

A terceira versão do acordo Brasil-FMI*

MARIA SÍLVIA BASTOS MARQUES**

PAULO NOGUEIRA BATISTA JR.**



O propósito básico deste trabalho é examinar as metas econômicas estabelecidas na segunda revisão do programa de ajustamento acordado entre o Brasil e o Fundo Monetário Internacional.

Por ter sido realizada apenas com base nos documentos disponíveis publicamente, que são a Carta de Intenções e o Memorando Técnico, a análise fica evidentemente prejudicada pela natureza sigilosa de alguns aspectos das negociações e pelo caráter incompleto, ou às vezes ambíguo, das informações divulgadas. Deve-se mencionar também a possibilidade de que o novo acordo, acertado em setembro de 83, seja abandonado antes mesmo de ser submetido a exame pelo *board* do FMI em meados de novembro. Aparentemente, tal fato ocorreria caso o Congresso não aprovasse até o final de outubro uma política salarial considerada suficientemente austera e compatível com os propósitos do programa de ajustamento.

Apesar destas ressalvas, cabe lembrar que a Carta de Intenções constitui atualmente o principal documento oficial de programação econômica de curto e médio prazos. Qualquer esforço de compreensão da situação da economia brasileira passa, portanto, necessariamente por uma análise crítica cuidadosa de seus objetivos e diretrizes centrais.

* Trabalho redigido com base em informações disponíveis até 13.10.83. Os autores agradecem os comentários de José Cláudio Ferreira da Silva.

** Do Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas.

O trabalho é composto por quatro seções. A primeira relata as marchas e contramarchas do processo de negociação entre o Brasil e o Fundo, desde a chegada da primeira missão técnica em novembro de 82 até a divulgação da nova Carta de Intenções em setembro de 83.

Na segunda seção, examinam-se os objetivos de política econômica para 1983 e os critérios de desempenho relativos às políticas fiscal e monetária e ao setor externo. A análise sugere que persistem sérias dúvidas quanto à factibilidade de várias das metas negociadas na nova versão do acordo. Não se pode então excluir a hipótese de que o Brasil tenha assinado, mais uma vez, um documento de validade transitória, que terá de ser reformulado em prazo não muito distante.

A seção seguinte é dedicada a uma breve discussão da estrutura do plano econômico delineado para 1984 e 1985. Procura-se mostrar que as diretrizes gerais do esquema negociado com o FMI estão baseadas em premissas discutíveis e que a rapidez com que se pretende realizar o ajustamento do setor externo e das finanças públicas pode ser incompatível com a situação objetiva do país. A seção final resume o trabalho e apresenta as suas principais conclusões.

BREVE HISTÓRICO DAS NEGOCIAÇÕES RECENTES ENTRE O BRASIL E O FMI

A primeira fase de contatos formais entre os técnicos do Fundo Monetário Internacional e a equipe econômica brasileira teve início em 26.11.82, quando o ministro da Fazenda Ernane Galvêas anunciou oficialmente que o Brasil solicitaria um empréstimo ampliado ao FMI. Esta primeira etapa durou apenas dezoito dias (entre 29.11.82 e 16.12.82) e resultou na primeira versão da Carta de Intenções, assinada em 6.1.83, e no respectivo Memorando Técnico de Entendimento.

A pressa com que foram conduzidas estas primeiras negociações tinha razões bastante objetivas. Em primeiro lugar, havia a necessidade premente de conseguir recursos do exterior para sustentar a delicada situação das contas externas do país. Além disso, as autoridades econômicas brasileiras pretendiam utilizar a rápida conclusão dos entendimentos com o FMI como “trunfo” no esforço de manter uma aparência de normalidade nas relações entre o Brasil e seus credores externos. Procurava-se transmitir a idéia de que a negociação do programa econômico com o FMI no curto espaço de três semanas demonstraria “não só a qualidade e a viabilidade da estratégia de ajustamento apresentada como a credibilidade da administração econômica brasileira perante aquela instituição”.¹

Tendo já supostamente encerrado as negociações com o FMI, as autoridades econômicas brasileiras puderam apresentar aos principais bancos credores, reunidos em Nova

¹ Exposição do ministro da Fazenda, Ernane Galvêas, “A Crise Mundial e a Estratégia Brasileira de Ajustamento do Balanço de Pagamentos”, no Senado Federal, em 23.3.83, pp. 65-66.

Iorque em 20.12.82, um programa de ajustamento interno e externo para o triênio seguinte e um plano de financiamento externo e renegociação parcial da dívida externa para 1983, contando já com o apoio explícito do FMI e a aprovação pessoal direta do diretor-gerente do Fundo, Jacques de Larosière, presente à reunião com os credores. De acordo com as autoridades brasileiras, o acerto com o Fundo Monetário Internacional seria uma condição necessária para que fosse retomado o fluxo de recursos externos, até então interrompido,² e iniciado o processo de renegociação da dívida externa brasileira. Na verdade, o acordo com o FMI não foi mais do que um aspecto do processo de renegociação da dívida. Pode-se admitir inclusive que a decisão de recorrer ao FMI tenha sido resultado da insistência dos credores externos em colocar a intervenção do Fundo como condição prévia para qualquer plano de financiamento e acordo de renegociação com o Brasil.

Logo após a divulgação da Carta de Intenções e do Memorando Técnico de janeiro de 83 começaram a surgir as primeiras críticas e debates sobre as metas econômicas contidas nesses documentos. Questionava-se não só o realismo e a factibilidade das metas de inflação e do grau de ajustamento exigido, mas também o critério de mensuração das necessidades de financiamento do setor público e outros aspectos relacionados à definição e implementação dos chamados critérios de desempenho. Estes últimos, cuja observância condiciona a liberação das parcelas do empréstimo do Fundo, eram em número de seis: tetos para o déficit global do balanço de pagamentos, para as necessidades de financiamento do setor público não-financeiro, para os ativos domésticos líquidos das autoridades monetárias e para o endividamento externo, um piso para a variação da taxa de câmbio, e, finalmente, a eliminação de algumas restrições cambiais.

No entanto, em 18.2.83 foi decretada uma maxidesvalorização de 30% da moeda nacional em relação ao dólar, que tornou inteiramente sem eficácia os limites quantitativos estipulados na primeira versão do acordo. Apenas seis dias depois, encaminhava-se ao FMI novo documento intitulado “Adendo à Carta de Intenções”, que reiterava os propósitos originais de política econômica e confirmava a estrutura básica do programa, mas alterava projeções e critérios de desempenho em função da variação brusca na taxa cambial.

As principais modificações diziam respeito à elevação da taxa de inflação esperada para o ano em curso³ e ao endurecimento das metas fiscal e monetária. A previsão de inflação, ainda que revista para cima, continuava sendo subestimada, o que dificultava adicionalmente o cumprimento dos apertados limites quantitativos trimestrais para as

² Ver, por exemplo, Ernane Galvêas, *op. cit.*, p. 59: “... a operação com o Fundo ... vem, sem dúvida, acompanhada de maior disposição das instituições financeiras e empresas privadas internacionais em continuarem seus financiamentos e investimentos de capital de risco, promovendo o fluxo financeiro necessário à cobertura do balanço de pagamentos”.

³ As previsões iniciais eram de uma inflação média de 78%, e em final de período de 70%. Foram alteradas para 100% e 85-90%, respectivamente. Ver parágrafo 9 da Carta de Intenções de jan. 83 e parágrafo 4 do Adendo à Carta de Intenções.

variáveis fiscal e monetária, definidos em termos nominais. Efetivamente, em abril surgiram as primeiras notícias de que o teto para as necessidades de financiamento do setor público havia sido superado. O governo justificava-se com base em divergências existentes entre o critério de mensuração do Fundo, que media as variações de estoques, e o princípio de fluxo de caixa, utilizado pelo Brasil.

Em meados de abril, o presidente do Banco Central anunciou a decisão do FMI de suspender a liberação da segunda parcela do empréstimo, até que se apurassem as causas do não-cumprimento de algumas das cláusulas de desempenho. Além da meta fiscal, haviam sido ultrapassados os tetos fixados para os ativos domésticos líquidos das autoridades monetárias e para o déficit global do balanço de pagamentos.⁴ Desta forma, em menos de dois meses tornou-se evidente a precariedade do acordo firmado em janeiro e revisto em fevereiro. O irrealismo das metas era de tal ordem que os critérios quantitativos estipulados no Adendo à Carta de Intenções, elaborado em fins de fevereiro, revelaram-se inexecutáveis apenas um mês à frente.

Na verdade, as deficiências das primeiras versões do acordo e a rapidez com que se desenvolveram as negociações evidenciavam, por um lado, a falta de cuidado da equipe econômica brasileira ao lidar com questões vitais e, por outro lado, o despreparo dos técnicos do FMI no tocante às peculiaridades de uma economia como a brasileira. Os resultados foram quatro meses de idas e vindas na segunda fase de negociações entre o Brasil e o Fundo, a paralisação da entrada dos empréstimos externos já contratados e o desgaste crescente da credibilidade interna e externa dos responsáveis pela política econômica brasileira.

