

TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA  
Nº 64

As Negociações Financeiras In-  
ternacionais do Brasil Pós-FMI

José Cláudio Ferreira da Silva  
e  
Maria Helena T. T. Horta

Fevereiro de 1984

Tiragem: 120 exemplares

Trabalho elaborado em: 1984

Instituto de Pesquisas do IPEA  
Instituto de Planejamento Econômico e Social  
Avenida Presidente Antonio Carlos, 51 - 13º/17º andar  
20.020 Rio de Janeiro RJ  
Tel.: (021) 210-2423

Este trabalho é da inteira e exclusiva responsabilidade de seus autores. As opiniões nele emitidas não exprimem, necessariamente, o ponto de vista da Secretaria de Planejamento da Presidência da República.

## SUMÁRIO

	Pág.
1. Introdução.....	01
2. Aspectos Teóricos.....	02
3. A Primeira Rodada de Negociações.....	08
3.1. O Programa de Financiamento Externo.....	09
3.2. As Definições dos Critérios de Desempenho.....	10
3.3. A Abdicação ao Comando da Política Econômica...	15
3.4. As Metas Estabelecidas e sua Inviabilidade.....	18
4. A Segunda Rodada de Negociações.....	23
4.1. O Novo Programa Financeiro.....	24
4.2. A Redefinição dos Critérios de Desempenho.....	26
4.3. Novas Metas e Novos Prazos.....	28
5. Principais Conclusões.....	33

José Cláudio Ferreira da Silva\*  
Maria Helena T. T. Horta\*\*

## 1. Introdução

Muito se tem falado e escrito sobre os acordos financeiros internacionais que o governo brasileiro tem estabelecido desde que aflorou a crise internacional, precipitada pela moratória mexicana. <sup>(1)</sup> Rompimento dos acordos com o FMI, <sup>(2)</sup> moratória unilateral e <sup>(3)</sup> negociações governo a governo são algumas das sugestões comumente encontradas, todas elas de alguma forma justificáveis diante da recessão econômica que se instalou no país. Quase todos os trabalhos sobre o assunto partem dos resultados econômicos observados para formular sugestões, sem analisar com mais cuidado as negociações propriamente ditas.

Esse artigo pretende auxiliar no preenchimento dessa lacuna. Na seção seguinte procura-se revisar, sem maiores preocupações críticas, o "enfoque monetário do balanço de pagamentos", mostrando como ele pode ser derivado das identidades básicas da contabilidade nacional e como, aplicado a países em crise de balanço de pagamentos, necessariamente conduz à recessão econômica.

Ver  
na  
SUMÁRIO  
NA  
PÁGINA

(1) Os autores agradecem a Eustáquio Reis, Michal Gartenkraut e Milton da Mata por comentários a versões preliminares deste artigo.

\* Do IPEA/INPES e da FCE/UERJ.

\*\* Do IPEA/INPES.

Na terceira seção descreve-se o que foi a primeira rodada de negociações, que se estendeu de dezembro de 1982 até fevereiro de 1983, incorporando a proposta de quatro projetos apresentada em dezembro aos bancos internacionais, a Carta de Intenções e o Memorando Técnico de Entendimentos de 06 de janeiro e o Adendo de 24 de fevereiro.

Na quarta seção repete-se a análise, agora para a segunda rodada de negociações, de junho de 1983 até janeiro de 1984, compreendendo a Carta de Intenções e o Memorando Técnico de 15 de setembro, o Adendo de 14 de novembro, os acertos no Clube de Paris e as negociações com os bancos oficiais de comércio exterior dos países industrializados e com os bancos privados.

A última seção destina-se às conclusões do trabalho.

## 2. Aspectos Teóricos

Como se sabe o FMI adota, como fundamentação teórica dos programas de estabilização que orienta, o enfoque monetário do balanço de pagamentos, surgido na década de 50 mas popularizado somente após mais de uma década. Vejamos, resumidamente, a essência de tal enfoque, começando por algumas identidades básicas da contabilidade nacional, das quais ele pode ser derivado.

