suas moedas face ao dólar. A partir daqui, os países membros do FMI passaram a dispor do direito de deixar a sua moeda flutuar livremente, sob reserva de manterem um funcionamento ordenado do mercado cambial (o FMI ficava investido unicamente dum poder fiscalizador, definido vagamente, mas destinado, antes do mais, a impedir os países membros de manipularem a sua taxa de câmbio para fins comerciais).

A partir daí a flutuação cambial pôde considerar-se como sendo o novo regime de direito comum, prevendo-se que o FMI, por maioria de 85% dos votos, possa estabelecer regimes cambiais gerais. Contudo, não se pode ignorar que, a este nível, os EUA contam sempre com o seu virtual direito de veto, ao dispor de 18% do poder de voto.

Os diferentes países podem também optar por estabelecer acordos monetários de natureza regional, tipo Sistema Monetário Europeu, ou fixar o valor da sua moeda em relação a outras moedas ou ao DSE. Outro aspecto era também certo: a partir daqui era expressamente interdito tomar como referência o ouro.

Por outro lado, o FMI passou a adoptar como "numerário" o DSE, pelo que a partir da entrada em vigor das regras de Jamaica

se começaram a multiplicar as operações em DSE's, aspecto que mais adiante será também objecto de estudo.

Estas modificações implicaram ainda que se adoptasse uma nova forma de proceder à regularização das quotas de países que viessem a tornar-se membros do FMI: 25% devem ser pagos em moedas de outros países (instrumentos de reserva), sendo os restantes 75% realizados em moeda nacional. Quanto aos aumentos de quota, 25% devem ser transferidos em DSE's e os restantes na própria moeda do país membro.

Do que atrás ficou dito, julga-se que é importante que se retenham os três princípios fundamentais subjacentes aos acordos de Bretton-Woods:

- Estabilidade - na medida em que se procurou criar uma certa disciplina cambial a nível internacional, através de um sistema de câmbios fixos, mas comportando três excepções:
 - a existência de uma margem de variação de 1%, para mais ou para menos, relativamente ao dólar ($\pm 2,25\%$ após 1971).
 - o facto de os países membros poderem, com autorização do FMI, modificar a paridade da sua moeda desde que registem desequilíbrios fundamentais na sua balança de pagamentos;
 - a possibilidade de o FMI declarar uma modificação uniforme da paridade das outras moedas.
 - Convertibilidade - que era dupla no sistema de Bretton-Woods: uma convertibilidade oficial e uma convertibilidade pelo mercado. Os países que subscreveram os acordos de 1944, aceitaram eliminar todo o tipo de restrições ao comércio e ao controlo de câmbios, uma vez que todo o sistema pressupunha ausência de restrições. Procura-se que as moedas nacionais de cada país sejam utilizáveis para efectuar os seus pagamentos internacionais: é a convertibilidade pelo mercado. Por outro lado, cada banco central viu-se obrigado a proceder ao "resgate" da sua moeda em poder dos outros bancos centrais, desde que estes o solicitem, embora sob certas condições já referidas.
- Vimos, em relação à convertibilidade, duas excepções;

- a introdução de um período transitório que conduziu a que, por exemplo, as principais moedas europeias se tivessem tornado convertíveis apenas em 1962;
- a declaração de raridade de uma moeda, que permitiria lançar restrições contra os países excedentários. Este acordo constituiu o único elemento de simetria introduzido nos acordos de Bretton-Woods.
- Sistema de Crédito - o FMI pode conceder financiamentos aos países deficitários, cujo montante máximo é definido em função da quota do país em causa e sujeito a todo um conjunto de condições em matéria de política económica. Não se trata de um crédito fácil e automático, como seria no sistema previsto pelo plano Keynes.

Da evolução histórica traçada, pode retirar-se um duplo aspecto:

- Em primeiro lugar, o sistema posto em prática em 1944 e oficialmente "derrubado" em 1971, funcionou em pleno durante um período muito breve. 1968 pode considerar-se como sendo o ano de início da "morte" dos Acordos, uma vez que em Março desse ano todos os bancos centrais, com excepção do francês, acordaram em não converter as suas reservas-dólares e ouro, aspecto de todo contrário ao sistema de Bretton-Woods. Entre 1944 e 1968 há ainda que distinguir dois períodos. 1944-1958 pode considerar-se como tendo sido o período transitório durante o qual a maior parte dos países manteve derrogações aos princípios do sistema e as principais moedas se mantiveram inconvertíveis. Desde modo, o "Gold Exchange Standard" apenas funcionou verdadeiramente de 1958 a 1968, período que marcou a rápida ascensão internacional do dólar. Por outro lado, foi durante esse período que surgiram todos os fenómenos que começaram a desgastar a confiança na moeda norte-americana: o aumento do défice externo dos EUA e o aparecimento dos euromercados.
- Em segundo lugar, é importante salientar que, embora o sistema de Bretton-Woods esteja morto, continuam a actuar na cena económica mundial, nomeadamente ao nível do financiamento interna-

cional, os dois organismos multilaterais que com ele nasceram: o FMI e o Banco Mundial. No que respeita ao dólar, mau grado o abandono da sua convertibilidade e a adopção do sistema de câmbios flexíveis deve concluir-se que continua a ser, incontestavelmente, o primeiro meio internacional de pagamentos, de crédito e de reserva. Fraco ou forte, abundante ou raro, a "nota verde" parece continuar no topo da hierarquia monetária mundial, independentemente da evolução da conjuntura económica norte-americana e do nível de endividamento internacional dos EUA, que em 1985, pela primeira vez na sua história económica, se tornou devedor líquido em relação ao resto do mundo.

3.3 - Tipologia actual dos regimes de câmbios

Como foi referido, desde a entrada em vigor da segunda Emenda ao Convénio constitutivo do FMI, que o sistema monetário internacional tem por base a flutuação generalizada das diferentes moedas. No entanto, dentro deste regime geral, podemos encontrar situações bastante variadas, consoante o país. Assim, de acordo com os elementos divulgados pelo FMI nas "International Financial Statistics", podem definir-se os seguintes regimes cambiais para os seus 151 países membros:

- um primeiro grupo de países cuja moeda flutua livremente, abrangendo cerca de 19 países, entre os quais o Japão, os EUA e o Reino Unido;
- um segundo grupo de países, cuja moeda é definida numa relação fixa com determinado padrão. Dentro deste grupo podemos distinguir cinco sub-grupos:
 - . 35 países que adoptam o US\$ como padrão;
 - . 14 países cujas moedas são definidas em relação ao franco francês
 - . 5 países tomam outras moedas por referência
 - . 28 países têm a respectiva moeda ligada a um conjunto de moedas
 - . 9 países adoptam o direito de saque especial;

- um terceiro grupo de países, cujas moedas estão integradas numa zona de flutuação concertada. As respectivas taxas de câmbio bilaterais, não poder ultrapassar as margens máximas fixadas. É o caso do Sistema Monetário Europeu, acordo de natureza regional, que envolve 8 países no respectivo mecanismo de câmbio;
- outros países, cerca de 4, situados essencialmente no Médio Oriente, mantêm individualmente uma margem de flutuação máxima face ao USD;
- por último, 29 países adoptam um regime intermédio entre a flutuação independente e uma relação fixa com determinado padrão.

IV - MECANISMOS DE ACESSO AOS RECURSOS DO FMI

É precisamente a questão da utilização dos recursos do FMI que será objecto das referências seguintes. Numa primeira parte abordaremos apenas as operações relacionadas com os recursos ordinários do FMI, para no ponto seguinte se referirem as operações em DSE's.

4.1 - Operações ao abrigo do "Departamento Geral" *

4.1.1 - Os recursos do FMI

Os recursos ordinários do FMI, os quais, como vimos, resultam da realização das quotas subscritas pelos diversos países membros do FMI, atingem actualmente cerca de 90 mil milhões de DSE's.

No entanto, não são estes os únicos recursos de que o FMI dispõe para prestar auxílio aos países membros deficitários, já que os seus estatutos prevêem a possibilidade de completar os seus recursos ordinários através da contratação de empréstimos.

O primeiro empréstimo contraído pelo FMI ocorreu em Janeiro de 1962 e foi concluído com o Grupo dos Dez (constituído pelos dez países membros mais industrializados: EUA, Grã-Bretanha, RFA, França, Itália, Holanda, Bélgica, Suécia, Canadá e Japão), sendo válido por quatro anos. Foi o primeiro dos chamados "Acordos Gerais de Empréstimos" ("General Arrangement to Borrow"), que se destinavam a

* "General Department", que anteriormente tinha a designação de "Conta Geral" ou "General Account".

financiar eventuais necessidades de acesso aos recursos do FMI por parte de qualquer um destes dez países, envolvendo inicialmente seis milhões de DSE's. A Suíça (que não é membro do FMI), estabeleceu na mesma ocasião um acordo com o Fundo, para financiar "saques" adicionais associados aos "Acordos Gerais de Empréstimos" (AGE's).

Estes acordos foram objecto de diversas revisões ao longo dos anos (todos os cinco anos), a última das quais entrou em vigor em 1983, e que prevê uma linha de crédito máxima de 17 mil milhões de DSE's. Com esta última revisão foi também concretizada a participação da Suíça, desde Abril de 1974, como membro de pleno direito dos AGE's, ao mesmo tempo que a utilização dos recursos provenientes destes Acordos se tornava extensível a todos os países membros do FMI. Ficou ainda o FMI autorizado a concluir acordos de empréstimos associados aos AGE's, facto que permitiu estabelecer um acordo de empréstimo de médio prazo com a Arábia Saudita envolvendo um montante de 0,8 mil milhões de DSE's. Ainda durante esse ano, o FMI concluiu vários acordos de empréstimos de curto prazo no montante de 1,3 mil milhões de DSE's com vários bancos centrais e o Banco de Pagamentos Internacionais.

Estas duas linhas de crédito, de cerca de 2,1 mil milhões de DSE's foram utilizadas na sua totalidade.

