

## Prólogo para a terceira carta

EDMAR BACHA \*

Esta nota procura esclarecer alguns problemas da negociação brasileira com o FMI. A primeira seção discute as regras do jogo para o ajuste de um país deficitário na atual ordem econômica internacional. A segunda seção explicita o jogo do FMI, tentando explicar por que ele é criticável. Na seção seguinte se revisa o “enfoque monetário do balanço de pagamentos”, adotado pelo Fundo, e se tenta localizar onde entra uma indefensável pressão política no estabelecimento dos critérios de desempenho que dão acesso aos recursos do Fundo. A questão fiscal, ou seja, o déficit público, *crowding out*, *et alia*, são considerados na quarta seção. O caso brasileiro permeia toda a discussão. Um sumário da argumentação se encontra na seção final.

### AS REGRAS DO JOGO



Quando o país procura o FMI é porque tem um problema de balanço de pagamentos. Este problema tipicamente se expressa pelo fato de o país se ver incapaz de tomar no mercado internacional de capitais um volume de empréstimos (líquidos de amortizações) suficiente para financiar aquela parcela de seu déficit em transações correntes que não é coberta pela entrada de investi-

\* Da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

mentos diretos. Em consequência, ocorre uma rápida exaustão de suas reservas internacionais. O FMI *condiciona* sua assistência financeira ao país a que este adote medidas econômicas internas destinadas a *ajustar* o déficit do balanço de pagamentos de forma que ele se reduza para uma magnitude que possa ser financiada, através de investimentos diretos ou outros canais financeiros internacionais normais.

No caso de um país altamente endividado no exterior, boa parte de seu déficit estará inevitavelmente associada à conta de juros que tem de pagar a seus credores externos. Em condições normais, este item não pode ser comprimido; segue-se, portanto, que o grosso do ajuste tem de dar-se através da balança comercial, ou seja, da diferença entre exportações e importações. O objetivo fundamental de um programa de ajuste acordado com o FMI é, portanto, uma melhoria da balança comercial. Assegurada esta melhoria, o FMI poderá tranquilizar-se que o empréstimo que fizer ao país será devidamente amortizado. Deste modo, o Fundo estará cumprindo sua obrigação com os demais países membros de zelar pela manutenção do patrimônio comum. A melhoria da balança comercial será também a principal garantia para os bancos privados e outras instituições financeiras internacionais poderem tranquilizar-se a respeito dos empréstimos que se dispõem a conceder ao país, caso um acordo com o Fundo seja negociado. Deste modo, ao enfatizar a necessidade da melhoria da balança comercial, o FMI também estará mantendo intacta sua imagem de bom avalista junto à comunidade financeira internacional.

Estas são as regras do jogo do atual sistema econômico internacional. Certamente assimétricas, no sentido de que o ajuste é unilateralmente requerido dos países com déficits insustentáveis em transações correntes. De um ponto de vista global, entretanto, a cada déficit corresponde um superávit, já que o balanço de pagamentos do mundo está por definição em equilíbrio. Assim, se há déficits insustentáveis, os superávits que a estes déficits correspondem também serão insustentáveis. Mas tanto a arquitetura como a prática da atual ordem econômica internacional requerem que o ajuste se faça do lado dos países deficitários e não dos superavitários.

Os danos dessa assimetria seriam menores, caso o ajuste dos países deficitários se pudesse fazer exclusivamente através da combinação de um aumento das exportações com uma redução de importações supérfluas. É claro que se originalmente os recursos produtivos do país estivessem plenamente empregados, esta melhoria do balanço comercial somente poderia ser feita caso houvesse uma concomitante redução da demanda interna, que, por um lado, liberasse os recursos produtivos necessários para exportar mais e, por outro, permitisse importar menos bens supérfluos. O *custo do ajustamento* se expressaria então pelo tamanho da redução requerida na demanda interna.

Deve-se notar que este custo inevitavelmente ocorreria, mesmo que o ajuste fosse feito pelo lado dos países superavitários. Pois nesse caso o ajuste se daria através de um aumento da demanda interna nesses países, da qual presumivelmente resultaria um aumento das importações *dos* e uma redução das exportações *para* os países deficitários. Mas, caso já houvesse pleno emprego nesses últimos países, esta possibilidade de melhorar seus balanços comerciais apenas poderia transformar-se em realidade caso houvesse uma

concomitante redução da demanda interna, que permitisse, de novo, exportar mais e importar menos.

Não seria por aí, portanto, que a assimetria do processo de ajuste estaria impondo um ônus excessivo aos países deficitários. Entretanto, a atual ordem econômica internacional não só requer que o ajuste se faça exclusivamente do lado dos países deficitários, como impõe a esses países que o ajuste se faça rápido demais, oferecendo a esses países um financiamento compensatório insuficiente para lhes dar tempo de fazer suas exportações crescerem e suas importações diminuir, de uma forma compatível com a manutenção do nível interno de emprego.