O dispêndio agregado dos residentes de um país é idêntido à soma das despesas totais com <sup>1</sup>consumo, com <sup>2</sup>investimento e em <sup>3</sup>gastos governamentais, ou seja:

$$DA \equiv C + I + G$$

(1)

Deste dispêndio agregado, parte é realizado em produto doméstico e o restante em bens e serviços importados, de modo que o dispêndio agregado dos residentes apenas em produto nacional define-se como:

$$DN \equiv DA - M \equiv C + I + G - M$$

(2)

Porém, assim como ocorrem importações, acontecem exportações de bens e serviços, que representam dispêndios de não-residentes no país em produto nacional. A soma dos dispêndios em produto nacional dos residentes com os dos não-residentes é idêntico ao produto nacional bruto:

$$PNB \equiv DN + X \equiv C + I + G + (X - M) \equiv DA + (X - M)$$

(3)

Alternativamente, a soma do dispêndio agregado com as exportações líquidas de bens e serviços (ou, equivalentemente, com o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos) identifica o Produto Nacional Bruto.

Então:

$$PNB - DA \equiv X - M$$

(4)

Da identidade (4) conclui-se que a ocorrência de déficit na conta de transações correntes do balanço de pagamentos identifica-se com a existência de excesso de dispêndio agregado em relação ao PNB.

Artigo  
Auditoria

Em princípio, esse dispêndio excedente pode ser financiado através de <sup>1</sup> investimentos estrangeiros no país, da <sup>2</sup> elevação da dívida externa ou da <sup>3</sup> redução das reservas internacionais. Mas somente quando ocorre redução permanente das reservas internacionais surge, a rigor, problema de balanço de pagamentos. Analisando isoladamente, apenas por razões didáticas, o caso de um país que financia a totalidade de seu déficit em conta corrente por meio de redução de reservas, tem-se:

$$X - M \equiv \Delta RI \quad (5)$$

Substituindo em (3):

$$PNB \equiv C + I + G + \Delta RI$$

$$\Delta RI \equiv PNB - C - I - G$$

$$\Delta RI \equiv PNB - C - T - I + (T - G)$$

$$\Delta RI \equiv (S - I) + (T - G) \quad (6)$$

onde S é a poupança privada e T a receita do governo.

Então, ao reduzirem-se as reservas internacionais ( $\Delta RI < 0$ ), ou o setor privado investiu mais do que poupou, ou o governo gastou mais do que arrecadou, ou ambos. Porém, a redução das reservas internacionais, corresponde idêntica redução, apenas que em moeda nacional, da base monetária: as operações com divisas geram operações em moeda nacional entre o banco central e os residentes no país. Essa contração da base monetária, eleva as taxas de juros desestimulando investimentos e consumo privado, logo reduzindo o dispêndio agregado, até reequilibrar o balanço de pagamentos.

Assim, sempre que surgisse um déficit de balanço de pagamentos, devido a qualquer choque externo (elevação dos preços de petróleo ou das taxas internacionais de juros, por exemplo) ou interno (uma má safra agrícola que reduzisse as exportações ou existisse maiores importações, por exemplo), desencadear-se-ia um mecanismo de ajuste automático que, via redução do dispêndio agregado, restabeleceria o equilíbrio do balanço de pagamentos.

Se esse ajuste automático não ocorreu e o desequilíbrio externo deixou de ser apenas um fenômeno temporário, adquirindo características de desajuste permanente, significa que o governo compensou a redução da base monetária gerada pela queda das reservas internacionais com elevação de crédito doméstico, fazendo com que a base monetária retornasse aos seus níveis iniciais. O balancete consolidado convencional da autoridade monetária (Tabela 1) auxilia a compreensão do fenômeno.

Tabela 1

Balancete Consolidado da Autoridade Monetária

Ativo	Passivo
Reservas Internacionais	Base Monetária
Crédito Doméstico	

Por definição:

$$RI + CD \equiv BM$$

(7)



De onde:

$$\Delta CD \equiv \Delta BM - \Delta RI \quad (8)$$

Ou seja, a variação do crédito doméstico concedido pelas autoridades monetárias é idêntica ao resultado da variação da base monetária menos a variação das reservas internacionais.

Chegamos ao primeiro critério de desempenho utilizado pelo FMI nos seus programas de estabilização: o controle das variações do crédito doméstico das autoridades monetárias. Ao controlar  $\Delta CD$ , o FMI exige que quedas das reservas internacionais ( $\Delta RI < 0$ ) sejam acompanhadas de reduções da base monetária, não permitindo o surgimento de excesso de dispêndios.