Em 30 de Abril de 1974, o FMI concluiu mais quatro acordos de empréstimos a curto prazo, num montante global de 6 mil milhões de DSE's junto da Agência Monetária da Arábia Saudita, Banco de Pagamentos Internacionais, Japão e Banco Nacional da Bélgica.

4.1.2 - Sistema de "Tranches" de crédito e os mecanismos especiais de financiamento

Para fazerem face às suas necessidades de Balança de Pagamentos, os países membros podem utilizar os recursos financeiros do FMI, ao abrigo da política de "tranches" de crédito ou através do mecanismo de crédito alargado. Poderão ainda recorrer a outros dois mecanismos permanentes: o mecanismo de financiamento compensatório das flutuações das receitas de exportação (instituído em 1963, e cujo campo de intervenção foi estendido, em 1981,

para compensar as flutuações do custo das importações de cereais) e o mecanismo de financiamento de stocks reguladores (instituído em 1969) .

Os países membros podem ainda utilizar mecanismos temporários de financiamento, que funcionam com recursos financeiros emprestados ao FMI. Em 1974 e 1975, por exemplo, a seguir à forte subida dos preços do petróleo, o FMI colocou em vigor as chamadas "oil facilities" para ajudar os países membros a fazer face ao aumento da sua factura petrolífera. Os recursos envolvidos, que atingem cerca de 6,9 mil milhões de DSE's, foram obtidos junto dos principais países exportadores de petróleo e de outros países com posição externa sólida. O reembolso destes recursos terminou em Maio de 1983.

Em 1983 foi também posto em funcionamento o "mecanismo de financiamento suplementar" criado através de recursos emprestados por treze países membros e pelo Banco Nacional Suíço, envolvendo um montante de cerca de 7,784 mil milhões de DSE's.

Em Março de 1981 foi adoptada a "política de acesso alargado" que permitia ao FMI conceder financiamentos adicionais da mesma ordem de grandeza dos recursos associados ao financiamento suplementar.

Deste modo, até 31 de Agosto de 1984 tinham sido concluídos pelo FMI acordos de empréstimos num montante de 15,3 mil milhões de DSE's, destinados quer ao financiamento suplementar quer à política de acesso alargado.

Depois de uma descrição genérica dos recursos financeiros que o FMI tem ao seu dispor, procurar-se-á seguidamente referir quais as políticas e princípios que regem o acesso dos países membros aos seus financiamentos.

4.1.3 - Técnica das operações

O recurso ao crédito junto do FMI efectua-se através de uma troca de moeda: o Fundo funciona como um "posto de câmbios" fornecendo divisas (ou DSE's) por contrapartida da moeda do país que recorre ao crédito.

Assim, quando um país recorre a financiamentos do FMI, cada "saque" dá origem a um acréscimo das disponibilidades do Fundo na moeda desse país e a uma diminuição correspondente nas suas disponibilidades em moedas de outros países (ou em DSE's).

Exemplo: Suponha-se que Portugal obtém um crédito no FMI, que é concedido em marcos alemães. Esta operação implica a necessidade de o Banco de Portugal transferir escudos como contrapartida de marcos alemães. Neste caso, o FMI vê as suas disponibilidades em escudos acrescidos e com menos marcos alemães. Por outro lado, a conta corrente de Portugal no Bundesbank aparece creditada, registando-se simultaneamente um acréscimo de responsabilidades do Banco de Portugal para com o Bundesbank. Ou seja,

Bundesbank		Banco Portugal	
c/c FMI (-)		c/c BB (+)	c/c FMI (+)
c/c Portugal (+)			

O país que obtém o financiamento dá moeda nacional para obter divisas — é nisto que consiste a concessão de crédito por parte do FMI aos seus membros. A uma concessão de crédito que afasta daquilo a que estamos habituados ao nível do crédito bancário.

Por outro lado, o país que recorre ao crédito compromete-se a efectuar a operação inversa (recompra da moeda nacional em contrapartida de divisas ou DSE's) nos prazos estabelecidos. O prazo normal é de 3 a 5 anos, enquanto no caso do mecanismo de crédito alargado esse prazo é de 4 anos e meio a 10 anos e de 3 a 7 anos para o mecanismo de financiamento suplementar e política de acesso alargado.

No entanto, os países membros devem efectuar essa operação logo a partir do momento em que a sua Balança de Pagamentos e o nível de reservas melhorem. Este aspecto pode mesmo ser imposto pelo Fundo.

Seguidamente far-se-á uma descrição sumária das diferentes possibilidades de acesso aos recursos gerais do Fundo, destacando a finalidade de cada uma delas, quais os limites impostos e ainda a questão da condicionalidade. Posteriormente analisar-se-ão quais as consequências, ao nível de um país e ao nível do conjunto de países, derivados do recurso aos financiamentos do FMI.

4.1.4 - Descrição das diferentes operações de acesso aos recursos financeiros do FMI

Em primeiro lugar importará avaliar até que ponto existe, ou não, risco de câmbio para o FMI, associado ao respectivo montante de recursos próprios. A este nível, duas considerações devem ser feitas: por um lado, caso o país membro decida desvalorizar a sua moeda, terá que proceder a uma transferência suplementar para o Fundo, para complementar a sua quota; por outro lado, no caso de revalorização será o FMI a reembolsar o país em causa. Assim, pode concluir-se que, relativamente ao montante dos seus recursos ordinários, o FMI não tem qualquer risco de câmbio, uma vez que há sempre lugar a ajustamentos.

Aquilo com que o FMI se depara é, essencialmente, um problema de liquidez pois quanto mais países registarem défices menos moeda forte dispõe o Fundo dispondo, em contrapartida, de um maior volume de moedas fracas. E isto passa-se assim porque o FMI, ao conceder créditos aos países membros deficitários, tem de fornecer a moeda forte e não moeda fraca.

Desta forma tornava-se necessário impor limites ao recurso ao crédito, para que se não vá demasiado longe. Importará salientar três limites:

- o montante de crédito que qualquer país pode obter é limitado pelo montante da respectiva quota (existem "plafonds").

- cada país deve, como foi visto, recomprar a sua moeda em prazos determinados;
- o crédito não é gratuito. Os países que a ele recorrerem têm de pagar comissões (com excepção do recurso à "tranche" de reserva), que se situam à volta dos 7%. Inicialmente eram pagas em ouro, mas actualmente podem ser regularizadas em DSE's ou em divisas.

Por outro lado, existe ainda a questão da condicionalidade, já que o recurso ao FMI exige o cumprimento de todo um conjunto de condições em matéria de política económica,

4.1.4.1 - A "tranche" de reserva

A "tranche" de reserva não é mais do que a diferença entre o montante da quota de um determinado país e as disponibilidades do FMI na moeda desse país, que não sejam resultantes de saques anteriormente efectuados pelo país em causa.

Assim, inicialmente a "tranche" de reserva de cada país membro equivale a 25% da respectiva quota.

Os saques nesta "tranche" estão sujeitos ao critério da necessidade de Balança de Pagamentos, mas não podem ser objecto de contestação por parte do FMI e não estão submetidos nem a condições em matéria de política económica nem à obrigação de recompra.

4.1.4.2 - As "tranches" de crédito

Saques suplementares à "tranche" de reserva podem ter lugar em quatro "tranches" de crédito, representando cada uma 25% da quota do país membro. Inicialmente, o montante total dos saques nas "tranches" de crédito não podia ultrapassar 100% da quota, montante que conduziria as disponibilidades do Fundo na moeda dessa país a 200% da sua quota (75% da subscrição + 25% da "tranche" de reserva + 100% das 4 "tranches" de crédito).

Um país membro, ao fazer uso dos recursos do FMI nas tranches de crédito, pode escolher entre utilizar ou conservar a sua posição na "tranche" de reserva.

No entanto, com vista a permitir o financiamento dos profundos desequilíbrios estruturais de pagamentos com que alguns países membros se vêem confrontados, foram lançados programas adicionais que prevêem períodos de ajustamento mais longos e que permitem o acesso para lá do limite dos 200% (é o chamado mecanismo alargado de crédito).

O Conselho de Administração do FMI examina todos os pedidos de saque excepto aqueles que se referem à "tranche" de reserva, cujo acesso é automático e incondicional.

Para todas as utilizações condicionais, ou seja, todas aquelas que não tenham a ver com a "tranche" de reserva, os países interessados devem apresentar ao FMI uma proposta, e os financiamentos obtidos devem servir de base à implementação de medidas económicas que visem ultrapassar as dificuldades de Balança de Pagamentos do país em causa.

Antes de apresentar a sua proposta ou imediatamente após, seja ao abrigo de acordos de confirmação ou de acordos alargados (para acesso ao mecanismo alargado de crédito), o país membro examina com os serviços do FMI um programa de ajustamento, o qual define orientações em diversos domínios. Esse programa cobre, normalmente os 12 meses seguintes, podendo ir até ao máximo de 3 anos, o que depende da especificidade dos esforços de ajustamento que são exigidos a cada país.

São os chamados acordos de "stand-by" em que o país interessado negocia com o FMI uma carta de intenções, a qual envolve essencialmente três cláusulas:

- de "performance" - em que o país se compromete a tomar certas medidas com vista a atingir determinados objectivos;
- de escalonamento das tranches a obter;
- de consulta - pois o país continua em contacto estreito com o FMI através de vários exames anuais aos respectivos resultados económicos e medidas adoptadas.

As considerações em matéria de política económica exigidas aos diversos países dependem da especificidade de cada um deles, podendo, no entanto, encontrar-se uma espinha dorsal que serve de base a todos os acordos:

- restrição da procura interna, essencialmente através do consumo privado (via contenção salarial e eliminação de subsídios a bens de primeira necessidade) para que, em contrapartida, se incentivem as exportações;
- redução do défice orçamental;
- desaceleração da criação monetária através do recurso à contenção do crédito;
- desvalorização da moeda nacional como forma de conter as importações e incrementar as exportações.