Neste contexto, agravou-se substancialmente a situação das contas externas brasileiras. As reservas internacionais líquidas do país, que já eram negativas em vários bilhões de dólares ao final de 1982, sofreram redução substancial no primeiro semestre. Em fins de junho de 83, as obrigações de curto prazo e médio prazo (FMI) das autoridades monetárias já excediam o valor de seus haveres externos em nada menos que US\$ 4,5 bilhões.⁵ O valor total dos atrasados, que já alcançava cerca de US\$ 1 bilhão em fins de março,⁶ passou para US\$ 2,5 bilhões em fins de agosto.⁷

A demora em se chegar a um novo acordo pode ser explicada em boa parte pela postura cautelosa e até mesmo intransigente assumida pelo FMI, que sentiu ameaçada a sua própria credibilidade com o fracasso prematuro do acordo original. Entre o dia 9.6.83, quando chegou a Brasília a missão do Fundo encarregada de apurar as causas do

⁴ De acordo com documento preparado pelo Departamento do Hemisfério Ocidental do FMI e divulgado extra-oficialmente pela imprensa brasileira nos dias 8 e 9 de julho, e com a terceira Carta de Intenções enviada ao Fundo dia 15 de setembro.

⁵ Ver Memorando Técnico, anexo à Carta de Intenções datada de 15.9.83, Quadro 1.

⁶ Dados do Banco Central, distribuídos em abr. 83 aos bancos estrangeiros responsáveis pela coordenação das negociações financeiras com o Brasil e divulgados posteriormente na imprensa brasileira, indicavam que a posição de caixa do Banco Central era negativa em US\$ 999 milhões.

⁷ Ver parágrafo 8 do Memorando Técnico anexo à Carta de Intenções de 15.9.83.

não-cumprimento das metas, e a divulgação da terceira Carta de Intenções em 21.9.83, foram adotadas internamente diversas medidas de política que refletiram, em maior ou menor grau, as condições estipuladas pelo FMI para o restabelecimento dos direitos de saque do Brasil naquela instituição,⁸ bem como a própria situação de estrangulamento cambial do país.

À medida que foram se delineando os contornos do novo programa, intensificaram-se as críticas ao rigor das metas quantitativas, à adequação dos critérios e até mesmo ao modelo teórico utilizado pelo Fundo.⁹ Quando as negociações já entravam na fase final, o presidente do Banco Central, Carlos G. Langoni, demitiu-se alegando não poder assinar a terceira Carta de Intenções, já que discordava do ritmo imposto pelo FMI ao ajustamento interno e externo, e duvidava de sua factibilidade.

Foi nesse contexto que veio a público a nova Carta de Intenções (e o respectivo Memorando Técnico), que representa um pedido de *waiver*¹⁰ e estabelece metas e limites quantitativos para os dois últimos trimestres do ano, além de adiantar alguns objetivos a serem fixados para os anos de 1984 e 1985. A análise destes documentos, a sua comparação com as versões anteriores do acordo e o exame da adequação e factibilidade dos objetivos expostos constituem os temas das seções seguintes deste trabalho.

OBJETIVOS DE POLÍTICA E CRITÉRIOS DE DESEMPENHO PARA 1983

Antes de examinar a terceira versão do acordo Brasil-FMI, cabe distinguir entre os objetivos de política econômica mencionados na Carta de Intenções e os critérios de desempenho discriminados no Memorando Técnico. Ao contrário do que frequentemente se entende, é apenas no caso destes últimos que se estabelece uma vinculação direta com a liberação dos recursos do empréstimo ampliado.¹¹ A concretização ou não dos propósitos contidos na Carta de Intenções somente afeta o desembolso dos recursos na medida

⁸ A este respeito, ver o documento, já citado, preparado pelo Departamento do Hemisfério Ocidental do FMI e divulgado no dia 9.7.83 pelo *Jornal do Brasil*, p. 17. A suposição de que este documento é autêntico é procedente, já que antecipa informações divulgadas posteriormente na "terceira" Carta de Intenções e mudanças que ocorreram efetivamente na nova versão do acordo, como a inclusão de um critério de desempenho referente às obrigações externas vencidas.

⁹ Ver Edmar L. Bacha, "The IMF Threat: The Prospects for Maladjustment in Brazil", mimeo., PUC-RJ, maio 1983; Maria Sílvia Bastos Marques, "O Conceito de Ativos Domésticos Líquidos e sua Aplicação no Brasil", mimeo., CEME/IBRE/FGV, jun. 83; Paulo Nogueira Batista Jr., "Em Defesa de Critérios de Desempenho Indexados", mimeo., CEME/IBRE/FGV, jun. 83; Edmar L. Bacha, "Do Brasil para o FMI: Prólogo para a Terceira Carta", mimeo., PUC-RJ, jun. 83; Rogério L. F. Werneck, "A Armadilha Financeira do Setor Público e as Empresas Estatais", mimeo., PUC-RJ., jun. 83.

¹⁰ Pedido de dispensa das exigências relativas às cláusulas de desempenho que não foram cumpridas.

¹¹ Sobre o significado e a definição dos critérios de desempenho, ver, por exemplo, Joseph Gold, *Conditionality*, International Monetary Fund, 1979, Pamphlet Series, nº 31, pp. 30-34.

em que venha a ter um reflexo imediato sobre a factibilidade das cláusulas de desempenho definidas no Memorando Técnico.

Esse é o caso, por exemplo, das previsões de inflação mencionadas na Carta de Intenções, que não constituem um critério de desempenho *per se*. No entanto, como alguns destes critérios são definidos em moeda local corrente, a sua observância pode ficar comprometida quando a inflação supera significativamente as estimativas iniciais. Se os tetos nominais para as metas fiscal e monetária tiverem sido determinados com base em uma projeção irrealista de inflação, a sua execução torna-se mais difícil ou até mesmo impossível. O descumprimento em março e em junho dos limites quantitativos estipulados no “Adendo à Carta de Intenções” de 24.2.83 para os indicadores fiscal e monetário está fortemente associado à aceleração sofrida pela taxa de inflação após a maxidesvalorização de fevereiro último, cujos efeitos não parecem ter sido devidamente incorporados à projeção de inflação utilizada para cálculo das metas em cruzeiros correntes.¹²

Contrariamente aos documentos anteriores, a nova Carta de Intenções não apresenta uma estimativa para a taxa de inflação média ou anual. Prevê apenas “uma queda significativa da taxa mensal de inflação para cerca de 5%, durante o último trimestre de 1983”.¹³ Esta projeção otimista de declínio a curto prazo da taxa de inflação para o nível de 5% ao mês parece inteiramente comprometida quando se considera a tendência recente da inflação, em particular a taxa de 12,8% (IGP-DI), verificada no mês de setembro. De acordo com informações divulgadas pela imprensa, a taxa de inflação em doze meses embutida no cálculo dos critérios de desempenho teria sido da ordem de 152%, o que novamente dificultaria ou mesmo inviabilizaria a execução das metas nominais internas. Como a inflação acumulada até setembro já atinge 135,4% (IGP-DI), a taxa mensal média teria de reduzir-se a 2,3% no último trimestre para que fosse alcançada a meta de inflação implícita nos tetos nominais para as variáveis de política fiscal e monetária.

Política Fiscal

As diretrizes apontadas na nova Carta de Intenções refletem o importante papel atribuído ao setor público no processo de ajustamento da economia. De fato, dos dezesseis parágrafos que compõem esse documento, sete relacionam-se às finanças do governo federal, empresas estatais, estados e municípios. Além disso, o endividamento do setor público é o único critério de desempenho submetido a verificação mensal.

No esquema analítico utilizado pelo FMI, a contração no plano fiscal aparece como contrapartida interna do ajustamento das contas externas. Esta relação pode ser melhor entendida a partir da identidade macroeconômica entre produto e despesas nominais:

$$Y = C + I + G + X - M$$

¹² Parágrafo 4 da Carta de Intenções de 15.9.83.

¹³ Parágrafo 6 da Carta de Intenções de 15.9.83.

onde:

- Y = produto nominal;
- C = consumo privado;
- I = investimento privado;
- G = gastos do governo;
- X = exportações;
- M = importações.

Subtraindo-se nos dois lados da equação acima a tributação (líquida de transferências e subsídios) e reordenando os termos, chega-se a uma expressão que associa o déficit em conta corrente ao déficit fiscal e ao excesso do investimento do setor privado sobre a poupança privada:

$$(M - X) = (G - T) + (I - S)$$

onde:

- T = tributação líquida;
- S = poupança privada.

Desta forma, o ajuste interno, traduzido por uma redução no desequilíbrio orçamentário do governo e/ou por uma elevação da relação poupança/investimento do setor privado, está diretamente vinculado à obtenção de melhores resultados no saldo em transações correntes do balanço de pagamentos.