O segundo critério de desempenho utilizado pelo FMI, o controle da evolução das necessidades de financiamento do setor público, deriva-se fundamentalmente da filosofia antiestatizante da instituição. Ao controlar o dispêndio agregado via controle creditício e monetário, o ajuste recai sobre os investimentos e o consumo privado, variáveis sensíveis a oscilações das taxas de juros. Para evitar que todo o ajuste recaia apenas sobre o setor privado ou, segundo crença muito difundida entre os técnicos do FMI, auxiliar o processo de ajuste sem que ocorra um crowding-out financeiro, o Fundo passa a controlar, também, o crescimento dos gastos públicos, geralmente a variável "eleita" como a causadora de todos os males.

Esses são os dois critérios básicos de controle das economias sob supervisão do Fundo. Os demais critérios de desempenho

(as variações da taxa de câmbio, o saldo global do balanço de pagamentos e o endividamento externo líquido) objetivam garantir as condições de longo prazo — <sup>1</sup>geração de competitividade para as exportações, <sup>2</sup>formação de reservas internacionais e <sup>3</sup>controle da dívida externa — necessárias à estabilidade das contas externas do país.

Obviamente, e isso já ficou bastante claro, qualquer programa de estabilização orientado pelo FMI é recessivo ao enfatizar a redução do dispêndio agregado como a medida chave para o ajuste. Trajetórias alternativas de ajustamento que permitissem alterações estruturais dos perfis de dispêndio agregado — via melhor distribuição da riqueza e da renda — e de oferta da economia — visando menor dependência de insumos importados — não são contempladas nas avaliações do Fundo. Mas isso não é razoável supor que alguém esperasse, diante da postura por demais conhecida da instituição.

Ao exigir um estrito controle fiscal, o resultado poderia ser, numa concessão aos monetaristas, a queda das taxas de juros e o aumento do investimento privado, reduzindo o crowding-out. Mas, ao estabelecer também um rígido controle monetário, paralelamente ao "enxugamento" fiscal ocorre um "enxugamento" monetário e crédito. O resultado é uma diminuição de dispêndio agregado via redução de gastos públicos não compensada por aumento de despesa privada.

Porém uma nova questão na história do FMI é a simultaneida de de muitos programas de ajustamento. Um grande número de países contraindo seus dispêndios, logo reduzindo importações, faz com que se ampliem os desequilíbrios externos de todos, exigindo ainda maiores contrações. Se apenas um pequeno grupo de países desenvolve programas de estabilização, seus cortes de dispêndios pouco influenciam o resto do mundo. Ao generalizar-se a crise, a aplicação do mesmo remédio para todos pode agravá-la ao invés de resolvê-la. As transações comerciais a nível mundial são um jogo de soma zero e se os países superavitários não aceitarem transformar-se em deficitários (implementando políticas protecionistas, como tem ocorrido), o resultado será a recessão generalizada.

### 3. A Primeira Rodada de Negociações

Como já estabelecido na parte introdutória deste trabalho, consideramos como incluídas na primeira rodada, todas as negociações que se estenderam desde a divulgação da decisão de recorrer ao FMI, em dezembro de 1982, até à aprovação, pelo board do Fundo, do programa de estabilização acordado com o Brasil, em fevereiro de 1983. Fazem parte desse período a proposta de financiamento apresentada em 20 de dezembro aos maiores bancos credores, a Carta de Intenções e o Memorando Técnico de Entendimentos encaminhados ao FMI em 06 de janeiro e o Adendo à Carta de Intenções <sup>(2)</sup> datado de 24 de fevereiro, alguns dias após a maxidesvalorização cambial que o justificou.

(2) Todos esses documentos e mais a Avaliação Técnica do FMI data da de 06 de junho de 1983 - documento interno do Fundo, de apoio à missão que visitou o país - encontram-se publicados na Revista de Economia Política, vol.3, nº4, outubro-dezembro de 1983.

### 3.1. O Programa de Financiamento Externo

Como condição prévia à aprovação do programa de estabilização, o FMI exigiu o comprometimento do sistema financeiro internacional privado com o financiamento externo brasileiro. Foi a forma encontrada para evitar que os recursos pedidos pelo Brasil ao Fundo fossem absorvidos por amortizações ou pagamentos de juros junto aos bancos privados.