Consideremos, por exemplo, o caso de um país cujas exportações estejam contidas devido a uma queda, temporária mas acentuada, da demanda externa e cujas importações não possam, de imediato, ser contraídas sem perda da produção interna. A curto prazo, este país só tem a alternativa de provocar uma recessão, como forma de ajustar suas contas externas. À queda da demanda interna não corresponderá assim um aumento de exportações ou uma redução das importações supérfluas, mas uma contração do nível de atividade e emprego. Com a recessão, menores serão as importações de bens complementares à produção doméstica, reequilibrando-se as contas externas. A demanda interna deve, neste caso, cair por um múltiplo do ajuste requerido no balanço de pagamentos, pois as importações só se reduzirão no montante requerido após uma contração acentuada do nível de atividade. Tal é o *ônus excessivo* imposto aos países deficitários pela forma de ajuste do balanço de pagamentos consagrada na atual ordem econômica internacional.

Para fixar idéias, consideraremos uma versão estilizada do caso brasileiro. A proposta apresentada aos credores é a de uma melhoria de US\$ 5,2 bilhões no balanço comercial entre 1982 e 1983. Suponhamos que a economia brasileira estivesse em pleno emprego em 1982 (uma suposição obviamente absurda, mas que, como veremos, está implícita no raciocínio do *staff* do FMI). Caso a demanda externa por nossos produtos fosse ampla e caso importássemos produtos supérfluos, poderíamos, por exemplo, contemplar um processo de ajuste reduzindo o gasto do governo em importações supérfluas em US\$ 3 bilhões e liberando para exportação um volume adicional da produção agrícola doméstica, no valor de US\$ 2,2 bilhões. Obviamente, o governo teria de conformar-se com a redução de seu gasto em US\$ 3 bilhões, enquanto que o setor privado teria de reduzir seu consumo em US\$ 2,2 bilhões, para evitar a emergência de um excesso de demanda no país. Ou seja, para melhorar o balanço de pagamentos em US\$ 5,2 bilhões, teríamos de contrair a demanda interna em US\$ 5,2 bilhões. Tal seria o custo do ajuste externo. Significativo, porém tolerável para uma economia cuja demanda agregada interna está na casa dos US\$ 320 bilhões por ano. O ajuste contemplado implicaria um empobrecimento dos brasileiros de não mais do que 1,5 por cento.

A realidade é, de fato, distinta. Pois o grosso do ajustamento se está fazendo, através do corte de importações, por via da recessão interna. Tipicamente, corta-se o investimento do governo, contraindo-se de imediato a importação de bens de capital. A esse corte do investimento corresponde complementarmente uma menor encomenda às

indústrias domésticas produtoras de bens de capital. Estas então despedem trabalhadores e reduzem seus pedidos de matérias-primas e produtos intermediários. Assim, a recessão propaga-se para o resto da economia, contraindo-se ao longo do processo as importações de bens intermediários e matérias-primas. No final da linha, pode-se calcular que o produto bruto cairá num valor três vezes maior do que a melhoria requerida no balanço comercial, ou seja, em US\$ 15,6 bilhões.<sup>1</sup> A demanda interna reduzir-se-á então num valor igual à soma da melhoria do balanço comercial (US\$ 5,2 bilhões) com a queda do produto (US\$ 15,6 bilhões). Ou seja, em US\$ 20,8 bilhões, algo em torno de 6,5 por cento de seu valor inicial. Um custo não só significativo mas até mesmo intolerável para uma economia em desenvolvimento como a brasileira.

Entretanto, com relação a esse *ônus excessivo* não se deve criticar exclusivamente o FMI. A culpa cabe à atual ordem econômica internacional, que não provê os recursos financeiros compensatórios necessários para evitar que o ajuste dos países deficitários se faça através de uma brutal contração de sua absorção e renda domésticas.

## O JOGO DO FMI

O FMI tem entretanto de ser criticado pelo fato de sua metodologia de trabalho induzir o país deficitário a fazer uma recessão, mesmo que essa não seja necessária para a desejada melhoria do balanço de pagamentos.

É que o *staff* do FMI toma como ponto de partida de sua análise a idéia de que se um país tem um problema do balanço de pagamentos é porque está “gastando além de seus meios”, ou seja, tem uma demanda interna que excede os recursos disponíveis localmente. É fundamental entender por que essa posição, à primeira vista razoável, pode ser extremamente enganosa. Consideremos um país que tenha um produto interno bruto de US\$ 320 bilhões, como o Brasil em 1982. Destes, cerca de US\$ 12 bilhões correspondem à renda de capitais externos, de modo que sobram US\$ 308 bilhões de produto nacional bruto. Então, se a demanda interna (igual à soma do consumo e investimento privados, mais gastos do governo) for igual a US\$ 322 bilhões, os US\$ 14 bilhões de excesso do gasto (dos residentes) sobre a renda (nacional) terão vindo do exterior, na forma de um saldo negativo do balanço de pagamentos em transações correntes. Se subtrairmos o consumo privado e o do governo do gasto dos residentes, sobra o investimento; subtraindo-os da renda nacional, sobra a poupança interna. De modo que a diferença entre o gasto (dos residentes) e a renda (nacional) pode expressar-se de forma equivalente como um excesso do investimento sobre a poupança interna. Nesse caso podemos dizer que uma poupança externa de US\$ 14 bilhões (conforme medido pelo

<sup>1</sup> Para os detalhes do cálculo, ver E. Bacha, “O Brasil e o FMI: Projeções Sombrias e Alguma Utopia”, PUC/RJ, março 1983, mimeo.

saldo negativo do balanço de pagamentos em conta corrente) cobriu o excesso do investimento sobre a poupança doméstica.