A intenção de utilizar a primeira "tranche" de crédito deve fazer-se enquanto as dificuldades de Balança de Pagamentos forem relativamente fracas, devendo o país provar que está a efectuar esforços para ultrapassar as dificuldades. A sua utilização pode revestir a forma de aquisição directa ou de acordo de confirmação. Não envolve critérios de realização nem escalonamento de saques, devendo proceder-se à recompra de moeda nacional num prazo de 3 a 5 anos.

A intenção de utilizar as restantes tranches, denominadas tranches superiores de crédito, implica a adopção de medidas que permitam, com segurança, ultrapassar as dificuldades da Balança de Pagamentos, num prazo considerado razoável. Há sempre lugar à formulação de um acordo de confirmação, envolvendo também critérios de realização e escalonamento dos saques, devendo proceder-se à recompra da moeda nacional num prazo de três a cinco anos. A este nível é possível, em vez de um acordo de confirmação, formular-se um acordo alargado, o qual envolve um programa de médio prazo, que pode ir até 3 anos, destinado a corrigir défices estruturais da Balança de Pagamentos; também são definidos critérios de realização e escalonamento dos saques, devendo a recompra de moeda nacional ter lugar num prazo de 4 anos e meio a dez anos.

Como vimos, o direito de um país membro efectuar saques nas tranches superiores de crédito, dependem do respeito por certos critérios de realização, descritos no programa a implementar ou derivados do reexame da situação do país. Os critérios de realização têm a ver sobretudo com a política em matéria de crédito, necessidades de financiamento do Estado e sector público e com a política em matéria de restrições às trocas e aos pagamentos; podem igualmente aplicar-se à dívida externa a curto e a médio prazo, nomeadamente, quanto a novos empréstimos e à variação das reservas.

Estes critérios permitem, tanto ao país membro como ao FMI, avaliar os progressos associados às medidas a aplicar durante o período de vigência do acordo (de confirmação ou alargado). Se o país não respeitar os critérios definidos, fica impossibilitado de efectuar novos saques enquanto não discutir com o FMI a oportunidade de introduzir novas medidas para atingir os objectivos do programa previamente fixados.

4.1.4.3 - Mecanismo de financiamento compensatório

Este mecanismo é destinado a financiar eventuais défices temporários das receitas de exportação, resultantes de factores aleatórios (ex: factores climatéricos) e aumentos temporários dos custos associados às importações de cereais.

Para se determinar o défice de exportação durante os 12 meses que precedem o pedido de crédito, comparam-se as receitas efectivas obtidas durante esse período, com uma estimativa de tendência a médio prazo (5 anos) das exportações do país em causa. Essa estimativa, centrada sobre o período do défice, estabelece-se com base em previsões baseadas numa melhoria das exportações nos dois anos posteriores ao período de défice.

Sempre que qualquer país membro registe um défice de exportação pode, ao abrigo deste mecanismo, sacar até 83% da sua quota. No entanto, saques que ultrapassem os 50% da quota só serão satisfeitos se o país em causa cooperar com o FMI com vista a ultrapassar as suas dificuldades de Balança de Pagamentos, normalmente através das outras formas de financiamento conseguidas pelo Fundo

Em Maio de 1981, o Fundo decidiu prestar auxílio financeiro aos países membros com dificuldades de Balança de Pagamentos resultantes de um aumento do custo das suas importações de cereais. O limite para os saques associados ao aumento temporário dos custos inerentes à importação de cereais é de 83% da quota, ou seja, um plafond idêntico ao limite dos saques ao abrigo da diminuição das receitas de exportação. No entanto, existe um limite global de 105% da quota, para o conjunto formado pelo aumento do custo das importações de cereais e pela diminuição das receitas de exportação.

4.1.4.4 - Mecanismo de financiamento de stocks reguladores

Este mecanismo tem por finalidade ajudar certos países membros a financiar as suas contribuições para a constituição de stocks reguladores de matérias-primas a nível internacional,

sempre que esses países, confrontados com problemas de Balança de Pagamentos, participem na constituição desses stocks ao abrigo de acordos internacionais sobre produtos de base, desde que obedçam a critérios apropriados e conformes aos princípios definidos pelas Nações Unidas.

Os saques ao abrigo deste mecanismo não podem ultrapassar 45% da sua quota.

Até hoje, o FMI autorizou a utilização dos seus recursos para o financiamento de stocks reguladores do estanho, do cacau, da borracha e do açúcar. Contudo, os saques efectuados destinaram-se apenas ao estanho, borracha e açúcar.

As operações relativas a estes dois mecanismos (de financiamento compensatório e de financiamento de stocks reguladores), juntam-se à política em matéria de tranches de crédito, pelo que, nestas condições, um país poderá sacar do FMI verbas superiores a 200% da sua quota.

Em qualquer dos dois mecanismos o país em causa deve cooperar com o FMI com vista a encontrar soluções adequadas às suas dificuldades de Balança de Pagamentos e a recompra da moeda nacional deve fazer-se num prazo de 3 a 5 anos.

4.1.4.5 - Mecanismo alargado de crédito

Um país só poderá recorrer a este mecanismo se se debater com graves desequilíbrios de pagamentos, devidos a distorções estruturais da produção, do comércio e dos preços e implica a adopção de medidas correctoras durante os 2 ou 3 anos seguintes.

O país deve submeter à apreciação do FMI um programa definindo os objectivos e as políticas a implementar durante o período de utilização do mecanismo, indicando com detalhe as medidas a tomar durante cada 12 meses. Os saques são escalonados em função de determinados critérios de realização. A duração máxima do recurso a este mecanismo é de 3 anos.

Os saques não poderão ultrapassar 140% da quota do país membro (nem implicar que as disponibilidades do FMI em moeda nacional ultrapassem 265% da sua quota, com exclusão das resultantes de saques relativos ao mecanismo de financiamento compensatório e ao mecanismo de financiamento de stocks reguladores). As recompras da moeda nacional devem ser efectuadas em 12 prestações iguais, num prazo que varia entre os 4 anos e meio e os 10 anos após cada saque.

4.1.4.6 - Política de acesso alargado

Esta política visa permitir ao FMI conceder financiamentos suplementares a todos os países membros cujos pagamentos acusem desequilíbrios de importância considerável.

Um país só poderá utilizar os recursos associados a esta política desde que os financiamentos de que o país necessita excedam o montante disponível nas 4 tranches de crédito e no mecanismo alargado de crédito e se o ajustamento tiver lugar num prazo relativamente longo. Os saques associados a esta política estão sujeitos à condicionalidade, ao escalonamento dos saques e a critérios de realização.

Os montantes associados a esta política são determinados por directivas adoptadas pelo Fundo e definidos por intervalos. Os limites especificados pelas directivas actuais são de 95 - 115% da quota, por ano, e de 280 - 345% num período de 3 anos. Assim, a utilização cumulativa dos recursos do FMI está sujeita ao limite de 408 - 450% da respectiva quota, não compreendendo os saques relacionados com os mecanismos de financiamento compensatório e de financiamento de stocks regulares.

Mas como se repartem estas operações entre os recursos ordinários e os recursos provenientes de empréstimos?

Os saques na primeira tranche de crédito são repartidos segundo uma relação de dois para um entre recursos ordinários e recursos tomados de empréstimo. Para os saques nas tranches superiores e ao abrigo de acordos alargados de crédito, a relação é de um para

um (isto far-se-á até atingir 140% da quota; a partir daí serão utilizados apenas recursos obtidos através de empréstimos).

A política de acesso alargado envolve apenas recursos provenientes de empréstimos.

4.1.4.7 - A utilização dos reembolsos associados ao Fundo Fiduciário

Por último, uma referência ao Fundo Fiduciário, o qual, como foi referido, foi criado em Maio de 1976 como resultado da venda de 1/6 das reservas de ouro do FMI. Este Fundo que cessou em Abril de 1981, foi utilizado sob a forma de financiamentos a programas de ajustamento da Balança de Pagamentos. Foram distribuídos cerca de 2991 milhões de DSE's a cerca de 55 países membros. Envolviam uma taxa de juro de 0,5% ao ano, sendo reembolsáveis em 10 prestações semestrais, com início no sexto ano após ter sido concedido o empréstimo.

Os reembolsos e pagamentos de juros, registados até aqui, no montante de 400 milhões de DSE's permitiram financiar uma conta de bonificação associada ao mecanismo de financiamento suplementar.

Actualmente o FMI pode utilizar esses recursos adicionais no financiamento de défices da Balança de Pagamentos dos países membros de mais baixo rendimento. Com efeito, em 1986, o Conselho de Administração do FMI criou uma nova linha de crédito, denominada "Facilidade e Ajustamento Estrutural", destinado aos países em vias de desenvolvimento de mais baixo rendimento, para fazerem face aos seus problemas persistentes de Balança de Pagamentos. Para o período 1985-1991, prevê-se um montante de cerca de 2,7 mil milhões de DSE's, cuja utilização implica que o país beneficiário coopere com o FMI através de um programa de ajustamento a 3 anos. Tem associada uma taxa de juro de 0,5% ao ano, a pagar semestralmente e incidindo sobre o montante não reembolsado. O seu reembolso é efectuado em 10 parcelas semestrais iguais, a primeira das quais 5 anos e meio após a data do financiamento inicial e a última 16 anos após essa data.

4.1.5 - As consequências dos saques ao nível da liquidez internacional

Vamos agora ver quais as consequências inerentes aos saques efectuados no FMI, adoptando uma dupla perspectiva: em primeiro lugar, as consequências ao nível de um país e, em segundo lugar, as consequências ao nível do conjunto de países.

4.1.5.1 - Ao nível da posição de cada país

Quanto às consequências ao nível da posição de cada país no FMI, há que ver dois casos possíveis:

1.º caso

Um país deficitário que recorre aos recursos financeiros do FMI (país A). Suponha-se que a sua quota é de 100 milhões de DSE's, pelo que, inicialmente, as disponibilidades do FMI na moeda do país A são de 75 milhões (75% da sua quota). Quando o país A efectua um saque, por exemplo de 15 milhões, as disponibilidades do FMI na moeda "A" aumentam (passam a ser $75 + 15 = 90$ milhões).