Em reunião na cidade de Nova York no dia 20 de dezembro, o presidente do Banco Central do Brasil, acompanhado dos ministros da área econômica e de representantes do FMI, propôs aos dirigentes dos 125 principais bancos credores do país, representando cerca de 90% da dívida externa brasileira junto ao sistema financeiro internacional privado, um plano de quatro pontos a seguir resumidos:

- Projeto 1: garantia de novos empréstimos de US\$ 4,4 bilhões em 1983, distribuídos segundo a participação de cada banco na dívida brasileira e em condições de mercado;
- Projeto 2: renovação de US\$ 4,0 bilhões dos empréstimos vencíveis em 1983, também em condições de mercado;
- Projeto 3: renovação automática das linhas de crédito de curto prazo relacionadas com operações de comércio exterior, estimadas em US\$ 8,8 bilhões; e
- Projeto 4: renovação automática das linhas de crédito de curto prazo para os bancos brasileiros que operam no exterior — interbancário —, mantendo-as nos mesmos níveis de 30 de junho de 1982, cerca de US\$ 10,0 bilhões.

Esse plano, desde logo julgado insuficiente pelos observadores mais atentos, representou uma tentativa brasileira de restabelecer as condições de financiamento externo anteriores à crise do sistema financeiro internacional, precipitada pela moratória mexicana. Sua insuficiência resultava de uma conjugação de interesses: aos banqueiros internacionais interessava restringir ao máximo o volume de recursos destinados aos países em crise e ao governo brasileiro convinha caracterizar a situação econômica do país como diferente da dos demais endividados. Aparentemente, embora conhecendo a insuficiência dos recursos solicitados, nossos governantes acreditavam que no decorrer de 1983, passado o susto inicial, a comunidade financeira internacional aceitaria complementar o programa com mais alguns bilhões de dólares. Na época, o fundamental parecia ser o rápido acerto, que seria usado como uma demonstração de reconhecimento geral da boa administração econômico-financeira do país.

Parcialmente acertado o financiamento privado — já que o Projeto 4 nunca foi completado — o Brasil candidatou-se ao crédito ampliado do FMI.

### 3.2. As definições dos Critérios de Desempenho

Para fazer jus ao crédito ampliado, o FMI exige o estabelecimento de programas de estabilização consubstanciados em critérios de desempenho, como já detalhado na seção anterior. Os dois critérios básicos são o do crédito doméstico líquido concedido pelas autoridades monetárias — CDL e o das necessidades de financiamento do

setor público — NFSP. A partir de estimativas de algumas variáveis macroeconômicas (taxa de inflação, por exemplo), o FMI fixa metas nominais de crescimento do CDL e das NFSP para cada trimestre.

Porém, dadas as peculiaridades institucionais de cada país, os critérios de CDL e NFSP não são rígidos, exigindo detalhamento específico. Analisemos, inicialmente, o critério de desempenho do crédito doméstico líquido concedido pelas autoridades monetárias — CDL.

Como já se tratou na seção dedicada aos aspectos teóricos, as variações do crédito doméstico identificam-se com o resultado da diferença entre as variações da base monetária e as das reservas internacionais:

$$\Delta CD \equiv \Delta BM - \Delta RI \quad (8)$$

Conhecidas as características peculiares das autoridades monetárias brasileiras — com funções que ultrapassam em muito aquelas típicas de um Banco Central —, as variáveis componentes da identidade foram redefinidas da forma que passamos a descrever com o auxílio da Tabela 2, uma estruturação conveniente, para o que se propõe mostrar, do balancete consolidado das autoridades monetárias.

Tabela 2

Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias  
(Cr\$ trilhões - posição em 31/dez/82\*)

<u>ATIVO</u>	<u>3,92</u>
A1 Reservas Internacionais	-0,73
A2 Ativos Domésticos	4,65
<u>PASSIVO</u>	<u>3,92</u>
P1 Obrigações Externas das Autoridades Monetárias	0,39
P2 Contrapartida para Fechamento das Contas Cambiais	-1,21
P3 Obrigações junto ao Sistema Financeiro Privado	0,74
P4 Depósitos em Moeda Estrangeira	2,27
P5 Obrigações junto ao Setor Privado Não-Financeiro	1,73
P51 Obrigações Monetárias	1,41
P511 Papel Moeda em Poder do Público	1,00
P512 Dep. à Vista do Setor Priv. não Fin. no BB	0,41
P52 Obrigações Quase-Monetárias e Outras	0,32

(\*) Valores provisórios

O conceito de base monetária foi substituído pela soma das seguintes parcelas:

- papel-moeda em poder do público (P511);
- depósitos à vista do setor privado não financeiro no Banco do Brasil (P512);
- obrigações quase-monetárias e outras (P52); e
- depósitos em moeda estrangeira (P4).