A partir destas identidades contábeis, a tentação se tem tornado irresistível para o *staff* do Fundo deduzir um enganoso preceito de política, a saber, que o caminho para a redução do déficit externo passa necessariamente por uma redução da demanda interna, ou, de forma equivalente, por um aumento da poupança interna. O programa econômico desenhado para o Brasil pelo FMI não deixa dúvidas a esse respeito. A *primeira* de suas metas é “... um aumento na poupança interna de 14,5% do PIB em 1982 para quase 16% em 1983 (...). Isto permitiria uma redução no déficit em conta corrente de 4,5% do PIB em 1982 para 2,2% em 1983”.<sup>2</sup>

Este enfoque, ao deslocar a atenção das contas do balanço de pagamentos propriamente dito (exportações, importações etc.) para as contas nacionais (poupança, investimento etc.), omite a possibilidade de que um país possa ter um déficit do balanço de pagamentos sem que exista um excesso de demanda interna sobre os recursos disponíveis. Entretanto, é fácil imaginar mais de uma situação, relevante na história econômica brasileira, em que tal seja o caso. Por exemplo, o agravamento da recessão mundial no ano passado restringiu de forma clara nossas exportações. A redução das exportações fez contrair o nível de atividade interna ao mesmo tempo que agravava o déficit externo. Passamos a conviver com mais desemprego e mais desequilíbrio externo. Seguramente, o excesso contábil do investimento sobre a poupança interna acentuou-se, já que a poupança terá caído junto com a renda interna, quando esta se reduziu face à perda dos mercados externos. Mas este excesso é ilusório, já que recursos internos agora deverão estar ociosos, na expectativa de uma recuperação econômica externa.

Considere-se alternativamente um caso típico na década de cinquenta, em que os produtos exportados ficavam “gravosos”, devido ao fato de que a desvalorização cambial não acompanhava a elevação dos custos internos. De novo, a redução das exportações forçava a ociosidade aos recursos domésticos, ainda que fosse por um problema de política interna de preços e não por falta de demanda externa, como no caso anterior.

Em ambos os casos há desemprego e déficit externo. Mas, de um ponto de vista econômico, em nenhum deles se pode dizer que há excesso de demanda. Contabilmente, ao déficit em transações correntes em ambos os casos corresponderá tanto um excesso do gasto dos residentes sobre a renda nacional como um excesso do investimento sobre a poupança doméstica. Entretanto, uma cura adequada para o problema em nenhum dos dois casos residirá numa contração da demanda interna ou elevação autônoma da poupança interna. No primeiro caso, o que se requer é uma retomada da expansão econômica internacional; no segundo, uma desvalorização da taxa de câmbio real. Ambos os movimentos provocarão, de forma induzida, uma elevação da demanda interna, a qual,

<sup>2</sup> Cf. apêndice de E. Galvêas, *A Crise Mundial e a Estratégia Brasileira de Ajustamento do Balanço de Pagamentos*, Brasília, Senado Federal, 23.3.83.

entretanto, será mais do que compensada pelo aumento da produção do país e, portanto, da poupança interna. Numa conseqüência -- importante do ponto de vista contábil, mas apenas curiosa, do ponto de vista econômico -- à melhoria do déficit externo corresponderá uma redução dos "excessos", seja da demanda interna sobre o produto, seja do investimento sobre a poupança interna.

Idealmente, ao invés de ficar manipulando identidades contábeis, o que o *staff* do FMI deveria tratar de verificar em primeiro lugar é se há ou não desemprego e capacidade ociosa nas indústrias potencialmente exportadoras e substituidoras de importação. Em segundo lugar, procurar determinar se essa ociosidade se deve a falta de demanda externa ou a falta de competitividade. E só então recomendar uma política de ajuste. Caso o problema seja de desemprego com falta de competitividade, a ênfase deveria recair sobre a taxa de câmbio, ou instrumentos conexos de controle das importações e promoção das exportações. Caso as indústrias estejam trabalhando a plena carga, a ênfase do programa teria de fato de ser na redução da demanda agregada interna. Caso o problema seja derivado de uma recessão econômica mundial, então deveria tratar-se de minimizar o ajuste e maximizar o financiamento, até que a economia mundial se recomponha. Obviamente, na prática, os três casos se misturarão, ainda que um deles possa tender a prevalecer. O problema é que o FMI sempre presume que o problema é de excesso de demanda e, portanto, sua recomendação principal tem sempre sido a de contrair a demanda agregada, especialmente a do setor público.

Não é preciso muito tirocínio para antever que esta opção metodológica é à prova de erro, se o único objetivo do programa é melhorar o balanço comercial. Pois *sempre* será verdade que a uma contração da demanda corresponderá uma melhoria do balanço comercial. No caso de excesso de demanda, com manutenção do nível de emprego. Nos outros dois, com o agravamento da situação econômica interna do país. Mas, para o FMI, parece tratar-se de um detalhe: o importante é garantir o retorno do dinheiro empatado.