No caso brasileiro, o FMI considera que “o fator chave para se atingir esses objetivos externos é a redução significativa do desequilíbrio financeiro do setor público”.¹⁴ Para justificar esta posição, argumenta-se que estaria ocorrendo *crowding out* do setor privado pelo setor público, ou seja, que o aumento da dimensão e do papel do setor público na economia teria se realizado em detrimento da expansão do setor privado. À medida que se reduzissem as necessidades financeiras dos governos federal, estaduais e municipais e das empresas públicas, sobriariam então recursos e “espaço” para o crescimento do setor privado.¹⁵

No entanto, não se deve perder de vista o fato de que no Brasil o investimento do setor público como um todo responde por uma parcela substancial do investimento fixo total e, pelo menos a curto e médio prazos, apresenta um alto grau de complementaridade com o investimento privado. Neste contexto, o impacto recessivo de um ajuste fiscal drástico, que se baseia em grande parte em cortes de gastos relacionados à formação de capital, é certamente significativo e duradouro. Este ponto será retomado adiante, quando se proceder à análise das diretrizes gerais do programa de ajustamento contemplado pelo FMI.

¹⁴ Relatório da equipe técnica do FMI de 10.2.83, divulgado em apêndice ao discurso do ministro da Fazenda no Senado Federal em 23.3.83, *op. cit.*

¹⁵ Ver apêndice ao discurso do ministro da Fazenda no Senado Federal, *op. cit.*, e Horst J. O. Struckmeyer e Thomas M. Reichmann, “Brazil Seeks to Strengthen External Position and Re-Evaluate Strategy for Resumed Growth”, in *IMF Survey*, 21.3.83, p. 94.

Em concordância com o objetivo de realizar uma contração fiscal efetiva, a Carta de Intenções de setembro de 83 relaciona uma série de medidas recentes e anuncia providências adicionais destinadas a fortalecer as finanças públicas. As novas disposições prevêem um aumento da arrecadação tributária do governo federal através de medidas adotadas em junho de 83¹⁶ e uma contenção ainda maior nos gastos das empresas estatais. Esta última se dará à custa de economias suplementares nas despesas de custeio e de um grande corte nos investimentos.¹⁷ A nova Carta reafirma, além disso, o propósito de eliminar os subsídios diretos remanescentes e de impedir o reaparecimento de defasagens nos preços sob controle governamental.¹⁸

Além das modificações mencionadas acima, foi reforçado o controle dos orçamentos públicos com a instituição do COMOR – Comitê Interministerial de Acompanhamento da Execução dos Orçamentos Públicos. A este órgão caberá o acompanhamento mensal das necessidades de financiamento do setor público (inclusive empresas estatais, governos estaduais e municipais), que anteriormente estavam sujeitas apenas a verificação trimestral pelo FMI. As metas mensais para o endividamento do setor público constituem um novo critério de desempenho na área fiscal,¹⁹ cuja observância é certamente ainda mais difícil do que a do critério trimestral.

No que diz respeito às metas quantitativas, previa-se no Adendo de fevereiro de 83 que as necessidades de financiamento do setor público sofreriam um ajuste real de mais de 50% até o final do ano (caindo de 16,9% do PIB em 1982 para 8,8% em 1983), considerando-se uma previsão de inflação de 85-90%. A nova Carta, entretanto, afirma que “não se pode alcançar o grau de ajustamento real das finanças do setor público como previsto ao princípio deste ano”, e reajusta para 15,2% do PIB a estimativa das necessidades de financiamento em 1983.²⁰ De fato, a elevação em 126% e 120% dos tetos nominais estipulados para setembro e dezembro deste ano, quando a variação da inflação projetada teria sido da ordem de 65 pontos percentuais,²¹ sugere um afrouxamento das metas fiscais estabelecidas no último Memorando Técnico quando comparadas com as do Adendo de fevereiro de 83.

No entanto, a revisão para cima dos limites trimestrais reflete em grande parte a própria inadequação do critério do FMI como medida do ajustamento fiscal. Dado que este critério quantifica as necessidades de financiamento do setor público pela variação no saldo da dívida entre dois pontos no tempo, a existência de dívidas indexadas pode afetar a sua validade como indicador do grau de ajustamento. Quando a dívida é corrigida em grande parte pela desvalorização cambial, a uma taxa superior à do deflator do PIB,

¹⁶ Parágrafo 8 da Carta de Intenções de 15.9.83.

¹⁷ Parágrafo 9 da Carta de Intenções de 15.9.83.

¹⁸ Parágrafo 7 da Carta de Intenções de 15.9.83.

¹⁹ Parágrafo 12 da Carta de Intenções, parágrafo 3 e quadro 3 do Memorando Técnico de set. 83.

²⁰ Parágrafo 10 da Carta de Intenções de set. 83.

²¹ Calculada com base na estimativa de uma taxa de inflação de 152%, utilizada para estabelecer as metas nominais do Memorando Técnico de set. 83, e a projeção anterior de 85-90% contida no Adendo de fev. 83.

ocorre uma elevação na relação dívida do setor público/PIB, que compromete os objetivos fixados.²² Como a correção da dívida não representa necessariamente um dispêndio, na medida em que as datas de vencimento se espalham por diferentes anos, a contração fiscal pode estar ocorrendo efetivamente, ao contrário do que faria supor o aumento das metas nominais.

Esta hipótese é reforçada pela intenção das autoridades econômicas de reduzir o “déficit operacional” do setor público em mais de 50% este ano,²³ o que representaria aproximadamente o mesmo grau de contração real projetado inicialmente para as finanças públicas. O texto da Carta de setembro de 83 sugere que este conceito, que não aparece nas outras versões do acordo, excluiria a correção monetária e cambial da dívida do setor público, constituindo uma medida mais apropriada do ajustamento fiscal. Caso se constate a maior adequação do déficit operacional, no sentido de que este não sofreria os efeitos de ajustes contábeis, deveria ser estudada a conveniência de utilizá-lo diretamente como critério de desempenho na área fiscal, em substituição ao critério atual.

Com relação ao cumprimento das metas fixadas para 1983, a expectativa é que os tetos estipulados para setembro não deverão ser ultrapassados. Esta perspectiva se baseia evidentemente no fato de que a Carta de Intenções e o Memorando Técnico foram assinados em 15.9.83, data em que já seria possível antecipar com uma margem razoável de acerto a evolução do indicador fiscal até o fim do terceiro trimestre.

A observância do limite para o nível de endividamento do setor público, no período de três meses terminando em 31.12.83, pode ficar comprometida principalmente pela elevação da taxa de inflação (e conseqüentemente da correção cambial e monetária), que deverá superar por larga margem a previsão de 152% utilizada para o cálculo das metas fiscal e monetária. Além disso, uma possível (embora improvável) mudança de curso na política cambial, à semelhança do ocorrido em fevereiro último, poderia inviabilizar o cumprimento do critério fiscal, pelos efeitos já mencionados sobre a dívida do setor público.

Política Monetária

A variável de controle monetário utilizada pelo FMI são os ativos internos líquidos das autoridades monetárias (Banco do Brasil e Banco Central). A escolha deste indicador, em substituição aos conceitos tradicionalmente usados de oferta de moeda e base monetária, baseia-se no argumento de que seu controle traz maior estabilidade ao saldo global do balanço de pagamentos.²⁴

²² Esta situação ocorre em 1983, sendo um dos motivos mencionados no parágrafo 10 da Carta de Intenções de set. 83 para justificar necessidades de financiamento do setor público da ordem de 15% do PIB este ano.

²³ Parágrafo 10 da Carta de Intenções de set. 83.

²⁴ Ver, por exemplo, J. J. Polak e Victor Argy, “Credit Policy and the Balance of Payments”, *IMF Staff Papers*, Vol. 18, março 1971, pp. 1-24; e William H. L. Day, “Domestic Credit and Money Ceilings under Alternative Exchange Rate Regimes”, *IMF Staff Papers*, Vol. 26, set. 1979, pp. 490-512.

No Memorando Técnico de 6.1.83, os ativos domésticos líquidos foram definidos como as obrigações das autoridades monetárias junto ao setor privado menos os seus ativos externos líquidos. As primeiras eram compostas predominantemente de obrigações monetárias (papel-moeda em poder do público + depósitos à vista no Banco do Brasil) e depósitos em moeda estrangeira, enquanto que os ativos externos líquidos se desdobravam em reservas internacionais líquidas e outros ativos externos líquidos:

$$AIL_1 = (OM + DME) - (RL + OAE)$$

onde:

AIL = ativos internos líquidos;
 OM = obrigações monetárias;
 DME = depósitos em moeda estrangeira;
 RL = reservas internacionais líquidas;
 OAE = outros ativos externos líquidos.