A segunda e terceira parcelas (depósitos à vista e a prazo no Banco do Brasil, respectivamente) foram incluídas pelo fato de as autoridades monetárias brasileiras desempenharem também as funções de banco comercial. Os depósitos em moeda estrangeira, apesar das limitações legais que restringem as retiradas, constituem obrigações das autoridades monetárias junto ao setor privado não-financeiro, na medida em que representam linhas de crédito ao setor, disponíveis diretamente (Lei 4131) ou indiretamente via sistema financeiro (Resolução 63).

A parcela da base monetária representada pelas obrigações junto ao sistema financeiro privado não foi incluída possivelmente por não significar disponibilidade imediata do sistema.

Já as reservas internacionais foram definidas como a subtração:

- reservas internacionais líquidas (A1); menos
- obrigações externas das autoridades monetárias (P1).

Então:

$$CDL = (P4 + P5) - (A1 - P1) \quad (9)$$

Ou seja, o crédito doméstico líquido é igual à diferença entre as obrigações das autoridades monetárias junto ao setor privado não-financeiro e os ativos externos líquidos.



Passemos ao segundo critério básico de desempenho, o das necessidades de financiamento do setor público — NFSP.

Para o FMI, além dos ôrgãos da administração centralizada e das agências descentralizadas dos governos federal, estaduais e municipais, fazem parte do setor público todas as empresas estatais das três esferas de governo, inclusive as produtivas, que nas contas nacionais recebem o mesmo tratamento dado às empresas privadas. A inclusão das estatais produtivas no setor público é discutível mas defensável já que é o governo quem nomeia dirigentes, fixa remunerações, estabelece tarifas e decide em última instância sobre seus programas de investimento e formas de financiamento.

O resultado operacional conjunto de todas essas entidades é a primeira grande parcela das NFSP.

A outra parcela é a variação do valor nominal da dívida do setor público. Nesta estão incluídas as dívidas públicas das três esferas de governo e as dívidas das empresas estatais. Tratando-se de variações de valores nominais e conhecendo-se o grau de indexação das dívidas — pelas correções monetária e/ou cambial no caso da dívida interna e cambial no da externa — sua evolução depende fundamentalmente da taxa de inflação efetiva e da política cambial. Pequenos desvios em relação às previsões podem comprometer decisivamente o cumprimento das metas.

Resumidamente:

$$NFSP = DO + \Delta VND \quad (10)$$

onde DO é o déficit operacional agregado do setor público e  $\Delta VND$  é a variação do valor nominal da dívida no período considerado.

### 3.3. A Abdicação ao Comando da Política Econômica

Pelas definições adotadas para os critérios de desempenho do CDL e das NFSP conclui-se que o governo brasileiro e o FMI subestimaram as implicações decorrentes da complexidade institucional da nossa economia. Sem exageros, pode-se dizer que o governo brasileiro, ao aceitar os critérios como definidos na primeira rodada de negociações, abriu mão do poder de fazer política econômica e, em alguns casos, perdeu inclusive o controle sobre ela, como a seguir descrevemos.

Tomemos inicialmente a política cambial, um instrumento obviamente importantíssimo em períodos de crise de Balanço de Pagamentos. Suponhamos que o governo desejasse (ou necessitasse) desvalorizar o cruzeiro. Como já vimos em (9):

$$CDL \equiv (P4 + P5) - (A1 - P1)$$

Como as reservas internacionais líquidas (A1) são negativas desde o final de 1982, uma maxidesvalorização cambial de X% aumentaria imediatamente o CDL em X% da soma  $P4 + A1 + P1$ , soma essa que representava 2/3 do CDL. Ou seja, para cada 1% de desvalorização cambial não prevista, teria de haver aproximadamente 2% de arrocho monetário para que a meta não fosse sacrificada.

Também no critério das NFSP, uma política cambial ativa se ria sentida: além da dívida externa, grande parte da dívida interna é indexada ao câmbio (as ORTN's com cláusula de correção cambial). Grosso modo, estima-se que, na época do primeiro acordo, o déficit operacional do setor público assemelhava-se ao valor da dívida indexada à correção cambial. Então, para cada 1% de desvalorização cambial não prevista, o déficit operacional teria de cair também de 1%.

Obviamente, trata-se de contrações monetária e fiscal de tais magnitudes que não é imaginável que viessem a ocorrer; o Brasil simplesmente não tinha condições de cumprir o acordo, como de fato aconteceu. Mas a tentativa de o cumprir eliminaria o instrumento cambial do arsenal de políticas econômicas disponível.