## DO ENFOQUE MONETÁRIO À PRESSÃO POLÍTICA

Adotada a perspectiva de controle da demanda interna, resta escolher os instrumentos através dos quais esse controle será feito. Aqui cabe uma outra forte crítica aos economistas do FMI. Pois não é só que eles atuem como se o problema do balanço de pagamentos fosse devido a uma demanda interna excessiva. Eles também tendem, por um lado, a ignorar o potencial recessivo de medidas puramente fiscais, presumindo que o nível da demanda agregada seja exclusivamente determinado por variáveis monetárias. Por outro lado, tendem consistentemente a subestimar as previsões para a taxa de inflação durante o período de ajuste, aparentemente como forma de colocar o governo local sob pressão para que adote as medidas "impopulares" que o FMI entende ser necessárias para conseguir uma efetiva redução da inflação.

Esta postura é bem ilustrada no caso do programa para o Brasil. Nele, o FMI insiste numa enorme redução do financiamento ao setor público, enquanto que, pelo menos na primeira das cartas de intenções, concorda com metas monetárias que seriam apenas medianamente contracionistas, caso as projeções para a inflação, no programa, tivessem algum grau de realismo.

A postura metodológica do FMI está ligada ao “enfoque monetário do balanço de pagamentos”, o qual, diga-se de passagem, parece ter sido ali mesmo inventado, por J. J. Polak, na década de cinquenta. Embora sejam muitos os refinamentos teóricos, na prática os “exercícios financeiros” do Fundo podem ser entendidos com um exemplo simples. A âncora do enfoque é a presunção de que exista uma relação estável entre a demanda por moeda e a demanda por bens. Assim, quanto maior for a demanda por bens, maior será a demanda por moeda. Mais especificamente, a idéia é que a maior demanda por bens somente poderá materializar-se caso a demanda por moeda também possa ser satisfeita. Então, se se controla a oferta de moeda, pode-se controlar a demanda por bens. Mas há dois problemas para controlar a oferta de moeda. O primeiro deriva do fato de que ela é, em parte, um item do passivo das autoridades monetárias (a chamada base monetária), mas, em parte, é determinada pelos bancos comerciais (na forma de depósitos à vista). Entretanto, é de se presumir que a expansão dos depósitos bancários possa, em princípio, ser controlada pelas autoridades monetárias, através de instrumentos convencionais, como o compulsório e o redesconto, ou não convencionais, como os limites ao crédito bancário. O segundo problema é que a “base monetária” não está de fato sob controle das autoridades monetárias, caso estas estejam simultaneamente fixando o valor da taxa de câmbio e, nos limites das regras de controle cambial existentes, garantindo a conversibilidade entre a moeda estrangeira e a moeda nacional.

Assim, uma operação de exportação com pagamento à vista, no montante de, digamos, US\$ 10 milhões, levará simultaneamente a um aumento neste valor das reservas internacionais das autoridades monetárias e a uma elevação correspondente de Cr\$ 6 bilhões na oferta de moeda, na forma de depósitos à vista dos exportadores junto ao Banco do Brasil, caso a taxa de câmbio fixada para o dólar seja de Cr\$ 600,00.

Entretanto, se as autoridades monetárias não podem controlar a base monetária, elas podem em princípio controlar o crédito que estendem às atividades econômicas internas, ou seja, suas operações ativas domésticas, conforme ilustrado no balancete simplificado na pág. 12.

Assim, admitindo a constância do passivo não-monetário, caso o crédito doméstico esteja sob controle a base monetária se expandirá apenas quando haja expansão das reservas internacionais.<sup>3</sup> Mas se as reservas se expandem, isto indica que a situação externa

<sup>3</sup> Note-se, entretanto, que este suposto da constância do passivo não monetário justifica-se para Autoridades Monetárias “clássicas”, mas não no caso do Brasil. Aqui, esses passivos incluem um valor de depósitos em dólares do setor privado superior ao próprio valor da base monetária. Assim, a base pode expandir-se ou contrair-se de forma não perfeitamente controlável pelas Autoridades Monetárias.

## BALANCETE DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS

Ativo	Passivo
<p>Ativos externos líquidos (em moeda estrangeira)</p> <p>Ativos domésticos (crédito doméstico):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— ao governo</li> <li>— ao setor privado</li> <li>— ao setor bancário</li> <li>— outros</li> </ul>	<p>Passivo não monetário</p> <p>Base monetária:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— papel-moeda em circulação</li> <li>— depósitos dos bancos comerciais</li> <li>— depósitos à vista</li> </ul>

do país está melhorando, portanto se justifica que a demanda interna possa aumentar e assim que, nessas circunstâncias, se deva permitir um aumento da oferta de moeda. De maneira similar, se a situação externa do país estiver se deteriorando, as reservas internacionais deverão cair. Nessas circunstâncias, entretanto, é conveniente deixar a oferta de moeda contrair-se, para conter a demanda interna, já que esta parece ser excessiva, pois de outro modo as reservas internacionais do país não se estariam esvaindo.

É este o raciocínio que está por detrás do “enfoque monetário do balanço de pagamentos” do FMI. É o que o leva à conclusão de que o crédito doméstico líquido das autoridades monetárias é o instrumento mais eficaz para controlar a demanda interna, de uma forma consistente com a manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos.