Se compararmos a quota de um país com as disponibilidades do Fundo em moeda nacional, pode ver-se a posição de reserva desse país no FMI. Assim, enquanto as disponibilidades do FMI em moeda nacional forem inferiores à quota, a diferença chama-se posição de reserva no FMI, que inicialmente, no nosso exemplo, é de 25 milhões de DSE's ($100 \text{ milhões} - 75 \text{ milhões}$).

Após o 1º saque de 15 milhões a posição de reserva passa a ser apenas de 10 milhões.

A partir do momento em que as disponibilidades do FMI em moeda nacional do país A se torna superior à sua quota, temos o chamado "Recurso ao Crédito do Fundo" (Use of Fund Credit).

Se, eventualmente, se atingisse uma situação em que as disponibilidades do FMI atingissem 120 milhões de DSE's, teríamos uma situação em que o país A tinha utilizado toda a sua tranche de reserva ($25\% \times 100 \text{ milhões} = 25 \text{ milhões}$) e beneficiado ainda de um crédito do FMI de 20 milhões DSE's.

Tem-se assim que a "posição de reserva no FMI" descreve todas as operações realizadas ao nível da tranche de reserva, enquanto que o "recurso ao crédito do FMI" descreve todas as operações ao nível das tranches de crédito e restantes mecanismos de financiamento.

Analisemos então a evolução da posição do país A no FMI, na sequência de um conjunto de operações:

País A - quota = 100 milhões de DSE's

Disponibilidades do FMI em moeda "A" = 75 milhões de DSE's

No início, o país A tem como posição de reserva no FMI 25 milhões, constituindo como vimos, a sua tranche de reserva ou tranche-ouro, que lhe possibilita um acesso automático e incondicional aos recursos do FMI.

Suponha-se que o país A faz dois saques ao nível da sua tranche de reserva (no montante de 10 e 15 milhões, respectivamente) e que, posteriormente, faz uma série de saques nas tranches de crédito. A sua posição no FMI é descrita pelo quadro seguinte:

Montante dos saques	Disponibilidades do FMI em moeda do país	Posição de reserva	Recurso ao crédito do Fundo
10	85	15	-
15	100	-	-
25	125	-	25
25	150	-	50
25	175	-	75
...	...	...	...

2.9 Caso

Um país excedentário cuja moeda é utilizada pelo FMI.

Suponhamos que o país Z assume uma posição excedentária na sua Balança de Pagamentos, pelo que o FMI vai fornecer a sua moeda a 3 países deficitários, B, C e D (que efectuam, cada um, um saque de 25 milhões). A posição do país Z no FMI é descrita pelo quadro seguinte:

	Disponibilidades do FMI em moeda do país Z	Posição de reserva
Situação inicial	75	25
Saque do país B	50	50
Saque do país C	25	75
Saque do país D	0	100

Este quadro permite-nos tirar como conclusão que sempre que um país faz uma operação com o FMI é a posição de 2 países que aparece modificada: a do país sacador e a do país cuja moeda é cedida pelo Fundo.

Este o primeiro aspecto que se pretendia demonstrar.

4.1.5.2 - Ao nível do conjunto de países

Passemos agora às consequências ao nível de todos os países, procurando demonstrar se a utilização dos recursos do FMI está associada ou não algum aumento da liquidez internacional.

Antes de entrarmos na análise desta questão, é importante que nos debrucemos um pouco sobre a composição da liquidez internacional, a qual é definida nas estatísticas do FMI como correspondendo às disponibilidades cambiais de todos os bancos centrais.

Assim, pode dizer-se que a liquidez internacional assume, actualmente, as seguintes formas:

- ouro (que é uma disponibilidade natural)
 - posição de reserva no FMI
 - SDRs
 - divisas
 - ECUs - para os países aderentes ao Sistema Monetário Europeu
- } que são disponibilidades institucionais relacionadas com o FMI

Os valores observáveis no final do mês de Outubro de 1987 eram os seguintes (dados obtidos nas "International Financial Statistics" de Janeiro de 1988):

Ouro	}	33050 milhões de DSE's —	à cotação oficial de 35 DSE's/onça
		335089 " de DSE's —	
			quando se toma por base a sua cotação no mercado.

Posição de reserva no FMI	32734 milhões de DSE's
Direitos de Saque Especial	20229 " "
Divisas	437023 " "

Total	}	523036 milhões de DSE's (com ouro ao preço oficial)
		325075 " " (com ouro ao preço de mercado)

É importante salientar, desde já, três aspectos importantes sobre o conceito de liquidez internacional que acabamos de descrever:

- os seus elementos constituem tanto os meios de pagamento internacionais, os quais servem para financiar as transacções, como os meios utilizados para financiar os défices, logo assumindo a forma de meio de reserva;
- uma análise da sua composição permite-nos ver que, contudo, a maior parte destas reservas não se encontra imediatamente disponível. O ouro, só por si não é um meio de pagamento mas sim um meio de reserva. Também a Posição de Reserva no FMI serve apenas para colmatar défices, o mesmo sucedendo com os SDRs;
- por último, no que respeita às divisas, só uma pequena parte se conserva sob a forma de moeda "stricto sensus", estando a sua maior parte colocada em depósitos a 3 ou 6 meses. Na prática existe um fundo de "roulement" de cerca de 25 mil milhões de dólares, que possibilita as trocas internacionais, cujo montante diário ultrapassa os 350 mil milhões de dólares, o que significa que a velocidade de circulação da moeda internacional é de 14 vezes ao dia!!!

Conclui-se assim que ao nível desta definição de liquidez internacional é a função de reserva que é importante e não a função de meio de pagamento.

Por outro lado, é necessário ter-se em atenção que os números apresentados consideram apenas as disponibilidades dos bancos centrais, não se considerando as divisas em poder dos bancos comerciais ou das empresas.

Posto isto, vamos então reflectir um pouco sobre a questão proposta no início do presente ponto.

Inicialmente, quando um país se torna membro do FMI, ele vê diminuir as suas reservas num determinado montante, o qual vai constituir liquidez do Fundo: ao nível da liquidez internacional este facto acarreta unicamente uma modificação da sua composição mas não do seu valor, pois diminuem as reservas do país em causa mas aumenta a sua posição de reserva. Não há pois qualquer criação de liquidez internacional.

Suponhamos agora a situação A em que, por exemplo, Portugal saca o FMI na sua tranche de reserva. Se o FMI cede á Portugal marcos alemães então a posição de reserva da RFA vai aumentar, diminuindo como contrapartida a de Portugal. É uma situação em que, do ponto de vista da componente Posição de Reserva no FMI, não existe qualquer criação de liquidez internacional, pois apenas se modifica a sua composição.

Considere-se agora a situação B, em que Portugal já se encontra nas tranches de crédito, ou seja a sua posição de reserva no FMI é zero. Admita-se ainda que ao sacar o FMI, Portugal recebe marcos alemães, facto que implica um aumento da posição de reserva da RFA. Nesta situação existe criação de liquidez internacional.

Estas duas situações podem descrever-se no quadro seguinte:

Posição de reserva no FMI	Saque na tranche de reserva	Saque nas tranches de crédito
País Sacador	<u>Situação A</u>	<u>Situação B</u>
País Sacado	-	=0
	+	+
	0	+

há criação de liquidez internacional

Seguidamente veja-se uma situação C, em que Portugal obtém, por exemplo, coroas suecas, pelo que o nosso país vai procurar convertê-las numa moeda forte (por ex. marcos alemães), junto do Banco Central da Suécia. Logo, Portugal vai ficar com mais marcos alemães, registando-se como contrapartida uma redução das disponibilidades do Banco Central Sueco em marcos. Não existe, pois, qualquer espécie de criação de liquidez, em termos da componente disponibilidades em divisas.

Mas atente-se na situação B, anteriormente descrita, em que Portugal obtém marcos alemães, que é uma moeda forte, pelo que o nosso país opta por conservar esta moeda. O país cuja moeda é fornecida pelo FMI, a RFA, não sofre qualquer modificação das suas disponibilidades em divisas, enquanto que Portugal, país sacador, vê aumentado o nível das suas reservas em divisas. Nesta situação existe criação de liquidez internacional.

Estas duas situações sintetizam-se no quadro seguinte:

Disponibilidades em divisas	Conversão	Não conversão
	<u>Situação C</u>	<u>Situação B</u>
País sacador	+	+
País sacado	-	= 0
	0	+

há criação de liquidez internacional

Concluimos assim que as operações com o FMI conduzem, em determinadas situações, à criação de liquidez internacional. (*)

Até Novembro de 1986 o montante de criação de liquidez internacional ascendia a cerca de 109.112,2 milhões de DSE's que resultam do somatório dos seguintes valores: 33.505,6 milhões correspondentes à utilização de créditos do FMI, 19.344,3 milhões relacionados com os DSE's e 56.262,3 milhões como resultado dos saques

(*) Contudo, deve ter-se em atenção que o resultado final dependerá dos resultados ao nível de cada uma das componentes de liquidez internacional.

em divisas fortes (dólares, yênes, florins, francos franceses e libras esterlinas):

US dólar	-	31.650,1	milhões de SDRs		
Marcos	-	10.526,5	"	"	
Yênes	-	5.765,9	"	"	
Florins	-	2.823,3	"	"	
Francos	-	3.099,6	"	"	
Libras	-	2.396,9	"	"	

4.1.6 - A escolha das moedas

Todos os saques realizados até 1962 tinham como contrapartida dólares. Contudo, a partir desse ano, as moedas europeias e o yêne japonês tornaram-se convertíveis, pelo que os saques junto do FMI passaram também a ter como contrapartida estas moedas.