Esta conceituação foi alterada no Memorando Técnico de setembro de 83, visando a melhor adaptação do indicador monetário às peculiaridades da economia brasileira.²⁵ A nova definição exclui os depósitos em moeda estrangeira e os outros ativos externos líquidos. Os ativos internos líquidos passam a ser definidos, portanto, como a diferença entre as obrigações monetárias (e algumas outras obrigações não-monetárias de pequena magnitude) e as reservas internacionais líquidas:

$$AIL_2 = OM - RL$$

No contexto atual de elevação dos depósitos em moeda estrangeira (devido ao aumento do risco cambial) e de redução dos outros ativos externos líquidos (como resultado da retenção no Banco Central dos recursos dos “projetos” I e II), pode-se dizer que a redefinição da variável de controle monetário representa um avanço em relação à situação anterior. Realmente, no primeiro conceito os ativos domésticos líquidos não refletiam a contração das obrigações monetárias derivada de um aumento nos depósitos em moeda estrangeira ou de uma queda nos outros ativos externos líquidos, já que uma variação neutralizava a outra. Além disso, se as autoridades econômicas desejassem compensar a redução de liquidez, ainda que parcialmente, através de operações de mercado aberto, o resultado seria uma expansão do indicador monetário, dificultando a observância dos tetos fixados.

De acordo com a definição atual, a um aumento dos depósitos em moeda estrangeira, por exemplo, corresponderá uma queda nas obrigações monetárias e nos ativos internos líquidos, contribuindo para manter a variável monetária dentro dos limites estabelecidos no Memorando Técnico. Se as autoridades considerarem que o aperto de crédito foi excessivo e desejarem neutralizá-lo através do resgate de títulos públicos, as

²⁵ Para uma análise do conceito de ativos domésticos líquidos e uma discussão a respeito de sua adequação à economia brasileira, ver Maria Sílvia B. Marques, *op. cit.*

obrigações monetárias se expandirão e os ativos internos líquidos retornarão ao seu nível inicial.

No que diz respeito às metas quantitativas fixadas nas diferentes versões do acordo, sua comparabilidade fica prejudicada devido às modificações já mencionadas no critério monetário. O Adendo de fevereiro de 83 previa uma queda real de cerca de 14% dos ativos domésticos líquidos ao final de 1983, o que representava um endurecimento em relação à projeção inicial de uma variação real de -2,5%, contida no Memorando Técnico de janeiro de 83. O Memorando de setembro de 83 estabeleceu que o indicador monetário não poderá exceder Cr\$ 5,60 trilhões em 30.9.83 e Cr\$ 3,54 trilhões em 31.12.83.²⁶ Considerando-se que o seu saldo atingia Cr\$ 3,50 trilhões em 31.5.83,²⁷ e dada a estimativa utilizada pelo FMI de 152% para a taxa de inflação em 1983, verifica-se que aos tetos estipulados para o terceiro e quarto trimestres corresponderia uma variação dos ativos internos líquidos em termos reais de respectivamente 1% e -40%, em relação à posição de maio.

Espera-se que a meta de política monetária para setembro seja cumprida, graças à proximidade entre a assinatura dos novos documentos e o fim do terceiro trimestre. Mas cabe fazer algumas observações com relação ao objetivo fixado para dezembro, que à primeira vista parece implicar um aperto de crédito excessivo — principalmente quando se considera que a inflação em 1983 será significativamente superior à previsão de 152%.

Como já foi dito, os ativos domésticos líquidos estão definidos no Memorando Técnico de setembro de 83 como a diferença entre as obrigações monetárias (mais outras obrigações de pequena expressão) e as reservas internacionais líquidas das autoridades monetárias. Desta forma, a queda em termos nominais da variável monetária prevista para acontecer entre setembro e dezembro deste ano deverá estar necessariamente associada a uma redução do crescimento das obrigações monetárias e a uma elevação das reservas internacionais líquidas.

Examinemos inicialmente a possibilidade de que se verifique um aumento das reservas internacionais líquidas. Na verdade, como as reservas líquidas apresentavam em 30.6.83 um valor negativo de cerca de US\$ 4,5 bilhões,²⁸ deveria ocorrer até o final do ano uma redução do seu grau de negatividade, de modo a viabilizar o cumprimento do compromisso monetário.²⁹ No entanto, de acordo com o parágrafo 1 do Memorando Técnico, as metas estabelecidas para as reservas internacionais líquidas e para os ativos internos líquidos baseiam-se nas hipóteses de que será regularizado o desembolso dos empréstimos externos já contratados (recursos do “projeto” I) e se obterá financiamento externo adicional para o ano de 1983. O texto dá margem à

²⁶ Parágrafo 4 do Memorando Técnico de set. 83.

²⁷ Quadro 4 do Memorando Técnico de set. 83.

²⁸ Quadro 1 do Memorando Técnico de set. 83.

²⁹ A redução no grau de negatividade das reservas internacionais líquidas é um dos critérios de desempenho na área externa, e está vinculada diretamente à execução de outra cláusula de desempenho, que consiste na eliminação até 31.12.83 dos pagamentos externos em atraso.

expectativa de que poderia haver um *waiver* automático, se os pressupostos enunciados acima não se verificassem. Neste caso, o descumprimento do objetivo de política monetária (e das metas externas) não resultaria inevitavelmente em paralisação no desembolso do empréstimo ampliado.

Deve-se ressaltar que esta redução no grau de negatividade do saldo das reservas líquidas não tem necessariamente impacto monetário interno.³⁰ Portanto, a queda nominal no saldo dos ativos internos líquidos prevista para o último trimestre do ano não representa uma contração equivalente do crédito doméstico, na medida em que parte substancial desta redução estaria associada a variações na composição das contas externas, sem reflexos imediatos nas condições internas de liquidez.

A trajetória da variável de controle monetário depende também da taxa de câmbio utilizada para converter as reservas líquidas em cruzeiros. O parágrafo 4 do Memorando Técnico declara que esta taxa será estabelecida de comum acordo entre os técnicos do FMI e as autoridades brasileiras. Como as reservas são negativas, quanto mais elevada for a taxa cambial, maior será o impacto sobre os ativos internos líquidos.³¹ Portanto, seria aconselhável negociar a fixação de uma taxa que minimizasse os efeitos do ritmo de desvalorização cambial sobre o indicador monetário. Esta taxa poderia, por exemplo, ser dada pela média das taxas de câmbio vigentes no período.

Outro agregado que deverá responder pela observância dos limites impostos aos ativos internos líquidos são as obrigações monetárias, definidas anteriormente. O comportamento destas obrigações pode ser identificado com o da base monetária, já que os dois conceitos se equivalem, a não ser pelo fato de que as obrigações monetárias excluem as reservas voluntárias e compulsórias dos bancos comerciais. Deste modo, o objetivo de limitar em 90% a taxa de crescimento da base monetária em 1983³² constitui um requisito fundamental para a consecução da meta de política monetária.

Neste sentido, podem contribuir principalmente a colocação líquida de títulos públicos federais, as operações relacionadas com o setor externo e as transferências do Tesouro Nacional para o orçamento monetário. As indicações são de que todos os esforços serão realizados para impedir a expansão da base monetária acima do limite de 90%.³³ Cumpre salientar, entretanto, que esta meta para o crescimento da base monetária representará um forte aperto real de liquidez, na medida em que a taxa de inflação em doze meses em dezembro de 83 será possivelmente superior a 200%.

³⁰ Ocorre apenas uma diminuição dos exigíveis (ou um aumento dos haveres) que compõem as reservas internacionais líquidas e uma elevação dos passivos externos de longo prazo das autoridades monetárias. Somente haverá aumento de liquidez quando estes recursos forem repassados internamente.

³¹ A menos que sejam realizados ajustes contábeis, não especificados nos documentos do acordo.

³² Parágrafo 6 da Carta de Intenções de 15.9.83.

³³ Diversas medidas, entre elas o controle sobre o crescimento dos empréstimos do Banco do Brasil, o estabelecimento de limites ao crédito bancário para o setor público, o aumento nos depósitos compulsórios e a redução dos subsídios ao crédito agrícola e ao financiamento às exportações, foram tomadas recentemente visando o fortalecimento do controle monetário em 1983 e 1984 (parágrafo 13 da Carta de Intenções de set. 83).

Setor Externo

Dos oito critérios de desempenho discriminados no Memorando Técnico, cinco referem-se ao setor externo da economia. Como nas versões anteriores do acordo, foram estabelecidos tetos trimestrais para o déficit global do balanço de pagamentos e o crescimento da dívida externa, um piso, também trimestral, para a desvalorização da taxa Cr\$/US\$ e a eliminação até o final do ano de uma série de restrições cambiais específicas, entre as quais se destaca a supressão do imposto adicional progressivo sobre a remessa de lucros e dividendos. Além destas cláusulas, o novo memorando inclui, pela primeira vez, um compromisso explícito em relação ao volume de pagamentos atrasados.