O ponto importante a ressaltar é que, na visão do FMI, uma vez controlado o crédito doméstico das autoridades monetárias, está controlada a demanda interna. Pode-se então fazer a seguinte marcha à ré. Primeiro estabelece-se um quadro que se crê factível para o balanço de pagamentos do país durante o período do programa de ajuste. Determina-se, então, o limite para o déficit em conta corrente. Dada uma previsão exógena para o produto interno bruto, fixa-se dessa forma a magnitude a que se deve limitar a demanda agregada interna. Faz-se então uma previsão para a taxa de inflação, a qual, em princípio, tem de ser declinante, para garantir a respeitabilidade do programa. Determina-se, assim, o valor nominal da demanda interna. Utiliza-se, então o suposto de uma demanda estável de moeda, fixando-se portanto a quantidade de moeda consistente com o dado nível de demanda agregada. Faz-se, a seguir, uso da relação existente entre a base monetária e a oferta de moeda para estimar-se de quanto a base deve expandir-se. Subtraindo-se, finalmente, a estimativa da variação das reservas internacionais, obtém-se, através do balancete das autoridades monetárias antes exposto, o limite que deve ser estabelecido para o crédito doméstico.

---

rias, dependendo das variações da preferência do público por manter depósitos em dólares ou em cruzeiros nas Autoridades Monetárias.

Uma ilustração da aplicação desse método está na segunda carta de intenções submetida pelo governo brasileiro ao FMI, em 24 de fevereiro. Ali se diz que: “Os limites dos ativos líquidos internos das autoridades monetárias ( . . . ) foram revistos à luz da nova e mais elevada estimativa da taxa de inflação e dos dados agora disponíveis para 31 de dezembro de 1982. Os ativos líquidos internos, que em 31 de dezembro de 1982 totalizavam Cr\$ 5.122 bilhões, não excederão Cr\$ 6.150 bilhões durante o trimestre até 31 de março de 1983; Cr\$ 6.150 bilhões durante o trimestre até 30 de junho de 1983; Cr\$ 7.950 bilhões durante o trimestre até 30 de setembro de 1983; e Cr\$ 8.300 bilhões durante o trimestre até 31 de dezembro de 1983”. Ou seja, prevê-se uma expansão do crédito interno de 62 por cento ao longo do ano, para uma taxa esperada de inflação, no programa, de 85-90 por cento. Deve-se notar que houve um considerável endurecimento dos critérios monetários entre a primeira e a segunda cartas, pois na carta de 6 de janeiro previa-se uma expansão do crédito interno de 65,7 por cento, para uma previsão de inflação de 70 por cento, em 1983. Isto implicaria uma contração do crédito em termos reais de apenas 2,5 por cento. Já na segunda carta, a contração projetada do crédito real é de 13,6 por cento, entre dezembro de 1982 e dezembro de 1983.

Esse endurecimento dos critérios monetários é ilustrativo do comportamento intrusivo do FMI em aspectos da economia brasileira que não estão no âmbito de suas atribuições. É, que, especialmente depois da mádesvalorização de fevereiro, estava ficando patente que a taxa de inflação em 1983 iria superar a de 1982. Parece ser uma maldição para a diretoria do FMI constatar que a inflação se esteja acelerando num país sob sua batuta. A resposta veio na forma de um critério de desempenho monetário muito mais rigoroso que antes, como instrumento de pressão para forçar a adoção das medidas “impopulares”, especialmente na área da política salarial, que o FMI (e muito provavelmente também a atual equipe econômica) entende serem necessárias para reduzir a taxa de inflação.

O FMI reconhece o caráter “político” das medidas destinadas a reduzir a inflação brasileira e sobre elas evita, pelo menos de público, pronunciar-se. No que faz bem. Entretanto, também não lhe cabe passar julgamento sobre a taxa de inflação que vigore num país com problema de balanço de pagamentos. Desde que o país apresente um programa de ajuste consistente com a melhoria do balanço de pagamentos, os limites ao crédito interno deveriam, em primeiro lugar, fixar-se em função de uma previsão realista da taxa de inflação; em segundo lugar, serem reduzidos ou aumentados ao longo do ano, conforme a taxa observada de inflação fosse menor ou maior do que previsto no programa.

O FMI, entretanto, em seu dogmatismo, não pode acomodar-se com a idéia de que não seja de sua alçada determinar a taxa de inflação do país. Assim é que não só estabelece, como a *segunda* das metas do programa para o Brasil, “um declínio substancial na taxa de inflação”, mas, o que é pior, acentua de uma forma drástica o aperto monetário quando observa que a taxa de inflação de fato não irá declinar em 1983.