No entanto, há um aspecto que é importante reter ao nível dos saques junto do Fundo: é que o simples facto de uma moeda ser fornecida pelo FMI envolve sempre um risco para o país emissor dessa moeda.

Por exemplo, se o Fundo fornecer marcos alemães, a RFA vê diminuir as suas reservas no FMI e se o país sacador os vender no mercado de câmbios, o marco poderá vir a sofrer uma tendência para a baixa.

Assim, todos os três meses é elaborada uma lista das moedas a atribuir nos saques a efectuar nos três meses seguintes. São sempre moedas de países com Balança de Pagamentos equilibrada e que possuam um nível suficiente de reservas. O montante de utilização de cada moeda é definido em função do nível das reservas de ouro e divisas do país respectivo, com o ouro avaliado a 35 US\$ a onça. Por exemplo, um país que tenha muito ouro e relativamente poucas divisas não verá atribuído um montante muito elevado à sua moeda, já que o ouro é avaliado ao preço oficial e não ao preço de mercado.

Igualmente todos os três meses é definida a lista das moedas aceites na recompra da moeda nacional em poder do Fundo e que terá que coincidir com a lista anterior, pois se o FMI cede moeda forte há-de querer recuperá-la posteriormente.

As moedas que têm sido mais utilizadas são: o dólar, o yénne, o marco alemão e riyal saudita, as quais atingem 56% do total.

4.1.7 - Crítica à questão da condicionalidade

Como foi referido anteriormente o acesso aos recursos financeiros do FMI por parte dos países deficitários, implica a aceitação de todo um conjunto de condições. Para o FMI o objectivo da sua política de condicionalidade é o de conduzir a Balança de Pagamentos do país interessado a uma posição viável num contexto de estabilidade de preços e de crescimento económico sustentado, evitando o emprego de medidas contrárias à liberdade de comércio e pagamentos internacionais. No entanto, a prática tem mostrado que o objectivo central dos programas de ajustamento do FMI é o de atingir, a médio prazo, o equilíbrio da Balança de Pagamentos, relevando para segundo plano os objectivos relativos à inflação, ao crescimento e ao emprego. O seu conceito de posição viável da Balança de Pagamentos significa, antes de mais, um défice de pagamentos correntes compatível com o serviço da dívida que pode ser assegurado pelo país em causa, e que possa ser coberto sem recurso a formas especiais de financiamento (empréstimos do FMI, reescalonamento da dívida, empréstimos governamentais bilaterais, etc.) e sem interferência administrativa ao nível do comércio e pagamentos externos.

As condições impostas pelo Fundo têm sido amplamente criticadas pelos países em vias de desenvolvimento (PVDs), na medida em que assentam na regulação da procura, tendo por base todo um arsenal de políticas de natureza clássica: redução do défice orçamental, desaceleração do crescimento da massa monetária e desvalorização da moeda nacional.

Esta estratégia de ajustamento, tal como é concebida pelo FMI, baseada unicamente em políticas orçamentais e monetárias restritivas, acompanhadas pela desvalorização da moeda nacional, implica custos excessivos para os PVDs, como sejam a redução do crescimento e aumento do desemprego, bem como efeitos negativos ao nível da estrutura da repartição do rendimento.

Este tipo de medidas afectam, antes de mais, o nível de vida das classes mais desfavorecidas, já que a contenção da procura interna se faz essencialmente à custa do consumo privado, logo com políticas de contenção salarial. São essencialmente essas classes as que mais sofrem em termos de impacto dos efeitos distributivos das políticas adoptadas. Assim, estas medidas ao serem aplicadas a países de reduzido nível de desenvolvimento económico, e, consequentemente, de baixo nível de vida das suas populações, não lhes permite aspirar a níveis de vida superiores, pelo que os PVDs se queixam que ficam ainda mais pobres.

Por outro lado, o ajustamento estrutural dos países deficitários depende, em primeiro lugar, do grau de diversificação e de integração do sector produtivo e não se pode esquecer que as modificações estruturais necessitam de um período relativamente longo de ajustamento, pois só serão possíveis através de uma profunda reestruturação do investimento produtivo. Ora isto parece ser incompatível com a política de ajustamento preconizada pelo FMI que, como vimos, limita os seus objectivos ao restabelecimento do equilíbrio da Balança de Pagamentos. Para os PVDs o importante é um processo de desenvolvimento baseado na correcção das suas dificuldades estruturais, o que só a longo prazo lhes permitirá corrigir os desequilíbrios da Balança de Pagamentos.

Não se deve ignorar também que a grande diversidade de causas que provocam desequilíbrios de pagamentos bem como as diferentes estratégias de ajustamentos possíveis tornam potencialmente impossível formular um conceito óptimo de estratégia de desenvolvimento que seja universalmente aplicável. O objectivo será, por con-

seguinte, o de adoptar um conceito flexível e específico a cada país, de molde a possibilitar-lhe um desenvolvimento económico equilibrado, tendo em conta as suas dificuldades estruturais e financeiras.

Em quarto lugar, nota-se uma preferência, por parte do FMI, pelos mecanismos de livre concorrência, que se podem revelar pouco apropriados ao quadro institucional e às estruturas dos países em vias de desenvolvimento. Do ponto de vista do desenvolvimento económico dos PVDs, os mecanismos de mercado poderão provocar efeitos indesejáveis, causados por um contexto cultural diferentes dos países industrializados, por deficiências de natureza legislativa, regulamentos jurídicos, por desigualdades acentuadas ao nível da repartição do rendimento e do património e ainda pelo elevado grau de heterogeneidade das estruturas sócio-económicas. Não se deve esquecer que, por exemplo, a ascensão económica de países como o Japão ou a Coreia do Sul, foi marcada historicamente por uma estreita interdependência entre as empresas privadas e o Estado, exercendo este último um importante papel de incitação económica. E isto é válido não apenas ao nível das infraestruturas, como ainda ao nível da estratégia de desenvolvimento e de industrialização, quer na fase de concentração sobre o mercado interno, quer na fase de orientação para o mercado mundial.

No entanto, nos últimos 3/4 anos alguma coisa tem mudado, embora lentamente, já que o FMI começou a prever nos seus programas de ajustamento medidas relativas à oferta, colocando a este nível o acento tónico essencialmente ao nível da liberalização do mercado de crédito e redução das distorções de preços do sector agrícola e das empresas públicas. Por outro lado, tem também concedido crédito específico a alguns países, para que eles melhorem a base produtiva das suas economias, colocando-se a este nível, primordial atenção na questão da produtividade. Assim, têm-se financiado alguns projectos em sectores virados para a exportação como a pesca ou os fosfatos (no caso de Marrocos), projectos com vista à melhoria e reforço da gestão das empresas públicas e projectos inseridos em actividades de rápido desenvolvimento. Todo

este tipo de intervenções se produzem, portanto, a nível sectorial, aproximando-se das intervenções típicas do Banco Mundial.

Contudo, em qualquer um dos diversos aspectos que acabamos de focar, nunca se deverá esquecer que:

- o FMI não foi criado para financiar o desenvolvimento mas sim para assegurar a estabilização monetária;
- é o Banco Mundial que tem a seu cargo o problema do desenvolvimento;
- no FMI cada país tem os mesmos direitos e as mesmas obrigações, não existindo bases jurídicas para ajudar uns países mais do que outros;
- o Fundo não cria a sua própria moeda, utilizando sim a moeda dos países membros, pelo que os seus recursos são muito limitados:

De uma maneira geral pode dizer-se que estes quatro "argumentos" limitam a intervenção do Fundo na questão do desenvolvimento e, de certo modo, ilibam-no de responsabilidades nesta matéria.

4.2 - OPERAÇÕES RELATIVAS AO "DEPARTAMENTO DE DIREITOS DE SAQUE ESPECIAIS"

As operações que se inserem no âmbito do "Departamento de DSE's apresentam uma natureza distinta das que são efectuadas ao abrigo do "Departamento Geral", atrás descrito.

Conforme foi referido, quando da sua criação o DSE foi definido como equivalendo a 0,888671 g de ouro fino, ou seja 1DSE = 1 USD. Com as duas desvalorizações do dólar ocorridas em 1971 e 1973, o seu valor em USD atingiu, respectivamente 1,08571 e 1,20635.

A definição do DSE em relação ao ouro seria abandonada em 1974, passando a sua avaliação a ser feita em função de um cabaz composto pelas moedas dos 16 países membros do FMI que detinham pelo menos 1% das exportações de bens e serviços, no quinquênio 1968/1972. A partir de 1/7/1978 foram introduzidas algumas alterações, passando o novo cabaz a ser composto pelas moedas de 16 países que, no período 1972/1976, tinham tido maiores exportações de bens e serviços (1).

Em 1/1/81 entraria em vigor uma nova definição, mais simples, do DSE. Com efeito, o seu cabaz definidor passou a incluir apenas 5 moedas, respectantes aos 5 países membros que detivessem as maiores exportações de bens e serviços no período 1975/1979: dólar EUA, marco alemão, libra estrelinha, franco francês e iêne japonês.

As respectivas ponderações são revistas todos os 5 anos, sendo actualmente as constantes do quadro seguinte (em vigor desde 1/1/1986).

(1) O primeiro cabaz era composto pelas seguintes moedas:

dólar EUA, marco, libra estrelinha, franco francês, iêne
dólar canadiano, lira, florim, franco belga, coroa sueca,
dólar australiano, coroa dinamarquesa, coroa noroeguesa,
peseta, xelim austríaco e o rand sul africano.