Ao contrário do que às vezes se supõe, as metas referentes à balança comercial e ao resultado em transações correntes não constituem critérios de desempenho. Embora os resultados na conta comercial e em conta corrente afetem a possibilidade de cumprir determinados critérios de desempenho, a liberação dos recursos do FMI não depende *diretamente* destes resultados. Na verdade, o saldo comercial e o déficit em conta corrente estão até certo ponto implícitos nos critérios de desempenho referentes ao saldo global do balanço de pagamentos e à expansão da dívida externa.³⁴

De fato, a diferença entre o desembolso líquido de empréstimos externos e o resultado global do balanço de pagamentos depende basicamente do déficit em transações correntes, dos empréstimos líquidos ao exterior e do investimento direto:

$$E - A - SG = DTC + E_E - A_E - ID$$

onde:

- E = empréstimos externos;
- A = amortizações de empréstimos externos;
- SG = saldo global do balanço de pagamentos;
- DTC = déficit em transações correntes;
- E_E = empréstimos concedidos ao exterior;
- A_E = amortizações de empréstimos concedidos ao exterior;
- ID = investimento direto (líquido).

Dados os critérios referentes ao resultado global do balanço de pagamentos e ao crescimento da dívida externa bruta,³⁵ a meta (implícita) para a conta corrente passa a

³⁴ Tanto a taxa de inflação como o déficit em conta corrente podem ser entendidos como critérios de desempenho "implícitos". Como foi visto anteriormente, a factibilidade das metas de política fiscal e monetária depende da taxa de inflação. De forma análoga, o resultado da conta corrente afeta a possibilidade de cumprir as cláusulas referentes ao saldo global do balanço de pagamentos e ao desembolso líquido de empréstimos externos.

³⁵ Exclusive dívidas relacionadas a operações de natureza compensatória. A título de simplificação, admite-se aqui que a posição líquida de "certos tipos" de endividamento externo de curto prazo, mencionada no parágrafo 5 do memorando e incluída para efeito de cálculo do limite de expansão da dívida, compreende a totalidade dos empréstimos líquidos de curto prazo registrados na conta de capitais autônomos.

Fixar metas simultâneas para o desembolso de empréstimos e para o resultado global do balanço

depende dos empréstimos líquidos concedidos ao exterior e da entrada líquida de investimentos diretos. A meta (implícita) para a balança comercial depende ainda do resultado da balança de serviços e das transferências unilaterais líquidas.

A julgar pelos dados divulgados mensalmente pela CACEX, o superávit da balança comercial deverá alcançar, ou até mesmo ultrapassar, os US\$ 6 bilhões programados. Não obstante, por uma série de razões, as contas externas como um todo não têm se comportado conforme o previsto na programação governamental para o setor externo em 1983. Apesar do resultado na conta comercial, ocorreu substancial deterioração na situação global do balanço de pagamentos. Há indicações de que a discrepância entre as previsões e os resultados se deve em parte a um déficit maior do que o esperado nas contas de juros e outros serviços.³⁶ Mas a razão principal está nos desvios observados na conta de capital do balanço de pagamentos. Como consequência do insucesso dos “projetos” 3 e 4, de uma queda substancial no ingresso líquido de investimentos, de uma entrada de financiamentos abaixo da esperada e do atraso na liberação de outros empréstimos, aumentou o grau de negatividade das reservas líquidas e o volume de atrasados. Neste contexto, o Brasil não teve condições de obedecer ao teto fixado para o déficit global do balanço de pagamentos na primeira versão do programa acertado com o FMI.

Em 30.6.83, os haveres externos (prontos, a curto prazo e a médio e longo prazos) das autoridades monetárias alcançavam US\$ 2,9 bilhões contra exigíveis a curto prazo e a médio prazo (FMI) de US\$ 7,4 bilhões. As reservas internacionais líquidas, tal como definidas no Quadro I do Memorando Técnico, eram portanto negativas em nada menos que US\$ 4,5 bilhões.³⁷ Os atrasos de pagamentos, por sua vez, atingiram US\$ 2,5 bilhões em 31.8.83.

de pagamentos equivale, na verdade, a controlar a dívida externa *líquida*, definida como a diferença entre a dívida bruta e as reservas líquidas. De fato, desprezando ganhos e perdas de reavaliação de ativos e passivos e a monetização de ouro, a variação da dívida líquida depende da variação da dívida bruta (desembolso líquido de empréstimos) e da variação das reservas internacionais líquidas (resultado global do balanço de pagamentos):

$$\Delta DL = \Delta DB - \Delta RL = E - A - SG$$

onde:

DL = dívida externa líquida;

DB = dívida externa bruta (exclusive dívidas “compensatórias”);

RL = reservas internacionais líquidas.

³⁶ Segundo estimativas oficiais recentes, o déficit em conta corrente poderá superar, em cerca de US\$ 1 bilhão, os US\$ 6,9 bilhões inicialmente previstos. É de se estranhar, portanto, que a Carta de Intenções afirme que a meta relativa ao déficit em conta corrente de 1983 “pode ser facilmente atingida”. (Parágrafo 2 da Carta de Intenções de 15.9.83.) A julgar pelas informações disponíveis, o déficit observado pode ficar até US\$ 2 bilhões acima do previsto, o que contribui inclusive para explicar a elevação de US\$ 6 bilhões para US\$ 9 bilhões do teto anual referente ao crescimento da dívida externa em 1983. (Cf. parágrafo 10 do Adendo à Carta de Intenções e parágrafo 5 do Memorando Técnico de 15.9.83.)

³⁷ Deve-se ressaltar, também, que o dado referente a haveres brutos talvez inclua uma parcela significativa de pouca ou nenhuma liquidez efetiva, o que poderia talvez explicar a coexistência de ativos de quase US\$ 3 bilhões e de um volume substancial de atrasos de pagamentos.

De modo a levar em conta esta deterioração das contas externas nos primeiros oito meses do ano, o novo memorando reviu para cima a meta para o déficit global acumulado até setembro (de US\$ 0,7 bilhão para US\$ 3,1 bilhões), mas manteve a meta geral de alcançar pelo menos equilíbrio no ano-calendário de 1983.³⁸ Ganhos e perdas de reavaliação e monetização de ouro à parte, isto significa fixar como meta mínima a volta ao nível de reservas líquidas de 31.12.82. Como estas já eram àquela altura negativas em vários bilhões de dólares,³⁹ tudo indica que continuarão substancialmente negativas até o final deste ano. Ainda assim, a factibilidade deste primeiro critério de desempenho depende evidentemente da possibilidade de que se materialize, nos próximos três meses, não apenas o desembolso dos empréstimos bancários já contratados (as parcelas retidas do chamado “projeto” I), mas também a liberação de vários bilhões de dólares de financiamento externo adicional. Qualquer atraso maior no desembolso destes recursos resultará provavelmente em aumento do volume de atrasados e do grau de negatividade das reservas líquidas, inviabilizando a consecução das metas estabelecidas nos parágrafos 1 e 8 do Memorando Técnico.⁴⁰

Os novos limites para o endividamento externo refletem os já mencionados desvios observados na conta corrente, na entrada líquida de capital de risco e na implementação dos “projetos” 3 e 4.⁴¹ A elevação de US\$ 6 bilhões para US\$ 9 bilhões do teto anual para o crescimento da dívida externa bruta pode ser atribuído em cerca de 1/3 a um influxo inferior ao previsto sob a forma de investimentos diretos (entrada de apenas cerca de US\$ 0,4 bilhão contra os US\$ 1,5 bilhão esperados) e em cerca de 1/3 ou mais a um déficit em conta corrente superior ao previsto (estimado atualmente em cerca de US\$ 8 ou 9 bilhões contra US\$ 6,9 bilhões esperados). A parcela remanescente decorre aparentemente do insucesso dos “projetos” 3 e 4 e de sua substituição por empréstimos adicionais de prazo mais longo.⁴² Admitindo-se que os empréstimos líquidos ao exterior

³⁸ Cf. parágrafo 1 do Memorando Técnico de 6.1.83 e parágrafo 1 do Memorando de 15.9.83. Para fins de acompanhamento do programa, o resultado global do balanço de pagamentos é medido pela variação (ajustada) das reservas internacionais líquidas.

³⁹ Segundo dados preliminares incluídos em relatório preparado pela equipe técnica do FMI, as reservas líquidas das autoridades monetárias eram negativas em US\$ 1,5 bilhão em 31.12.82. (Ver apêndice ao discurso do ministro da Fazenda no Senado Federal em 23.3.83, *op. cit.*). Como o déficit estimado para o balanço de pagamentos de 1982 foi posteriormente aumentado em US\$ 1,4 bilhão, as reservas internacionais líquidas em fins do ano passado devem ter acusado um valor negativo de cerca de US\$ 3,0 bilhões.

⁴⁰ Como foi visto anteriormente, a meta referente ao crédito líquido também está baseada no pressuposto de que o fluxo de recursos externos será regularizado nos próximos meses.

⁴¹ De acordo com o parágrafo 16 da Carta de Intenções, o governo pretende “compensar as deficiências na implementação do programa original de financiamento externo (projetos 3 e 4), mediante maior utilização do financiamento externo de médio e longo prazos. Tal financiamento adicional terá de refletir-se nos limites ao novo endividamento externo”. Conclui-se, portanto, que pelo menos uma parte dos empréstimos que se pretendia captar no âmbito dos “projetos” 3 e 4 não estaria incluída nos limites referentes à expansão da dívida.