## A QUESTÃO FISCAL

Chegamos, por fim, à questão fiscal. Não há nada na lógica do “enfoque monetário” que justifique uma atenção especial às contas do governo. Ao longo de sua experiência com planos de estabilização, entretanto, o *staff* do FMI foi chegando à conclusão de que não haveria como as autoridades monetárias controlarem a expansão do crédito interno total, a menos que houvesse um controle paralelo do crédito por elas estendido ao governo. De uma forma quicá inocente, apenas para reforçar os instrumentos de controle do crédito interno, foram-se então introduzindo, nos critérios de desempenho, limites específicos aos créditos concedidos pelas autoridades monetárias ao governo. Progressivamente, estes limites passaram a ganhar vida própria, justificando-se como uma forma de garantir um tratamento equânime para o setor privado em programas de estabilização. Pois, se se controlasse o crédito total, mas não aquele dirigido ao governo, todo o corte recairia sobre o setor privado. É preciso notar que, ao percorrer este caminho, o FMI também estava entrando em seara fora de sua competência, a saber, os critérios nacionais de divisão do crédito disponível entre os setores públicos e privado da economia. Mas, uma vez aberta a porta, o arrombamento foi inevitável, especialmente depois que a “magia do mercado” passou a reinar na Casa Branca e o *crowding out*, em Wall Street.

Quando ao lado do princípio teórico do controle do crédito interno emerge o postulado ideológico do controle do governo, não mais basta limitar o acesso do governo central aos cofres das autoridades monetárias. É preciso limitar o acesso de todo o setor público a qualquer tipo de crédito. Daí que, em anos recentes, emergja uma nova estrela nos programas de estabilização do FMI, a saber, a necessidade de financiamento do setor público (NFSP).

Este, entretanto, é um conceito que o *staff* do FMI ainda lida com muito menos familiaridade que, por exemplo, com o crédito interno das autoridades monetárias. Que esta inexperiência pode ter conseqüências danosas é bem ilustrado no caso brasileiro. À primeira vista, o de que se trata é de evitar o *crowding out* financeiro, ou seja, a expulsão do setor privado pelo setor público no mercado de crédito interno. Supostamente, ao estabelecer-se um limite para o crédito interno líquido das autoridades monetárias, fica de alguma forma determinado o limite da tomada de empréstimos por parte do setor público que é consistente com a manutenção de taxas constantes de juros no mercado financeiro interno. Entretanto, o FMI não tem um “exercício financeiro” para calcular esse limite. Ao observarmos os planos de estabilização recentemente implantados pelo FMI na América Latina, na verdade podemos deduzir uma regra de bolso que parece dizer: “meçam quanto é, e cortem-no pela metade”. Assim, na Argentina, a NFSP foi calculada em 14 por cento do PIB em 1982; o programa do FMI requer que ela seja reduzida para 8 por cento em 1983. No Brasil, o cálculo do FMI indicou uma NFSP de 16,9 por cento do PIB em 1982; o programa requer que este valor caia para 8,8 por cento em 1983. No Chile, a NFSP foi estimada em 4 por cento do PIB em 1982; o plano do

FMI estima uma redução para 2 por cento em 1983. No México, o FMI requer uma redução da NFSP de 16,5 por cento do PIB em 1982 para 8,5 por cento em 1983.

Esta indicação de que a NFSP é tratada de forma quase leviana nos planos do FMI é reforçada por uma análise mais detalhada do caso brasileiro, feita a seguir. Na verdade, o objetivo parece ser não o de evitar o *crowding out*, mas sim o de praticamente eliminar a presença do setor público no mercado interno de crédito, conforme indicam os números minúsculos para a razão NFSP/PIB que estão previstos para o terceiro ano nos programas de ajuste na Argentina, Brasil, Chile e México. Não queremos passar julgamento sobre se esse objetivo é ou não meritório. O que queremos enfatizar é que não cabe ao FMI decidir sobre esse assunto de política interna.

Entretanto, minimamente o que se requer é uma atenção para as conseqüências reais, não somente as financeiras, dessa compressão da NFSP. É certo que, numa perspectiva monetarista extrema, as conseqüências serão apenas distributivas — mais setor privado, menos setor público — e não agregativas, já que o nível de atividade estaria regulado pela oferta de moeda e não pela NFSP. Trata-se, entretanto, de uma posição extremada e certamente não justificada pela experiência brasileira, onde as variáveis fiscais parecem afetar o nível de demanda agregada, de forma independente e complementar à quantidade de moeda.<sup>4</sup>

Este problema é grave porque, em nível dos critérios de desempenho, a necessidade de financiamento do setor público é fixada em termos nominais (e não como uma proporção do PIB nominal, que é a forma em que ele é popularmente divulgado). No caso brasileiro, podemos dividir a NFSP em dois grandes componentes:

$$\text{NFSP} = \begin{array}{l} \text{déficit público} \\ \text{propriamente dito} \end{array} + \begin{array}{l} \text{juros nominais e correção monetária da} \\ \text{dívida pública.} \end{array}^5$$

Infelizmente, só os técnicos do FMI e os do Banco Central (uma confraria à qual, recentemente, também se incorporaram os economistas dos bancos credores) têm acesso às contas que compõem a NFSP. Os economistas brasileiros, como o resto da população, temos de procurar adivinhar o que está acontecendo. A julgar por um documento submetido aos bancos em dezembro em Nova Iorque, metade da NFSP calculada pelo FMI corresponde ao déficit público propriamente dito e a outra metade aos juros nominais e correção monetária da dívida pública. Em princípio os diversos componentes da NFSP crescem com o nível de preços. Em particular, a menos que ocorra uma desindexação muito acentuada, em 1983 a soma dos juros nominais com a correção monetária da

<sup>4</sup> Por exemplo, no modelo econométrico para a economia brasileira, desenvolvido na PUC/RJ por Eduardo Modiano, a elasticidade da demanda agregada com respeito à oferta de moeda tem o mesmo valor que aquela em relação aos gastos do governo, sendo ambas iguais a 0,23.