A partir de 1/7/1978 passariam a integrar o cabaz o ryial saudita e ryial iraniano. por troca com a coroa dinamarquesa e o

Moedas	Nº Unidades	Ponderação relativa %
Dólar (USD)	0,452	42
Marco alemão (DEM)	0,527	19
Iéne (JPY)	33,4	15
Franco francês (FRF)	1,02	12
Libra esterlina (GBP)	0,0893	12

Apresenta-se seguidamente um exemplo de cálculo da cotação do DSE relativamente ao escudo, em 14/1/88:

Composição do DSE	Cotações de Mercado do USD em 14/1/88 *	Contrapartidas em USD das componentes do DSE **
1	2	3
USD 0,452	-	0,452
DEM 0,527	1 USD = 1,637 DEM	0,32193
JPY 33,4	1 USD = 126,7 JPY	0,26361
FRF 1,02	1 USD = 5,53 FRF	0,18445
GBP 0,0893	1 USD = 1,819 GBP	0,04909
1 DSE		1,27108 USD

* Cálculos efectuados com base nas cotações publicadas em 15/1/88 pelo "Financial Times"

** Estas contrapartidas obtêm-se dividindo os valores da coluna 1 pelos da coluna 2

Tem-se assim que em 14/1/88 1 DSE = 1,27108 USD ou, inversamente, 1 USD = 0,78673 DSE.

No mesmo dia, a cotação do dólar face ao escudo era de 1 USD = 134,375 PTE, pelo que o valor do DSE em escudos é dado pela relação $\frac{134,375}{0,78673}$, ou seja, 1 DSE = 170,802 PTE.

Antes de passar à questão da utilização do DSE, importará ainda reter um outro aspecto anteriormente focado: o de o principal objectivo para a criação do DSE ter sido o de reforçar os meios de reserva dos países membros do FMI e de contribuir para melhorar a liquidez da economia mundial.

Este objectivo sairia reforçado quando da 2.^a Emenda ao Acordo de Bretton-Woods, ao propor-se a transformação do DSE no principal activo de reserva do Sistema Monetário Internacional.

No que respeita à sua emissão (ou atribuição), os estatutos do FMI determinam que só possa ser decidida para responder a uma necessidade de longo prazo de completar os meios internacionais de reserva existentes. Deste modo, os DSE's só podem ser "criados" em função das necessidades do conjunto de países membros do FMI, as quais não se podem dever unicamente a razões de natureza conjuntural.

Por outro lado, estabeleceu-se também uma condição suplementar a verificar antes da 1.^a emissão de DSE's: a exigência de se ter atingido um certo equilíbrio ao nível das Balanças de Pagamentos e um melhor e mais eficiente funcionamento dos mecanismos de ajustamento. Este aspecto visava sobretudo a Balança de Pagamentos norte-americana, já que com a sua estabilização sairiam menos dólares para o exterior dos EUA, o que possibilitaria ao DSE ocupar gradualmente o lugar do dólar na "cena" financeira internacional.

Até hoje, o montante global de emissão desta unidade monetária compósito eleva-se a 21433,2 milhões de DSE's, como resultado de 6 emissões:

1970 - 3414,0 milhões	1979 - 4032,7 milhões
1971 - 2949,2 "	1980 - 4033,3 "
1972 - 2951,5 "	1981 - 4052,5 "

Estes montantes foram repartidos pelos vários países membros do FMI, em função do peso relativo da respectiva quota.

Depois de 1981 não se verificou mais nenhuma emissão, o que se terá ficado a dever essencialmente a duas ordens de razões:

- . de natureza jurídica - porque o DSE foi "criado" não para substituir outras formas de liquidez, mas para fazer face à sua insuficiência. E, a este nível, parecem não existir dúvidas de que o défice comercial norte-americano tem contribuído largamente para que não se verifiquem problemas de liquidez internacional.
- . de natureza política - pois as emissões só podem ser decididas por maioria de 85% dos votos. Essa maioria não existe actualmente pois os EUA, que têm um poder de voto de cerca de 18%, não mostram interesse no desenvolvimento do DSE em detrimento do USD.

Posta esta introdução geral ao que é o DSE, procurar-se-á referir seguidamente quais as diferentes operações que os países membros do FMI podem realizar através das suas contas de DSE's. Posteriormente serão referidos quais os limites impostos a essas operações, bem como as modificações entretanto introduzidas com a 2^a. Emenda ao Convénio constitutivo do FMI. A finalizar, procurar-se-á analisar qual o futuro próximo do DSE, nomeadamente no que diz respeito à utilização pelo sector privado.

4.2.1 - Modalidades de transacções em DSE's

Os DSE's, do ponto de vista da sua emissão, encontram originalidade no facto de esta não envolver qualquer espécie de contrapartida reduzindo-se a um simples jogo contabilístico. O Banco Central de cada país participante inscreve no passivo do seu balanço, o montante de DSE's que lhe é atribuído em cada emissão e inscreve do lado do activo as respectivas disponibilidades.

A	B C	P
Disponibilidades em DSE's		Atribuições em DSE's

Deste modo, o montante que figura do lado do passivo só se modifica no momento em que se efectua uma atribuição de DSE's ao país em causa ou quando há lugar a uma anulação.

O montante inscrito no activo varia de cada vez que o país utiliza os DSE's ou de cada vez que os recebe, em resultado de operações com outros países.

Em cada momento, a diferença entre o passivo e o activo mostra-nos os DSE's já utilizados pelo país em causa.

Atente-se, por exemplo, nos valores relativos ao Banco de Portugal em 31 de Janeiro de 1988:

A	Banco de Portugal	P
Disponibilidades em DSE's		Atribuição cumulativa de DSE's
2, 214, 743, 151.40		9, 979, 659, 128.00

Verifica-se que $P > A$, sendo a diferença de cerca de 7,8 milhões de contos, o que significa que o nosso país já utilizou 78% do montante de DSE's que até hoje nos foram atribuídos.

Se $A > P$, isto significaria que Portugal não estava a utilizar DSE's, mas sim a aceitá-los de terceiros países.

No que respeita à utilização do DSE, e posta que foi a questão da sua emissão, importará referir em primeiro lugar, que esta unidade monetária, em si mesma, não é um meio susceptível de ser utilizado directamente na regularização dos pagamentos entre os vários países membros do FMI. Esses países podem sim utilizar os DSE's para, em contrapartida, obterem as divisas de que necessitam, cabendo ao FMI a tarefa de designar o país que deverá aceitar os DSE's.

Neste processo de designação, o FMI entra em consideração com a situação externa de cada país participante e com o seu nível de reservas, pelo que é exigida uma situação de excedente da Balança de Pagamentos e uma situação sólida da posição de reserva no FMI.

Assim, considera-se que um país excedentário pode ser designado, a partir do momento em que as suas reservas excedem em 150% o montante da sua quota, mas tendo em consideração o nível de reservas registado nos últimos anos.

O FMI todos os 3 meses elabora uma lista de designação, em que inscreve os países que terão de aceitar DSE's provenientes de eventuais utilizadores. Nessa Lista tanto pode ser inscrito um pequeno número de países, que dispõem de uma posição externa bastante sólida, como um grupo mais alargado de países, que se encontrem com uma posição externa satisfatória.

Também todos os 3 meses o FMI elabora previsões relativas ao montante de DSE's a utilizar nos 3 meses seguintes, por forma a poder fixar o montante que cada país designado será obrigado a aceitar. De qualquer modo, está estabelecido um limite à obrigatoriedade de aceitação: o triplo da respectiva atribuição cumulativa de DSE's.

Por exemplo, Portugal que até hoje registou uma atribuição cumulativa de 53,3 milhões de DSE's, caso seja incluído numa lista de designação poderá, no limite, ter de aceitar até 159,9 milhões.

Os países designados não são obrigados a fornecer a moeda pretendida pelo país utilizador. Devem, contudo, fornecer "moeda livremente convertível", o que permitirá ao país que a recebe, convertê-la na moeda pretendida. Para concretizar o conceito de "moeda livremente convertível", o FMI declarou como livremente convertíveis as moedas que desde 1981, compõem o cabaz definidor do DSE.

Por outro lado, o país designado pode fornecer totalmente uma daquelas cinco moedas, não estando, à partida, obrigada a fornecer cada uma delas de acordo com os respectivos pesos no cabaz.

Esta noção de "moeda livremente convertível", resultante da 2ª. Emenda ao convénio constitutivo do FMI, constitui uma alteração ao conceito inicial de convertibilidade do DSE, que tinha por base "moeda efectivamente convertível".

Este conceito inicial assentava nas moedas dos EUA, Grã-Bretanha e França, países que aceitaram converter, entre si, as respectivas moedas, nos casos em que fosse fornecida como contrapartida de DSE's. A RFA, Itália, Bélgica, Holanda e México também aceitaram posteriormente este tipo de conversão para as respectivas moedas.

Aqueles oito países concordaram igualmente em estabelecer com o FMI um acordox segundo o qual a convertibilidade das suas moedas tinha por base uma taxa de câmbio fixa. Com esse acordo, visava-se impedir que os países designados cedessem as moedas mais fracas e assegurar aos países utilizadores uma contrapartida de valor idêntico, quaisquer que fossem as moedas cedidas.

O mecanismo de designação é utilizado sobretudo por países que apresentem problemas de balança de pagamentos.

Contudo, as utilizações de DSE's não se limitam àquelas que têm por base o processo acabado de descrever. Em certos casos, bem determinados, os DSE's podem ser utilizados sem que haja lugar a designação.

A primeira excepção diz respeito às operações bilaterais. Qualquer país pode utilizar os DSE's para proceder à recompra da sua moeda em poder de outro país.

A segunda excepção tem a ver com as operações prescritas, as quais, inicialmente, se destinavam à reconstituição das disponibilidades em DSE's. Para tal fim, os países participantes podiam escolher directamente outros países membros, dos quais obtinham os DSE's necessários.

Após a 2^a.Emenda, e com vista a permitir uma utilização alargada do DSE, verificou-se o aparecimento de um vasto leque de operações prescritas, que adiante serão referidas.

A terceira excepção está ligada às operações que cada país participante pode realizar com o FMI. Por exemplo, o FMI pode fornecer DSE's numa operação de saque ao abrigo do "Departamento Geral"

enquanto, por outro lado, qualquer país pode recomprar a sua moeda em poder do FMI, entregando DSE's como contrapartida. O FMI pode ainda completar as suas disponibilidades em qualquer moeda por troca com DSE's. Os países membros para efectuarem o pagamento das comissões associadas ao recurso a financiamentos do FMI, podem também utilizar as suas disponibilidades em DSE's.

