

5. Conclusão

O diagnóstico de que existe um grave problema de *moral hazard* no mercado internacional de empréstimos é parte fundamental das propostas correntes para reformular o sistema financeiro internacional. Particularmente, o FMI, além das críticas tradicionais que sofre sobre os equívocos de seus programas de gerenciamento de crises, tem sido responsabilizado pelo aumento da intensidade e frequência das crises ao longo da década de 90. As propostas tomaram a frente do diagnóstico e os estudos empíricos para avaliar-se esse diagnóstico foram deixados em segundo plano. Somente recentemente é que um conjunto de estudos sistemáticos sobre o tema começou a ser desenvolvido.

Existem, a nosso ver, duas perguntas distintas no debate sobre o *moral hazard* induzido pelo FMI. A primeira é se a política atual, ou passada, de empréstimos do FMI cria um problema de *moral hazard*. Essa pergunta envolve duas outras, quais sejam, o tamanho da distorção provocada pelo FMI na matriz de *payoffs* dos agentes e a reação dos agentes (modificação de suas ações) a essa distorção atual. A outra pergunta consiste em se o aumento dos recursos à disposição do Fundo, de maneira a aproximá-lo de um prestador de última instância, poderia levar a um grave problema de *moral hazard*.

A primeira pergunta está relacionada ao efeito total que atualmente a política do FMI gera. Portanto, envolve questões sobre o tamanho da distorção que o FMI causa sobre a matriz de *payoffs* e sobre a reação dos agentes a essa distorção. A segunda pergunta, por sua vez, está relacionada somente ao efeito da modificação do retorno dos agentes sobre suas ações, isto é, qual é a reação dos agentes a uma distorção da matriz de *payoffs*. O problema é que só observamos empiricamente o efeito total da reação dos agentes.

A literatura empírica procura estimar a magnitude desses dois efeitos. Alguns estudos procuram estimar se o FMI modifica o ganho dos investidores ou dos países nas crises nas quais ele é chamado a intervir. A idéia por detrás dessa análise

empírica é que para que o efeito total seja significativo, devemos ter uma grande distorção do retorno dos investidores ou dos países. É interessante observar que a guinada do debate do “*moral hazard* dos países” antes da década de 90 para o “*moral hazard* por parte dos investidores” depois da crise do México deve-se, em grande medida, à observação de que as crises econômicas nas quais eram concedidos os empréstimos do FMI impunham enormes custos para os países. A evidência levantada pela literatura aponta também para ganhos modestos por parte dos investidores nas intervenções do FMI.

Outra parte dos estudos preocupou-se com a estimação do efeito total da intervenção do FMI e da reação dos agentes a modificações do “socorro” do Fundo esperado. Nosso teste enquadra-se nesta segunda categoria, mas analisa somente a reação dos investidores, deixando os países de fora. Argumentamos que a crise da Argentina modifica de maneira relevante o “socorro” esperado do FMI. Então, nossa pergunta é qual foi o impacto total dessa modificação sobre a reação dos investidores? Argumentamos que a crise da Argentina modificou de maneira relevante a expectativa de intervenção do FMI em crises futuras. Portanto, deveríamos, segundo a hipótese de *moral hazard*, encontrar uma reação total dos investidores também significativa. Contudo, não obtivemos evidência que sustente essa hipótese.

Retornemos à segunda pergunta inicialmente colocada, mais importante para o debate sobre a reorganização do sistema financeiro internacional. Em termos dos efeitos acima mencionados, ela corresponde à reação dos agentes a uma modificação na estrutura de retornos. Se essa reação é grande, então, independentemente do problema atual de *moral hazard*, aumentar o montante à disposição do Fundo, aproximando-o de um prestador de última instância, por exemplo, pode causar sérios problemas sobre a estabilidade do sistema financeiro internacional. Naturalmente, uma parte das propostas políticas (principalmente a dos EUA), argumenta que o efeito total é grande considerando a política corrente do FMI (ou melhor, a política da década de 90). Logo, deve-se diminuir o montante dos empréstimos para eliminar o problema do *moral hazard*. A nosso ver, contudo, os resultados da literatura, incluindo os do presente trabalho, demonstram que a hipótese

de *moral hazard* foi sobre-enfatizada no debate sobre a reformulação do sistema financeiro internacional, particularmente em relação ao papel do FMI.

Cabe destacar, por último, que o principal desafio da literatura está em se encontrar uma maneira de separar os problemas de *moral hazard* do papel benéfico do FMI e demais instituições financeiras oficiais internacionais na prevenção de crises e na diminuição dos custos das mesmas quando elas são inevitáveis. As propostas para reformular o sistema devem contrabalançar esses dois objetivos.