⁴² Os tetos para o crescimento da dívida são estabelecidos com base em dados referentes aos fluxos de empréstimos e amortizações. O desembolso líquido de empréstimos é definido como a diferença

sejam aproximadamente compensados pela entrada líquida de investimentos diretos em 1983, os limites para o endividamento externo e para o resultado global do balanço de pagamentos equivalem a um teto implícito de cerca de US\$ 9 bilhões para o déficit em transações correntes.

Não houve alteração no que se refere à política cambial, que continua balizada pela variação do IGP-DI. Dos critérios de desempenho estabelecidos no início do ano, este foi o único a não sofrer revisões e a ser integralmente cumprido até agora. No entanto, não se deve perder de vista o fato de que o cruzeiro vem sofrendo alguma revalorização em termos efetivos reais desde março, pois a valorização do dólar em relação às demais moedas dos principais países industrializados anulou parte do efeito da maxidesvalorização sobre a posição efetiva real da taxa de câmbio do cruzeiro.⁴³ De qualquer forma, como a desvalorização acumulada da taxa Cr\$/US\$ ficou acima da inflação medida pelo IGP-DI, a cláusula de desempenho incluída no acordo com o Fundo foi por enquanto plenamente atingida.

Tendo em vista um possível aperfeiçoamento do critério de desempenho relativo à política cambial, haveria a alternativa de substituir a prática atual, de fixar um piso para a taxa Cr\$/US\$, por uma faixa de variação que permitisse acomodar flutuações do dólar nos mercados internacionais de câmbio. Se não for conveniente utilizar alguma medida da taxa efetiva de câmbio do cruzeiro,⁴⁴ deve-se considerar a possibilidade de definir um piso flexível ou móvel, isto é, taxas mínimas de desvalorização da taxa Cr\$/US\$ que refletiriam não apenas a taxa de inflação interna ou o diferencial de inflação, mas também (embora não proporcionalmente) o comportamento do dólar *vis-à-vis* terceiras moedas.

Pode-se questionar também a escolha do IGP-DI como parâmetro para acompanhamento da política cambial. Como este índice capta movimentos de preços de bens não-comerciáveis e de produtos agrícolas em geral, talvez fosse preferível substituí-lo pelo IPA de produtos industriais ou por um índice construído especificamente para fins de condução e avaliação da política cambial, de forma a vincular a desvalorização mínima exigida mais diretamente à proteção da capacidade de competição das empresas produtoras de bens exportáveis e substitutivos de importações.⁴⁵

entre os empréstimos e financiamentos estrangeiros e as amortizações de empréstimos e financiamentos estrangeiros, mais a variação na posição líquida de "certos tipos" de endividamento de curto prazo (bancos comerciais). Não se explica qual o critério utilizado para selecionar os tipos de empréstimos de curto prazo incluídos no limite. (Ver parágrafo 5 e Quadro 5 do Memorando Técnico de 15.9.83)

⁴³ Para dados referentes à variação da taxa cambial, ver Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional, IBRE/FGV, "Banco de Dados Financeiros Nacionais e Internacionais", mimeo., set. 83, pp. 15-21.

⁴⁴ A aplicação do conceito de taxa efetiva ficaria prejudicada pela assimetria na composição monetária dos fluxos comerciais e financeiros. A maior ligação *financeira* com o dólar reflete-se, como se sabe, em vinculação entre as taxas de juros internas e a variação esperada do preço do dólar em cruzeiros.

⁴⁵ A utilização como parâmetro para a desvalorização cambial de um IPA de produtos industrializados, que abrangesse somente os bens comerciáveis, foi sugerida por Julian M. Chacel no artigo "A Correção Cambial", in *O Estado de S. Paulo*, 8.9.83, p. 22.

No que se refere a restrições cambiais, a nova versão reitera o compromisso anterior de eliminar até o final do ano as limitações às remessas referentes a assistência técnica e *royalties*, quotas de contribuição do café e do cacau, impostos de exportação sobre sucos de laranja e alguns outros produtos, acordos bilaterais de pagamentos com a Hungria e a Romênia e o imposto adicional progressivo sobre remessas externas de lucros e dividendos. Este último compromisso resultará na primeira modificação dos instrumentos jurídicos que definem o estatuto básico para os capitais estrangeiros no Brasil desde 1964-65. De um modo geral, parece questionável a eliminação de restrições à remessa de divisas sob a forma de lucros, dividendos, assistência técnica e *royalties* em um contexto de aguda escassez de divisas.⁴⁶ Ademais, nos casos em que a oferta de um país influencia o preço de determinado produto no mercado mundial, a utilização de impostos ou quotas de exportação é perfeitamente justificável, em termos de teoria econômica convencional, como instrumento de que dispõe o país para evitar quedas nos preços externos do produto em questão.⁴⁷

Finalmente, cabe mencionar também a existência, nesta nova versão, do acordo de mais um critério de desempenho referente ao setor externo: o compromisso de eliminar os atrasos de pagamentos até 31.12.83. Isto equivale evidentemente a exigir que o saldo global do balanço de pagamentos previsto para o último trimestre seja dedicado quase inteiramente à liquidação total das obrigações vencidas. Do ponto de vista do Brasil, entretanto, dada a provável inexistência de qualquer estoque significativo de reservas efetivamente disponíveis, talvez fosse preferível reduzir o volume de atrasados de maneira mais gradual, de forma a permitir alguma recomposição de caixa a curto prazo.

ALGUMAS OBSERVAÇÕES SOBRE AS DIRETRIZES GERAIS DO PROGRAMA DE AJUSTAMENTO PARA 1984 E 1985

A nova Carta de Intenções não se limita a especificar metas e critérios de desempenho para o restante do ano de 1983, mas adianta também algumas diretrizes básicas do plano global de ajustamento para 1984-85. Embora as metas referentes aos próximos dois anos ainda sejam passíveis de revisão em negociações subseqüentes, a estrutura do programa já está delineada, e a sua análise constitui parte indispensável de qualquer tentativa de avaliação das perspectivas da economia brasileira.

As principais metas contidas na Carta são conhecidas e já foram objeto de alguma discussão pública. No que se refere a 1984, foram anunciados os seguintes objetivos: 1) superávit comercial de US\$ 9 bilhões; 2) déficit em transações correntes de pelo

⁴⁶ O parágrafo 15 da nova Carta de Intenções anuncia também a intenção de restaurar, no decorrer deste ano, "o regime de liberação (*sic*) cambial que prevalecia antes de 30.7.83".

⁴⁷ Este aspecto do acordo já foi objeto de comentário quando da divulgação da primeira Carta de Intenções. Ver Antonio Carlos Lemgruber, "Algumas Falhas Conceituais nos Critérios Impostos pelo FMI", in *Gazeta Mercantil*, 18.1.83, p. 4.

menos US\$ 6 bilhões; 3) taxa mensal de inflação de cerca de 2,5% durante o último trimestre do ano; 4) superávit no orçamento "operacional" consolidado do setor público da ordem de 0,3% do PIB.

O ponto de partida do programa negociado com o FMI é a constatação de que ocorreu, desde o ano passado, uma drástica redução dos déficits em conta corrente que o país pode efetivamente financiar através dos canais normais de captação de recursos externos. A aceitação passiva da nova configuração da oferta de crédito externo para países como o Brasil conduz então necessariamente à recomendação de medidas rigorosas de ajustamento no plano interno.

Dados os níveis de financiamento externo previstos, a preocupação em continuar honrando o serviço da dívida externa acaba resultando no estabelecimento de metas para a balança comercial que implicam substancial transferência de recursos reais para o exterior. De fato, já a partir deste ano, o Brasil está sendo levado a financiar com recursos reais uma parte significativa dos juros da dívida externa. E tudo indica que este processo de transferência deverá prosseguir e até intensificar-se no ano que vem.

A primeira versão do acordo com o FMI estabeleceu a meta de um saldo comercial de US\$ 8 bilhões em 1984. Em resposta à elevação recente das taxas de juros internacionais, a nova Carta anuncia a intenção de gerar no próximo ano um superávit comercial ainda maior, de US\$ 9 bilhões. Admitindo-se um déficit da ordem de US\$ 3 bilhões na conta de serviços "não-fatores", a nova meta para a balança comercial representaria o compromisso de reforçar substancialmente o processo de exportação de recursos reais em curso. A confirmar-se o programa previsto para 1984, o Brasil estaria sendo forçado a financiar com recursos reais nada menos que *metade* da renda líquida enviada ao exterior sob a forma de juros, lucros e dividendos, etc. Como foi demonstrado em trabalho recente, se não forem alterados os parâmetros que orientam as atuais negociações entre o Brasil, o FMI e os bancos internacionais, a economia brasileira será obrigada a transferir anualmente cerca de 2% do PIB para o exterior durante o restante da década.⁴⁸

Este programa de ajustamento não parece, entretanto, compatível com o estágio de desenvolvimento em que se encontra o país. A insistência em garantir esta transferência claramente prematura de recursos reais para o exterior acabará resultando em agravamento das fortes pressões inflacionárias e recessivas a que está sendo submetida a economia brasileira nos últimos anos. Sem uma mudança radical no atual padrão de ajustamento e financiamento externo, não haverá condições efetivas para a solução do problema inflacionário, nem para a defesa de níveis minimamente satisfatórios de emprego e de utilização da capacidade industrial instalada.