Tratemos agora da política monetária: Duas são as situações mais dramáticas. A primeira refere-se ao volume de depósitos em moeda estrangeira. Naturalmente, enquanto durar a crise cambial, as expectativas de maxidesvalorização cambial estarão exacerbadas, fazendo com que os devedores em moeda estrangeira tentem libertar-se dessas dívidas, substituindo-as por dívidas em moeda nacional. Ao fazer isso estarão realizando depósitos em moeda estrangeira no Banco Central e concorrendo no mercado doméstico de crédito. Ou seja, ao acréscimo dos depósitos em moeda estrangeira corresponde um enxugamento monetário, não alterando o CDL. Em outras palavras, não podendo elevar a base monetária para não sacrificar as metas do CDL, o Banco Central perdeu o controle mone-

tário entregando-o, em parte, ao "comando" dos devedores em moeda estrangeira. A segunda situação crítica refere-se aos termos da renegociação da dívida externa. Ficou estabelecido que aos bancos credores dava-se o direito de escolher o tomador final no Brasil dos recursos refinanciados e, enquanto não houvesse definição por parte desses bancos, tais recursos seriam contabilizados como obrigações externas das autoridades monetárias (Pl). Como parte dos bancos utilizou a prerrogativa de deixar seus recursos congelados no Banco Central, o CDL expandiu-se demasiadamente, sacrificando as metas.

Com relação à política fiscal, o que se pode afirmar é que ela passou ao "comando" da trajetória inflacionária. Sempre que a taxa efetiva de inflação superasse a prevista, as correções monetária e cambial também superariam suas previsões, aumentando a variação do saldo nominal da dívida do setor público. Para não prejudicar o cumprimento das metas nominais das NFSP, o governo teria de realizar um arrocho fiscal adicional ao já programado, via redução de gastos já que aumentos de receitas dependem de legislação própria, inviável a curtíssimo prazo.

Também medidas reclamadas como saneadoras, como a desdolarização da economia, por exemplo, ficaram impedidas pelas definições dadas aos critérios de desempenho<sup>(3)</sup>.

---

(3) Veja José Cláudio Ferreira da Silva, "A Importância de Desdolarizar o País", Folha de São Paulo, Caderno de Economia, 30 de outubro de 1983, p.28.

Enfim, parece claro que a primeira rodada de negociações resultou na quase total abdicação do poder de fazer política econômica por parte do governo brasileiro, aparentemente por subestimar as implicações das definições dos critérios de desempenho adotadas.

#### 3.4. As Metas Estabelecidas e sua Inviabilidade

Conforme já observado, apenas pelas definições estabelecidas para os critérios de desempenho já se tornava pouco viável o cumprimento do acordo Brasil-FMI. As restritivas metas trimestrais estabelecidas cristalizaram a inviabilidade.

Como se sabe, as metas são sempre fixadas em valores nominais, logo decisivamente influenciadas pela inflação estimada. A Tabela 3, a seguir, resume as metas estabelecidas, já modificadas pelo Adendo de fevereiro de 1983.

Analisemos inicialmente as metas acordadas para o CDL, decompondo-o segundo suas principais parcelas:

- os depósitos em moeda estrangeira cresceriam de acordo com a inflação estimada (90%) acrescida da máxima valorização cambial (30%), ou seja, ao final de 1983 seriam  $P4(83) = P4(82) \times 1,9 \times 1,3 =$  =Cr\$ 5,61 trilhões;
- as obrigações quase monetárias e outras (P52) cresceriam segundo a inflação projetada, atingindo Cr\$ 0,6 trilhão em dezembro de 1983;

Tabela 3

As Metas Trimestrais para o Crédito Doméstico Líquido e para  
as Necessidades de Financiamento do Setor Público

---

Dados e Previsões

Inflação

1982 - Jan/Dez	99,7%
Média	95,4%
1983 - Jan/Dez	90,0%
Média	100,0%

NFSP/PIB

1982	16,9%
1983	8,8%

Metas Trimestrais (Cr\$ trilhões)

	31/Dez/82	31/Mar/83	30/Jun/83	30/Set/83	31/Dez/83
CDI	5,12	6,15	6,95	7,55	8,30
NFSP	9,00*	2,80	5,00	6,60	8,80

(\*) Estimativa dos autores, considerando o PIB nominal de Cr\$ 53,2 trilhões em 1982

- os ativos externos líquidos (reservas internacionais (A1) — obrigações externas (P1) das autoridades monetárias) dependem do resultado do balanço de pagamentos e foram projetados no acordo financeiro em US\$ 1 bilhão em dezembro de 1983, o que corresponderia a Cr\$ 0,45 trilhão caso a correção cambial acompanhasse a inflação estimada acrescida da maxidesvalorização do cruzeiro; e
- por diferença, as obrigações monetárias junto ao setor privado não-financeiro (P51) poderiam crescer 79,4%, nada irrealista, embora contracionista, para a projeção inflacionária de 90%.