<sup>5</sup> Estranhamente, o FMI não parece incluir a correção monetária da dívida das empresas estatais na NFSP por ele calculada para o Brasil.

dívida pública deverá alcançar um valor igual a pelo menos duas vezes seu valor em 1982. Não obstante, o FMI determinou e o governo assinou o compromisso de que em 1983 a NFSP terá, *em valores nominais*, praticamente o mesmo valor que em 1982. Isto significa que o déficit público propriamente dito terá de reduzir-se a zero, ou mesmo tornar-se negativo (isto é, transformar-se num superávit). Ou seja, um montante de demanda correspondente a cerca de 8,5 por cento do PIB (o valor do déficit público propriamente dito em 1982, segundo o FMI) seria retirado do fluxo de renda. Não é preciso ser um fiscalista fanático para compreender o que tamanha contração fiscal significará em termos de redução do nível de atividade e do emprego.

Seguramente, a valer a carta de 24 de fevereiro, estamos à beira de uma recessão de proporções descomunais na economia brasileira nos próximos meses. Fica claro, por outro lado, que não basta fazer ajustes marginais nessa carta de intenções para evitar tal recessão. Dois exercícios aritméticos simples sugerem a magnitude das correções requeridas. Partamos de uma estimativa conservadora para a inflação este ano: 150 por cento. Neste caso, mantendo o nível de contenção monetária expresso na primeira carta de intenções, ou seja, uma contração creditícia em termos reais de 2,5 por cento, concluímos que o limite para a expansão do crédito interno das autoridades monetárias até 31 de dezembro deste ano deveria passar dos Cr\$ 8,3 trilhões da segunda carta de intenções para Cr\$ 13,1 trilhões. Portanto, um aumento de 57 por cento. No caso da NFSP, admitimos uma queda substancial do déficit público propriamente dito, de 8,5 para 4,2 por cento do PIB. Calculando, como o FMI, uma queda do PIB de 3,5 por cento em 1983, concluímos que o limite nominal da NFSP deveria alcançar em 31 de dezembro de 1983 o valor de Cr\$ 16,1 trilhões, em contraste com os Cr\$ 8,8 trilhões especificados na segunda carta de intenções. Portanto, um aumento de 83 por cento<sup>6</sup>. Nestas condições — triste consolo — se poderia evitar uma recessão ainda maior do que aquela que vimos experimentando. Alternativas que permitam uma efetiva recuperação da economia não estão, certamente, contempladas no atual processo de renegociação de nossa dívida externa.

## SUMÁRIO

1) O FMI tem de zelar por seu patrimônio e por sua imagem junto à comunidade financeira internacional. Por isso, é razoável que insista em que o objetivo fundamental de um programa de ajuste com ele acordado seja uma melhoria do balanço comercial.

<sup>6</sup> Esses cálculos tomam como base as estimativas apresentadas na segunda carta para os valores dos ativos internos líquidos das Autoridades Monetárias (Cr\$ 5,1 trilhões) em 31 de dezembro de 1982, e para as necessidades líquidas de financiamento do setor público não financeiro (Cr\$ 8,7 trilhões) em 1982. À medida que estes valores sejam revistos, também deveriam ser correspondentemente alterados os respectivos limites fixados para 1983.

2) As regras do jogo da atual ordem econômica internacional são assimétricas, no sentido de que, dos países deficitários, se requer uma política de ajuste, enquanto que os países superavitários podem adotar uma atitude de indiferença em relação a seus saldos em conta corrente.

3) A atual ordem econômica internacional não só requer que o ajuste se faça exclusivamente do lado dos países deficitários, como impõe a esses países que o ajuste se faça rápido demais. Ou seja, não provê esses países com um financiamento compensatório suficiente, que lhes dê tempo para fazer suas exportações crescerem e suas importações diminuïrem, de uma forma compatível com a manutenção do nível interno de emprego.

4) No caso brasileiro, se fosse possível manter o nível de emprego, o ajuste contemplado para a balança comercial em 1983 exigiria uma redução da demanda interna de US\$ 5,2 bilhões, ou seja, uma redução de não mais que 1,6 por cento em relação aos valores atingidos em 1982.

5) Caso, entretanto, o ajuste seja feito exclusivamente pela via recessiva, o produto interno bruto terá de cair em quase 5 por cento e o gasto interno terá de reduzir-se em 6,5 por cento.

6) Com relação a esse ônus excessivo não se deve criticar exclusivamente o FMI, exceto pelo fato de ele ser um dos principais agentes de uma ordem econômica internacional que não dispõe dos mecanismos apropriados para evitar que o ajuste dos países deficitários tenha de ser feito através de uma brutal contração de sua renda interna.