O imenso esforço de ajustamento das contas fiscais não é mais do que a contrapartida interna de um esquema inadequado de financiamento externo. Na nova Carta, o governo chega mesmo a comprometer-se "a assegurar que o orçamento operacional do

⁴⁸ Paulo Nogueira Batista Jr., "Elementos Centrais para uma Renegociação mais Ampla da Dívida Externa Brasileira", mimeo., set. 83.

setor público presente em 1984 pelo menos um pequeno superávit”.⁴⁹ A execução de um ajuste fiscal desta magnitude, que envolve passar de um déficit operacional equivalente a 2,7% do PIB em 1983 para um superávit de cerca de 0,3% do PIB em 1984, exige evidentemente medidas de contenção em todos os planos.

No que se refere às contas do governo federal, anuncia-se a intenção de elevar a carga tributária líquida em cerca de 1,2% do PIB, graças a uma redução dos subsídios diretos e a um aumento das receitas.⁵⁰ Prevê-se, além disso, redução acentuada do déficit operacional dos governos estaduais e municipais, a ser obtida pela imposição de limites rígidos sobre a expansão do seu endividamento interno e externo. Finalmente, no que se refere às empresas públicas, a nova Carta comunica o propósito de garantir que as suas receitas próprias se elevem aproximadamente em linha com a inflação e prevê também uma contenção geral de gastos.⁵¹

É neste contexto que se menciona pela primeira vez a controvertida modificação na lei salarial, justificada na Carta não apenas como instrumento de combate à inflação, mas também como forma de controle dos gastos de custeio do setor público.⁵² No entanto, a maior parte do esforço de contenção recai sobre os gastos de investimento das empresas públicas, cuja redução deverá produzir uma economia adicional equivalente a nada menos que 1% do PIB em 1984.⁵³

Como já foi mencionado anteriormente, não deve haver dúvida quanto ao fato de que a tentativa de realizar um ajuste fiscal desta magnitude, baseado em grande parte em cortes substanciais nos investimentos governamentais, terá efeito recessivo profundo e duradouro. Os dados disponíveis indicam que o investimento do setor público como um todo (inclusive empresas estatais, governos estaduais e municipais) responde por cerca de metade da formação bruta de capital fixo.⁵⁴ Neste contexto, cortes drásticos no investimento do governo terão não apenas os efeitos recessivos imediatos associados à redução da demanda agregada, como também impacto substancial sobre o crescimento da oferta agregada e sobre a taxa de crescimento da economia a médio prazo.

A suposição de que a redução no investimento governamental possa criar “espaços” para uma expansão compensatória dos gastos de capital no setor privado só pode ser aceita por quem desconhece a natureza essencialmente complementar dos investimentos dos setores público e privado. De fato, o resultado mais provável de uma contração

⁴⁹ Parágrafo 11 da Carta de Intenções de 15.9.83.

⁵⁰ Cabe ressaltar que a eliminação total do subsídio ao trigo, prevista inicialmente para fins de 1985, foi antecipada para jun. 84 na nova versão do acordo. Cf. parágrafo 12 da Carta de Intenções de 6.1.83 e parágrafo 7 da Carta de Intenções de 15.9.83.

⁵¹ Parágrafo 11 da Carta de Intenções de set. 83.

⁵² Parágrafos 9 e 11 da Carta de Intenções de 15.9.83.

⁵³ Parágrafo 11 da Carta de Intenções de 15.9.83.

⁵⁴ Ver, por exemplo, Instituto de Planejamento Econômico e Social, IPEA/IPLAN, “Consolidação Plurianual de Programas do Governo, 1982-1985”, mimeo., Brasília, DF, maio 82, Apêndice II: Perspectivas de Desenvolvimento.

significativa do investimento público seria um aprofundamento da recessão em curso desde 1981, o que resultaria na consolidação de um cenário nada propício à retomada da formação bruta de capital fixo do setor privado. Na verdade, a noção de que teria ocorrido um processo de *crowding out* do setor privado pelo setor público no Brasil não pode ser aceita sem severas qualificações. O que pode ter efetivamente ocorrido é um processo de *crowding out* dos setores industriais voltados para o mercado interno, que não têm a possibilidade de recorrer ao crédito concedido pelas autoridades monetárias a determinados segmentos do setor *privado* (agricultura, exportações, PROÁLCOOL, etc.) a taxas de juros substancialmente negativas em termos reais. Neste contexto, uma política de ajustamento que privilegiasse cortes na área do crédito subsidiado e procurasse simultaneamente manter o nível de investimento público seria talvez preferível ao esquema de ajustamento delineado na Carta de Intenções.

RESUMO E CONCLUSÕES

A comparação da Carta de Intenções de setembro de 83 com os documentos anteriores sugere que a nova versão do acordo é em vários sentidos mais rigorosa. Esta avaliação se baseia, em primeiro lugar, no fato de que o Memorando Técnico adiciona dois critérios de desempenho aos seis anteriores e submete as contas fiscais a um acompanhamento mensal. Apesar de algumas modificações de caráter metodológico no conceito de ativos domésticos líquidos, que podem ser consideradas favoráveis ao Brasil, e da inclusão do conceito de déficit operacional pela primeira vez no texto da Carta de Intenções, a introdução de dois novos critérios de desempenho parece representar um endurecimento efetivo do sistema de controle e acompanhamento estabelecido para 1983.

Além disso, as metas gerais para 1984 são em alguns casos mais rígidas do que as definidas anteriormente. Embora o grau de ajustamento fiscal seja comparável àquele previsto nas primeiras versões do acordo, o saldo pretendido para a balança comercial foi aumentado de US\$ 8 bilhões para US\$ 9 bilhões, e a meta de inflação é certamente mais ambiciosa do que a inicial.

No tocante à factibilidade dos critérios de desempenho definidos para o final deste ano, deve-se ressaltar, primeiramente, o fato de que o cumprimento dos critérios referentes à política monetária, ao saldo global do balanço de pagamentos e à eliminação dos pagamentos em atraso, depende não apenas do desembolso das parcelas retidas do “empréstimo-jumbo” assinado em fevereiro último, como também da possibilidade de contar com a liberação de um volume substancial de empréstimos externos adicionais nos próximos meses. Como se sabe, a contratação desses empréstimos está diretamente ligada à aprovação do programa econômico pelo *board* do Fundo, e esta depende, por sua vez, da solução do impasse político em torno da questão salarial. Em segundo lugar, vale a pena lembrar que a nova Carta repete de certa forma um dos principais equívocos cometidos na elaboração das primeiras versões do acordo, qual seja, o de estabelecer tetos nominais para as políticas monetária e fiscal a partir de uma projeção irrealista da

inflação. Ainda que se possa alimentar a esperança de que esta Carta contenha algumas salvaguardas implícitas, ausentes nas anteriores, não se compreende como será possível cumprir metas nominais definidas supostamente com base em uma taxa de inflação de 152%, quando se sabe que a inflação efetiva poderá ultrapassar 200% em 1983.

Dada a impossibilidade de prever com uma margem adequada de precisão o comportamento futuro da inflação, cabe considerar a possibilidade, sugerida em trabalhos recentes,⁵⁵ de abandonar a prática atual em favor de critérios de desempenho indexados ou da definição de um intervalo de variação para os tetos nominais referentes às variáveis fiscal e monetária. Na verdade, a aparente intransigência do Fundo Monetário neste ponto e em outros parece revelar a sua dificuldade em adaptar suas rotinas de acompanhamento às especificidades de uma economia como a brasileira. Pode-se contra-argumentar que a decisão de rever a definição de ativos internos líquidos e a inclusão do conceito de déficit operacional no texto da Carta já representariam concessões significativas por parte dos técnicos do FMI. No entanto, deve-se ressaltar que a primeira “concessão” foi provavelmente anulada pela fixação de um teto extremamente baixo para esta variável em dezembro de 83. No que se refere à política fiscal, o conceito tradicional do FMI acabou sendo mantido como cláusula de desempenho. O Fundo continua, portanto, insistindo na utilização de um critério de mensuração aparentemente inadequado a uma situação em que a dívida do setor público é indexada.

Cabe mencionar também a insistência em definir parâmetros inapropriados de controle e acompanhamento da política cambial. Parece recomendável substituir a prática atual de fixar o IGP-DI como piso para a taxa Cr\$/US\$, por um piso *móvel* que reflita as flutuações do dólar em relação a terceiras moedas. Ademais, parece preferível empregar um índice de preços mais diretamente vinculado ao movimento dos preços dos bens comerciáveis como referencial para fins de mensuração da desvalorização cambial “real”.