A Tabela 4 resume esses resultados.

Tabela 4

Estimativas do CDL, segundo seus principais componentes  
(Cr\$ trilhões)

CDL = (P4 + P51 + P52) - (A1 - P1)					
Data	P4	P51	P52	A1-P1	CDL
31/Dez/82	2,27	1,41	0,32	-1,12	5,12
31/Dez/83	5,61	2,53*	0,61	0,45	8,30**
83/82(%)	147,0	79,4	90,0	-	62,1

(\*) Obtido por diferença

(\*\*) Meta acordada

Por que, então, já ao final de I trimestre do programa o FMI denunciou o acordo, suspendendo a liberação dos recursos e desencadeando idêntico procedimento por parte dos banqueiros privados?

Basicamente por dois motivos, ambos relacionados a claros erros de previsão:

- o primeiro, já referido, foi o insuficiente acordo financeiro com os bancos privados<sup>(4)</sup> que resultou de previsões extremamente otimistas de diversas contas do balanço de pagamentos de 1983; e
- o segundo foi a subestimativa da inflação do ano, na época prevista em torno de 150% pela quase totalidade dos analistas econômicos.

(4) A esse respeito, veja Paulo Nogueira Batista Jr., "A Renegociação da Dívida Externa Brasileira", IBRE/FGV, fevereiro de 1983, mimeo.

Esses dois fatores (a permanência do saldo negativo dos ativos externos líquidos e a inflação de 27,9% no I trimestre do ano) tornaram inviável o cumprimento da meta, como se observa na Tabela 5.

Tabela 5

Estimativa do CDL em 31 de Março de 1983  
(Cr\$ trilhões)

31/Már/83	P4	P51	P52	A1-P1	CDL
Meta acordada	-	-	-	-	6,15
Estimativa*	3,75	1,93	0,41	-1,86	7,95

(\*) Considerando a máxima desvalorização cambial de 30%, a inflação de 27,9% no trimestre e a manutenção, em dólares, do saldo negativo dos ativos externos líquidos.

Passemos às metas programadas para as necessidades de financiamento do setor público.

Como já assinalamos, as NFSP podem ser decompostas em duas grandes parcelas: o déficit operacional do setor público e a variação do valor nominal de sua dívida. Essa segunda parcela cresce de acordo com as correções monetária (no caso da dívida doméstica) ou cambial (nos casos da dívida externa e de mais de 80% da dívida pública federal — ORTNs cambiais) acrescidas das taxas de juros. Para simplificar, esqueceremos as taxas de juros e admitiremos que apenas 50% da dívida era indexada ao dólar americano. Então, a variação do valor nominal de metade da dívida do setor público acompanha a taxa de inflação e a da outra metade a taxa de câmbio. Com relação à dívida total do setor público, a partir



das informações contidas nos documentos trocados com o FMI, estimamos que se situava em torno de Cr\$ 12,0 trilhões ao final de 1982, possivelmente uma estimativa otimista.

Com essas informações pode-se simular os resultados operacionais do setor público necessários ao cumprimento da meta de Cr\$ 8,8 trilhões para as NFSP, segundo diferentes projeções inflacionárias, lembrando que o valor nominal da dívida evolui segundo as correções monetária (inflação) e cambial (inflação e maxidesvalorização). Esse exercício é resumido na Tabela 6.