Uma quarta excepção diz respeito aos chamados "detentores agregados" de DSE's.

Num dos pontos seguintes, examinar-se-ão mais de perto as operações prescritas, as operações FMI/países membros e os detentores agregados.

Para já pode reter-se, como primeira conclusão, que o DSE se assume principalmente como instrumento de reserva, não constituindo um efectivo meio de pagamento internacional. A sua utilização confere apenas, ao país utilizador, o direito a receber, em contrapartida, o montante de divisas que necessita.

4.2.2 - Limites às transacções em DSE's

As operações em DSE's são, naturalmente, limitadas superiormente pelo montante das suas emissões. Contudo, desde o início que foram impostas outras limitações à sua utilização, as quais têm vindo a ser suprimidas desde Maio de 1978.

Com efeito, a 2ª reforma aos Acordos de Bretton-Woods veio simplificar algumas das regras associadas à utilização do DSE, com o objectivo de alargar o seu papel nas relações monetárias internacionais e de o tornar progressivamente no principal instrumento de reserva do Sistema Monetário Internacional.

Veja-se, então, como evoluíram as "condições" associadas à utilização dos DSE's.

Inicialmente era imposta uma condição prévia: qualquer país só podia utilizar os DSE's para fazer face a défices de pagamentos ou a uma diminuição do nível de reservas.

Se um país fizesse uso dos DSE's sem que satisfizesse aquela exigência, era obrigado a restabelecer o nível anterior de disponibilidades. Esse restabelecimento podia fazer-se automaticamente, através da inclusão do país num plano de designação, ou recorrendo a uma operação prescrita (solicitando DSE's suplementares a outro país membro ou ao próprio FMI). Se o país não procedesse à "recompra" dos DSE's utilizados indevidamente, ficava sujeito a sanções impostas pelo FMI que, no limite, se podiam traduzir numa cessação do direito de utilização dos DSE's atribuídos.

Esta condição prévia associava-se a todas as operações com excepção das prescritas, as quais constituíam operações excepcionais.

Com a 2ª. Emenda, foram sendo progressivamente autorizadas outras operações em DSE's sem que haja necessidade de justificar problemas de balança de pagamentos ou de diminuição das reservas.

Uma segunda condição, inicialmente imposta, era posterior à sua utilização. Qualquer país que utilizasse DSE's assumia a obrigação de proceder à reconstituição das suas disponibilidades, dentro de certos limites.

Os países membros deviam reconstituir as suas disponibilidades em DSE's, sempre que utilizassem mais de 70% do montante global de atribuições.

Deste modo, cada país participante tinha de conservar, em média, 30% do total da respectiva atribuição cumulativa de DSE's. A média era calculada sobre um período de 5 anos, terminando no final de cada trimestre. No final de cada mês o FMI determinava também o montante de DSE's que cada país devia "comprar", para satisfazer a obrigação de reconstituição.

Se no final de cada trimestre qualquer país não tivesse procedido à reconstituição, via-se impedido de utilizar DSE's.

Este limite de 30% foi posteriormente reduzido para 15% e desde 1981 totalmente suprimida a obrigação de reconstituição.

Existem igualmente limites para a obrigação de aceitação de DSE's por parte dos países incluídos nas listas de designação. Assim, essa obrigação cessa, para qualquer país, logo que as suas disponibilidades ultrapassem em 200% o montante cumulativo das atribuições que lhe foram feitas pelo FMI (é uma limitação que ainda se encontra em vigor). Outro limite, indirecto e também actual, tem a ver com as comissões que os países devem pagar relativamente ao montante de DSE's utilizados e com os juros a receber pelos DSE's que aceitam. Com efeito, pelo excesso de DSE's que qualquer país detém, para além da respectiva atribuição cumulativa, são recebidos juros do FMI. Pela diferença para menos relativamente às atribuições totais, são pagas comissões ao FMI.

Tanto os juros como as comissões são regularizadas em DSE's aplicando-se-lhe a mesma taxa, a qual foi fixada inicialmente a 1,5% valor que assumia um carácter quase simbólico.

Contudo, gradualmente foi-se tomando consciência de que só alinhando a taxa de juro do DSE com as taxas de juro praticadas nos mercados internacionais, se poderia aspirar a uma utilização alargada desta unidade monetária compósita.

Assim, em 1978, foi decidida a ligação da taxa de juro do DSE às taxas do mercado a curto prazo de cinco países - EUA, Reino Unido, RFA, França e Japão - com ajustamentos trimestrais.

A partir de Agosto de 1983, a taxa de juro do DSE passou a ser fixada semanalmente, de acordo com as taxas de juro diárias dos mercados monetários dos países cuja moeda pertence ao cabaz definidor do DSE (excepção para o Yene, relativamente ao qual se utiliza a taxa de desconto a 2 meses). O respectivo cálculo é feito todas as sextas-feiras, de acordo com as taxas de juro de referência em vigor nesse mesmo dia, sendo aplicável na semana seguinte (retêm-se como coeficientes de ponderação os mesmos ponderadores utilizados para o cálculo do valor do DSE).

A regularização dos juros e das comissões tem lugar quatro vezes por ano, no início de cada trimestre, procedendo o FMI à respectiva compensação: um país ou paga comissão ou recebe juros.

Ao nível do conjunto de países, entre os juros recebidos e as comissões pagas deve haver, pelo menos teoricamente, compensação. No entanto, na prática, essa compensação não é perfeita, uma vez que parte dos DSE's utilizados são cedidos ao FMI (que em finais de 1987 dispunha de 1013,8 milhões de DSE's, ou seja cerca de 5% das atribuições cumulativas).

Isto significa que o total das comissões devidas pelos vários países excede o montante dos juros a que têm direito, correspondendo a diferença aos juros que o FMI recebe, por ter disponibilidades em DSE's.

4.2.3 - Utilização alargada dos DSE's

Como já foi referido, a partir da 2^a. Emenda, foram introduzidas novas formas de utilização do DSE.

Em primeiro lugar, há a registar um progressivo alargamento das operações prescritas (ou operações por acordo), isto é das operações a efectuar directamente entre os países participantes, sem recurso ao mecanismo de designação.

Podem apontar-se as seguintes:

- aquisição de divisas no âmbito de operações efectuadas por acordo mútuo entre os países, em situação de ausência de défice de Balança de Pagamentos;
- operações "swaps", que permitam aos países participantes trocar DSE's por montantes equivalentes de divisas ou outros activos monetários. Os "swaps" são acordos bilaterais, estabelecidos entre bancos centrais, regra geral a 3 meses, após os quais se procede à operação inversa;
- compra e venda, a prazo e a cotações negociadas, de DSE's contra divisas ou outros activos monetários;
- concessão de crédito em DSE's, a taxas de juro e prazos nego-

ciados entre os países envolvidos, e cujo reembolso pode ser igualmente feito em DSE's;

- utilização de DSE's para regularização de dívidas financeiras anteriormente contraídas;
- podem igualmente ser utilizados como garantia de financiamento contraídos junto de outros bancos centrais de países participantes;
- por último, podem ainda ser utilizados para concessão de ajudas não reembolsáveis.

Este alargamento das operações por acordo levou a que os DSE's viessem a ser cada vez mais utilizados na execução de dívidas e na concessão de créditos, nomeadamente no âmbito do serviço da dívida.

Por outro lado, um conjunto de instituições ficou autorizado a adquirir, deter e utilizar DSE's. A saber, são actualmente 14 as instituições que dispõem desta autorização:

- . 4 bancos centrais não pertencentes ao FMI: Banco Central dos Estados da África Ocidental; Banco dos Estados da África Central; Banco Central das Caraíbas Orientais e Banco Nacional Suíço.
- . 3 instituições monetárias intergovernamentais: Banco de Pagamentos Internacionais; Fundo Andino de Reserva e Fundo Monetário Árabe.
- . 7 instituições vocacionadas para o desenvolvimento económico: Banco Mundial; Associação Internacional para o Desenvolvimento; Fundo Internacional de Desenvolvimento Agrícola; Banco de Desenvolvimento do Este Africano; Banco Nórdico de Investimentos; Banco Islâmico de Desenvolvimento e Banco Asiático de Desenvolvimento.

Estas instituições podem efectuar, entre si ou com os países membros do FMI, qualquer uma das operações em DSE's que são autorizadas.

Ao nível das operações realizadas entre os países participantes e o FMI e regularizadas em DSE's, também se verificou um acréscimo significativo.

Assim, os aumentos de quotas e a subscrição de quotas de novos países membros, são pagos 25% em DSE's (os restantes 75% são regularizados em moeda nacional).

Como se referiu anteriormente, o pagamento de comissões ao FMI e a recompra de moeda nacional em poder dessa instituição, podem ser igualmente regularizáveis em DSE's.

Por outro lado, os países participantes podem utilizar os DSE's para, em contrapartida, obterem divisas do FMI.

Estas operações levaram a que o FMI ficasse progressivamente com níveis elevados de disponibilidades em DSE's, pelo que também começou a utilizá-los a diferentes níveis.

Conforme já foi referido, o FMI pode utilizá-los:

- para completar as suas disponibilidades em moedas nacionais;
- cedendo-os aos países membros quando estes efectuem saques ao abrigo do Departamento Geral.

Posteriormente, o FMI acordou em passar a remunerar com DSE's as instituições com quem negociou os Acordos Gerais de Empréstimos.

De realçar ainda o projecto de criação da chamada "conta de substituição", cuja preparação se iniciou em 1979, a qual possibilitaria aos países membros a substituição dos seus excedentes em dólares por activos financeiros denominados em DSE's.