No que se refere às diretrizes gerais esboçadas para 1984-85, a análise sugere sérias dificuldades em compatibilizá-las com as condições atuais da economia brasileira. A transferência de recursos reais implícita na programação para o setor externo parece constituir uma carga excessivamente pesada para o país. Como se sabe, a contrapartida interna deste esquema inadequado de financiamento externo são metas de ajustamento drástico no plano fiscal. Estas últimas envolvem o compromisso de gerar um pequeno superávit operacional nas contas fiscais consolidadas em 1984. Este objetivo contrasta fortemente com o fato de que os países desenvolvidos, de um modo geral, continuam a apresentar déficits fiscais substanciais, a começar pelos Estados Unidos, onde a relação déficit fiscal/PNB alcança cerca de 6,5% em 1983, com sérias consequências negativas para a evolução das taxas de juros internacionais, das taxas de câmbio e do quadro econômico mundial.⁵⁶

⁵⁵ Maria Sílvia Bastos Marques, *op. cit.*, e Paulo Nogueira Batista Jr., *op. cit.*

⁵⁶ Para um comentário recente a respeito do impacto da situação fiscal nos EUA sobre as taxas de juros e as principais taxas cambiais, ver Lloyd Bank, *International Financial Outlook*, Nº 18, set.

Tendo em vista os problemas de natureza tanto técnica como política associados à execução do programa, não se deve excluir a possibilidade de que o acordo sofra novas revisões a curto prazo. Mas é importante não desprezar o desgaste derivado das constantes redefinições de metas e critérios de desempenho. Este processo praticamente contínuo de negociação e renegociação traz prejuízos não só para o Brasil como também para o FMI. Sob pena de forte abalo em sua credibilidade, o Fundo Monetário não poderá aceitar a continuação deste quadro por tempo indeterminado.

Do ponto de vista do Brasil, a incapacidade de chegar a um programa factível e duradouro dificulta evidentemente uma renegociação ordenada da dívida externa. Admitindo-se que seja correta a suposição de que a nova Carta corre sérios riscos de não ser cumprida, fica a impressão de que o objetivo da equipe econômica brasileira pode ter sido o de ganhar alguns meses, na esperança de que ocorra a curto prazo uma modificação favorável nas condições internacionais.

Por outro lado, a experiência recente do Brasil sugere que o Fundo talvez não esteja efetivamente preparado para desempenhar o papel central que lhe está sendo atribuído na solução da atual crise financeira internacional. Embora este trabalho não permita conclusões de ordem geral, vale a pena registrar que o FMI tem apresentado sintomas de excessiva rigidez e de falta de agilidade e capacidade de adaptação a situações específicas. A dificuldade de se chegar a um acordo viável demonstra, na verdade, a vulnerabilidade dos esquemas formulados recentemente com o objetivo de “socorrer” dezenas de países em situação de crise de liquidez cambial. A experiência brasileira talvez possa estimular a elaboração de alternativas mais adequadas.

ADENDO

Transcorridos apenas dois meses, tornou-se patente que a Carta de Intenções de setembro de 83 não poderia ser cumprida tal como originalmente formulada. Resolvido o impasse em torno da questão salarial com a substituição do Decreto-Lei nº 2045 pelo Decreto-Lei nº 2065, surgiu imediatamente o problema do conflito entre a taxa de inflação implícita nas metas nominais da Carta e a tendência da inflação. Confirmando a nossa análise da terceira versão do acordo, a factibilidade das metas nominais estabelecidas para dezembro de 83 estava seriamente ameaçada, devido à significativa divergência entre a previsão de inflação utilizada (152%) e a taxa efetivamente verificada (superior a 200%).

1983, pp. 3-7. Como o PNB é superior ao PIB no caso dos EUA, a relação déficit/PIB seria evidentemente ainda maior do que o dado mencionado no texto. Por outro lado, este se refere às necessidades governamentais de financiamento nos EUA, devendo talvez ser comparado à meta para as necessidades de financiamento do setor público brasileiro em 1984, fixada em 7% do PIB no novo acordo.

Diante deste fato, as autoridades econômicas deparavam-se com duas alternativas: submeter a terceira versão do acordo ao exame do *board* do FMI em novembro e fazer um novo pedido de *waiver* nos primeiros meses de 1984, ou alterá-la antes da reunião do FMI por meio de um adendo que redefinisse as metas quantitativas consideradas inviáveis.

Escolheu-se o segundo procedimento, e no dia 15 de novembro foi encaminhado ao Fundo Monetário um adendo à Carta de setembro de 83 que alterou alguns objetivos relativos a 1983 e estabeleceu compromissos para o primeiro trimestre de 1984. Deve-se ressaltar que o novo documento representa a *quarta* versão do acordo em apenas um ano, fato possivelmente inédito na história do Fundo Monetário Internacional.⁵⁷

Com a divulgação do adendo em novembro de 83, tornou-se necessário estender o trabalho original, que foi concluído no início de outubro, de modo a incorporar a análise das novas metas. O adendo à Carta de Intenções de setembro de 83, ao contrário dos documentos anteriores, não distingue as intenções de política dos chamados critérios de desempenho. Desta forma, não fica claro quais os compromissos que deverão ser obrigatoriamente observados para que o país possa continuar recebendo os recursos do Fundo e dos bancos. Outra modificação, sugerida no parágrafo 2 do adendo, é a possibilidade de que as metas para cada trimestre passem a ser definidas separadamente, quatro meses antes do final de cada período. Caso se confirme este procedimento, teremos um avanço em relação à situação anterior, onde as metas para os quatro trimestres eram estabelecidas no início do ano, com uma probabilidade de erro muito elevada, como se constatou em 1983.

No que diz respeito à política monetária, foi mantido o teto quantitativo a ser atingido pelos ativos domésticos líquidos em dezembro de 83, e reduziu-se o aumento permitido da base monetária para 87%. Cabe mencionar que o cumprimento da meta referente aos ativos domésticos líquidos continua ameaçado, já que ainda não foram concluídas as negociações para obtenção de financiamento externo adicional para o ano de 1983, necessário para a redução no grau de negatividade das reservas internacionais líquidas e, conseqüentemente, para a contenção do crédito doméstico líquido.

Para 1984, a expansão prevista tanto para os meios de pagamento quanto para a base monetária é de 50%. Além disso, declara-se pela primeira vez o objetivo de garantir a ocorrência de taxas de juros reais positivas, vinculando-se a variação mínima da correção monetária ao IGP-DI ajustado para "acidentalidades".

Na área das finanças públicas, foram mantidas as estimativas de desempenho para o déficit operacional como proporção do PIB em 1983 e 1984. No entanto, definiram-se adicionalmente metas quantitativas em cruzeiros correntes para este indicador, o que indica a possibilidade de que este represente agora um critério de desempenho, conforme sugerido anteriormente.

⁵⁷ A Carta de set. 83 e o adendo foram aprovados no dia 22 de novembro, possibilitando ao Brasil receber as parcelas retidas do crédito ampliado do FMI e do "empréstimo-jumbo" de fev. 83, além de concluir as negociações com o Clube de Paris e levar adiante os entendimentos referentes ao novo "jumbo" de US\$ 6,5 bilhões.

Para fazer face à elevação da taxa de inflação, o teto permitido para as necessidades de financiamento do setor público, por sua vez, foi elevado para 18,6% do PIB em 1983 e 9% do PIB em 1984. Note-se que a meta inicial era reduzir as necessidades de financiamento a 8,8% do PIB em 1983. Isto não significa, entretanto, que não esteja ocorrendo um substancial ajustamento real das finanças públicas. A confirmar-se o desempenho previsto, o déficit operacional deverá registrar uma redução de 50% ou mais em 1983. No entanto, como o critério preferido pelo Fundo (*public sector borrowing requirements*) não constitui uma medida adequada do grau de ajustamento, devido à indexação da dívida pública e à sensibilidade do indicador à variação da taxa de inflação,⁵⁸ as necessidades de empréstimos como proporção do PIB em 1983 serão superiores às de 1982 (16,9% do PIB).

Com relação ao setor externo, a principal modificação diz respeito às desvalorizações cambiais mínimas, que serão agora vinculadas ao IGP-DI ajustado para "acidentalidades". Esta alteração, embora tecnicamente defensável, suscita dúvidas quanto a se o governo irá efetivamente manter as desvalorizações cambiais em ritmo compatível com as necessidades de ajustamento do balanço de pagamentos em conta corrente.

ABSTRACT

This paper discusses the recent evolution of negotiations between Brazil and the IMF. Section I presents a short survey of the difficulties encountered during the first phase of negotiations from November 1982 to September 1983. Section II examines policy targets for 1983 and performance criteria for fiscal policy, monetary policy and the external sector. The general outline of the IMF programme for Brazil in 1984-85 is analysed in Section III, where it is shown that its basic guidelines are based on questionable assumptions and that the speed with which the adjustment is being attempted may be incompatible with Brazil's objective situation. The final section provides a brief summary of the main conclusions.

⁵⁸ Ver, a respeito, Rogério L. F. Werneck, *op. cit.*, pp. 3-5.