7) O FMI tem de ser criticado pelo fato de sua metodologia de trabalho induzir o país deficitário a fazer uma recessão mesmo que ela não seja necessária para a desejada melhoria do balanço de pagamentos. É que o *staff* do FMI toma como ponto de partida de sua análise a idéia de que se um país tem um problema de balanço de pagamentos é porque está “gastando além de seus meios”, ou seja, tem uma demanda interna que excede os recursos disponíveis localmente.

8) É fácil imaginar mais de uma situação em que tal não seja o caso. Por exemplo, o agravamento da recessão mundial no ano passado restringiu de forma clara as exportações brasileiras. Passamos então a conviver com mais desemprego e mais desequilíbrio externo. Já na década de cinquenta, os produtos exportados freqüentemente se tornavam “gravosos”, devido ao fato de a desvalorização cambial não acompanhar a elevação dos custos internos. De novo, a redução das exportações forçava a ociosidade dos recursos domésticos, ainda que fosse por um problema de política interna de preços e não por falta de demanda externa, como no caso anterior.

9) A obtusidade do FMI a este respeito é, entretanto, à prova de erro, se o único objetivo do programa é melhorar a balança comercial. Pois sempre será verdade que a uma contração da demanda interna corresponderá uma melhoria do balanço comercial.

10) É o “enfoque monetário do balanço de pagamentos” que leva o FMI à conclusão de que o crédito doméstico líquido das autoridades monetárias é o instrumento mais eficaz para controlar a demanda interna, de uma forma consistente com a manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos.

11) O FMI não deve ser criticado somente porque presume que um problema do balanço de pagamentos esteja sempre associado a um excesso de demanda interna. Há dois problemas adicionais. Primeiro, sua perspectiva teórica é exclusivamente monetarista e desconsidera o potencial recessivo de uma contração puramente fiscal. Por outro lado, o FMI tende consistentemente a subestimar as previsões para a taxa de inflação durante o período de ajuste, aparentemente como forma de colocar o país sob pressão para que adote as medidas “impopulares” que o FMI entende serem necessárias para conseguir uma efetiva redução da inflação.

12) Esta postura do FMI é bem ilustrada no caso do programa brasileiro. Nele, o FMI insiste numa enorme redução do déficit do setor público, enquanto que, pelo menos na primeira carta de intenções, concorda com metas monetárias que seriam apenas medianamente contracionistas, caso as projeções para a inflação tivessem algum grau de realismo.

13) No caso brasileiro, houve um considerável endurecimento dos critérios monetários entre a primeira e a segunda carta de intenções. Este endurecimento foi seguramente devido à aceleração da inflação no final de 82 e início de 83. Ele é ilustrativo do comportamento intrusivo do FMI em aspectos da economia brasileira que não estão no âmbito de suas atribuições. Mas o FMI não tem um mandato que o autorize a vedar a um país acesso aos recursos do Fundo porque sua inflação se tenha acelerado.

14) Não há nada na lógica do “enfoque monetário” que justifique uma atenção especial do FMI às contas do governo. Entretanto, especialmente depois que a “magia do mercado” passou a reinar na Casa Branca e o *crowding out*, em Wall Street, o FMI alegremente incorporou a necessidade de financiamento do setor público (NFSP) aos critérios de desempenho requeridos do país, no mesmo nível de importância que os tradicionais limites ao crédito doméstico das autoridades monetárias.

15) Ao contrário do crédito doméstico, cujos limites são estabelecidos através de um “exercício financeiro” tecnicamente sólido, os limites para a NFSP parecem ser estabelecidos de uma forma totalmente *ad hoc* pelo FMI. Quatro planos de estabilização recentemente implantados na América Latina pelo FMI sugerem que essa organização adota uma regra de bolso: “meçam quanto é, e cortem-no pela metade”.

16) O objetivo parece ser não o de evitar o *crowding out* financeiro do setor privado, como é comumente apregoado, mas o de praticamente eliminar a presença do setor público no mercado interno de crédito. Mas não foi em Bretton Woods que se decidiu que o FMI deveria ser o paladino da desestatização no Brasil.

17) Independentemente deste aspecto ideológico, o FMI não parece levar em conta as conseqüências reais da compreensão da NFSP. Este problema é muito grave no caso brasileiro, pois o que o FMI requer é uma redução da razão do déficit do setor público sobre o PIB de 8,5 pontos percentuais, entre 1982 e 1983. Não é preciso ser um fiscalista fanático para compreender o que tamanha contração fiscal significará em termos de redução do nível de atividade e do emprego.

18) Dois exercícios aritméticos sugerem a magnitude das correções exigidas na

segunda carta de intenções, para evitar um aprofundamento da recessão no país. Os limites para a expansão do crédito interno das autoridades monetárias precisa ser aumentado em 57 por cento. Já a necessidade de financiamento do setor público deve ter seu limite expandido em 83 por cento.

#### ABSTRACT

This note is an attempt at providing a background for understanding some problems of the negotiations between Brazil and the IMF.

The rules of the adjustment game under the current international economic order are discussed first. Then an evaluation is made of the role played by the Fund, and of its tendency to "overkill" in the drawing of adjustment programs. Examples of this are provided by an analysis of the second letter of intent submitted by Brazil to the Fund.