O DSE tem sido também retido como unidade de conta oficial de outras instituições internacionais, para além do FMI. Por exemplo, em Setembro de 1986, quando da adaptação do acordo internacional sobre o cacau, negociado no âmbito do acordo sobre produtos de base, da UNCTAD, o DSE passou a ser tomado como unidade de conta oficial. Os preços diários e os preços de referência para o stock regulador

do cacau são expressos em DSE/ton, efectuando-se a conversão nesta unidade monetário compósita, a partir dos preços cotados em Londres e Nova York.

Antes de finalizar a problemática da utilização dos DSE's, devem salientar-se dois aspectos de grande importância para os países utilizadores:

- a essa utilização não estão associadas, pelo menos directamente, quaisquer condições em matéria de política económica e, regra geral, não envolve qualquer operação de reembolso;
- os DSE's estão disponíveis de uma forma praticamente imediata, o que não acontece com os saques ordinários, os quais envolvem um conjunto de negociações e um escalonamento ao longo do tempo, em função do respeito por determinados critérios de realização.

4.2.4 - A utilização privada do DSE

Se, enquanto instrumento de reserva internacional, o DSE viu as suas funções desenvolverem-se, atingindo um sucesso relativo, o mesmo não se pode dizer relativamente à sua utilização pelo sector privado.

No início dos anos 80, a utilização privada do DSE nos mercados financeiros internacionais foi apresentada de uma forma mais ou menos auspiciosa.

Numerosos bancos começaram a oferecer aplicações a prazo, denominadas em DSE's, embora sujeitas a um limite mínimo de 1 milhão de dólares.

Simultaneamente foram emitidos, a taxa fixa, os primeiros certificados de depósito denominados em DSE's, os quais eram negociáveis em mercados específicos, entretanto abertos em Londres e Singapura. A este nível, o investimento mínimo era igualmente de 1 milhão de dólares e os títulos que "maior" sucesso apresentaram foram os de curto prazo e a taxa de juro variável.

Em 1981, existiam também 2 bancos que aceitavam depósitos à ordem em DSE's.

Desenvolveram-se igualmente as operações a prazo em DSE's tornando possível a compra ou venda a prazo de DSE's contra dólares, até ao limite de 1 ano.

No entanto, após o início de certo modo auspicioso, este tipo de operações não teve continuidade e a partir de 1984 não lhes é feita qualquer menção nos relatórios do FMI.

Para este "falanço" do DSE privado, poderá apontar-se o elevado peso do dólar no respectivo cabaz, facto que tem conferido um elevado grau de instabilidade ao DSE.

A sua atractividade é largamente influenciada pelo comportamento do dólar que representa 42% do seu cabaz definidor. Desse modo, o dólar e o DSE aparecem como verdadeiros concorrentes: o DSE torna-se mais atractivo quando o dólar está em baixa, do que quando está em alta.

Evidentemente que face a esta conclusão se pode questionar porque razão, nos últimos 2 anos (marcados por uma descida do dólar), não se verificou um reforço do DSE privado. E a este nível a resposta não pode deixar de ignorar que a alternativa ao dólar tem sido sobretudo o marco alemão e que na cena financeira internacional surgiu um forte concorrente ao DSE: o ECU, unidade monetária compósita que está na base de funcionamento do Sistema Monetário Europeu, em cujo cabaz definidor não se inclui a moeda norte americana.

4.2.5 - Que futuro para o DSE ?

Um pequeno balanço da análise feita sobre a utilização do DSE, permite concluir que a sua força se tem manifestado essencialmente enquanto unidade de conta. E neste domínio, não se tem limitado a ser utilizado apenas pelo FMI e pelo Banco Mundial, mas também por um número crescente de organizações internacionais ou regionais.

Por outro lado, o seu sucesso enquanto meio de reserva deve ser relativizado. Uma análise do último número da "International Financial Statistics" do FMI, permite concluir que os DSE's representam ainda uma parte infima dos meios internacionais de reserva.

As disponibilidades de DSE's em poder dos países membros do FMI atingiam no final de 1987 cerca de 20419,6 milhões, ou seja 4% do total de reservas, com o ouro avaliado a 35 USD por onça. Se considerarmos o ouro valorizado ao preço de mercado, essa percentagem atinge apenas 2,5%.

De qualquer modo e posta de lado a ideia de transformar o DSE no centro do ordenamento monetário internacional, não se pode deixar de referir que esta unidade monetária poderá, ainda, vir a assumir um papel importante ao nível da estabilização do sistema monetário internacional. Esse papel poderá ser desempenhado, nomeadamente, através de efeitos estabilizadores que novas atribuições de DSE's (ou anulações) possam exercer ao nível das reservas.

Para ser compatível com o objectivo geral de estabilidade económica, um qualquer sistema de reservas deve desempenhar dois tipos de funções:

- permitir e encorajar a aplicação contínua de medidas de estabilização, para fazer face a perturbações internas e externas;
- desencorajar a implementação de políticas que possam destabilizar a economia, alimentando défices externos excessivos.

A situação actual mostra-nos, de alguma forma, um sistema de reservas inadaptado. As políticas do conjunto de países não estão sujeitas, automaticamente, a nenhuma disciplina global, na medida em que são os mercados de capitais privados que fornecem a maioria das reservas públicas.

O sistema actual releva ainda outro problema: existe um retardamento do aparecimento de tensões que obriguem os países em causa a proceder ao reequilíbrio das suas balanças de pagamentos.

Os países deficitários, com alguma credibilidade nos meios bancários internacionais, podem continuar a obter financiamentos, evitando que baixem as suas reservas. Contudo, o aumento do endividamento e dos respectivos encargos, não se traduz necessariamente na adopção de medidas correctoras, conquanto consigam obter os financiamentos suficientes para fazer face ao serviço da dívida. E este processo vai-se desenrolando até que os credores percam subitamente confiança na capacidade de solvência de compromissos do país em causa.

Pode concluir-se assim que num sistema deste tipo existe um importante factor de estabilidade associado ao facto de coexistirem países que conseguem obter financiamentos e outros países que não têm capacidade para tal.

A este nível, novas atribuições de DSE's poderiam contribuir para que os vários países pudessem obter reservas, sem que tenham que suportar os custos da criação de excedentes da balança de pagamentos.

Dentro desta perspectiva, ao DSE é apontado um papel de reforço dos créditos privados, que pela via de novas atribuições e/ou anulações contribuiria para introduzir um factor de segurança no sistema.

O DSE poderá igualmente ter um papel a dizer ao nível da composição das reservas. Com efeito, sendo calculado a partir de um cabaz das principais moedas, poderá contribuir para a redução do risco cambial associado às reservas. Por exemplo, assume perfeito cabimento a este nível a criação de um mecanismo do tipo de "conta de substituição".

De qualquer forma, os desenvolvimentos recentes não mostram que a curto prazo sejam dados novos passos em direcção a um reforço do DSE.

Esse reforço passa, antes de mais, por uma maior convergência entre os EUA, o Japão e a CEE, por forma a limitar os amplos movimentos cambiais que se têm registado nos últimos tempos. Para além disso é necessária uma grande vontade política que se materialize em novas atribuições de DSE's.

No entanto, há que reconhecer que essa convergência parece ser algo difícil de conseguir, pelo menos a curto prazo.

Por exemplo, o sucesso do ECU tem residido, em grande parte, nos esforços de convergência que têm sido levados a cabo pelos países da CEE. E, nesta perspectiva, o futuro parece ser mais risoso para o ECU, já que a realização até 1992 do Mercado Interno Comunitário pressupor que se atinja um nível superior de convergência da política econômica, em geral, e da política monetária, em particular.

Por último, não se deve ignorar que o dólar tem um peso de 42% no cabaz do DSE, pelo que as respectivas cotações se apresentam fortemente correlacionadas. Daí que uma alteração na definição do cabaz com uma redução do peso da moeda norte americana, pudesse também contribuir para o interesse acrescido pelo DSE, nomeadamente por parte dos operadores privados.

BIBLIOGRAFIA UTILIZADA

- BERTRAND, R. - "Economia Financeira Internacional"
Ed. Meridiano, Lisboa 1978
- BORTOLANI, S. - "A evolução do sistema monetário internacional"
Edições 70, Lisboa, 1981
- BUTTNER, V. - "Le FMI et les difficultés des pays du tiers monde:
une critique du concept d'ajustement"
Problèmes Économiques, n° 1953, 18/dec/1985
- DENIZET, J. - "Le Dollar: histoire du système monétaire inter-
national depuis 1945"
Ed. Fayard, Paris 1985
- FAUGÈRE, J.P. - "La crise du système monétaire international"
Ed. Minerve, Paris 1986
- FEIGER, G. e JACQUILLAT, B. - "Finance Internationale"
Ed. Delloz, Paris 1982
- FMI - "Propositions en vue de la creation d'une Union
Internationale de Clearing" (Plan Keynes),
traduction du Livre-Blanc Cmd.6437, Avril 1943
- FMI - "Statuts du FMI", Washington, 1969
- FMI - "Les mecanismes d'accès aux ressources du Fonds
monétaire international", Problèmes Économiques
n° 1947, 6/Nov./1985
- FMI - "Rapport Annuel", Octobre, 1986
- FMI - "Le role du DTS dans le système monétaire inter-
national", Études spéciales, n° 151, 1986
- FMI - "International Financial Statistics", Washington
- GOLDFINGER, C. - "La Géofinance", collection Odyssie, Ed. Seuil, Paris
1986
- HELLMANN, N. - "Droit de tirage spécial: victime du dollar?"
Eurépargne, Fevrier 1987

- LELART, M. - "Les transations du Fonds monétaire international.
Le departement des Droits de Tirage Spécieux",
Banque n° 406, Mai 1981
- LELART, M. - "L'utilisation du DTS et de l'ECU par le secteur
privé", Banque n°s 433 (Novembre 1983) e 434
(décembre 1983)
- ROUX, J.P. - "Le dollar: monnaie américaine ou monnaie mondiale?
M. Giacobbi, Ed. Hatier, Paris 1986
- TAMAMES, R. - "Estrutura da Economia Internacional"
Publicações Dom Quixote, Lisboa 1979