Tabela 6

Estimativas das Necessidades de Financiamento do Setor Público  
em 1983  
(Cr\$ trilhões)

Infl. média de 1983(%)	90,0	120,0	150,0	155,0
NFSP	8,8	8,8	3,8	8,8
$\Delta$ VND	12,4	16,6	20,7	21,4
DO=NFSP- $\Delta$ VND*	-3,6	-7,8	-11,9	-12,6
PIB nominal estimado	100,0	115,8	131,6	134,2
DO/PIB(%)	3,6	6,7	9,0	9,4
$\Delta$ VND/PIB(%)	12,4	14,3	15,7	15,9

(\*) Valores negativos correspondem a superávits operacionais

Nela se observa que o déficit operacional de 6% do PIB, estimado ao final de 1982, deveria transformar-se em um superávit de 3,6% do PIB em 1983 para uma inflação média de 90%. Aproximadamente essa foi a exigência do FMI na primeira rodada de negociações, obviamente uma meta inviável em apenas um ano. Considerando que a

inflação média em 1983 atingiu 155%, o superávit operacional deveria representar 9,4% do PIB para que a meta fosse cumprida.

Metas como essas não poderiam mesmo ser cumpridas e nem o desconhecimento da realidade nacional pode justificá-las. Naturalmente já no I trimestre do acordo elas deixaram de ser cumpridas e, segundo dados mais recentes, estima-se que, apesar de todos os cortes de despesas que geraram a maior recessão da história do país, o setor público encerrou 1983 ainda com um déficit operacional correspondente a 2,7% do PIB. Por outro lado, o aumento nominal da dívida do setor público foi de 15,9% do PIB, perfazendo os 18,6% do PIB estimados para as NFSP, como consta do sexto parágrafo do Adendo de 14 de novembro, já na segunda rodada de negociações. É inimaginável o caos social que se estabeleceria se as metas fossem efetivamente cumpridas.

#### 4. A Segunda Rodada de Negociações

Após a suspensão da liberação dos recursos do FMI e bancos comerciais, iniciou-se intenso período de negociações com a visita de diversas missões do Fundo ao Brasil e inúmeras viagens internacionais de funcionários do governo brasileiro. O resultado dessas negociações foi a definição de um novo programa de estabilização acordado com o Fundo e a conseqüente liberação dos recursos retidos em decorrência do rompimento do acordo anterior. Após esse estágio o governo brasileiro propôs as bases para o financiamento externo em 1984, aceitas somente ao final de janeiro. Então, fazem parte desse período, que se estende de junho de 1983 até

janeiro de 1984, a Carta de Intenções e o Memorando Técnico de Entendimentos de 15 de setembro, seu Adendo de 14 de novembro<sup>(5)</sup> e os acordos no "Clube de Paris" e com os banqueiros privados e os dirigentes de bancos oficiais de comércio exterior dos principais países industrializados.

#### 4.1. O Novo Programa Financeiro

Aprovado pelo FMI o novo programa de estabilização, o governo brasileiro passou a negociar em três frentes: com os governos credores — "Clube de Paris", com os bancos de comércio exterior dos países industrializados e com os bancos privados. Inverteu-se a ordem obedecida na primeira rodada de negociações, quando o FMI exigiu o acordo prévio com os bancos privados.

O resultado dessas negociações foi:

- um empréstimo novo de US\$ 6,5 bilhões junto aos bancos privados;
- o refinanciamento de US\$ 5,3 bilhões das amortizações vencíveis em 1984;
- a manutenção de linhas de crédito comerciais no montante de US\$ 10,3 bilhões durante 360 dias;
- a manutenção de créditos interbancários de US\$ 6,0 bilhões;
- a obtenção de créditos comerciais de US\$ 2,5 bilhões junto aos bancos oficiais de comércio exterior, sendo US\$ 1,5 bilhões do Eximbank norte-americano; e

---

(5) Esses documentos encontram-se publicados na Revista de Economia Política, vol.4, nº1, janeiro/março de 1984.

- o refinanciamento da dívida pública externa vencível em 1983/1984, da ordem de US\$ 3,8 bilhões, junto ao "Clube de Paris".

Além desses recursos, o Brasil contaria com novos créditos do FMI da ordem de US\$ 1,6 bilhão no ano e, ainda que não explicitamente ligado às negociações, cerca de US\$ 1,5 bilhão do Banco Mundial, para projetos específicos, durante 1984.

Como se observa, os quatro primeiros itens correspondem aos quatro projetos da primeira rodada de negociações. O programa ampliou-se com as negociações junto aos bancos oficiais de comércio exterior e ao "Clube de Paris".

Cabe observar que dos US\$ 6,5 bilhões obtidos em novos empréstimos, cerca de US\$ 3,0 bilhões destinam-se à liquidação de débitos em atraso acumulados até 31 de dezembro de 1983. Isso considerado, o total de novos recursos das diversas fontes somado ao saldo projetado das transações correntes exceto juros aproxima-se do montante devido em 1984 a título de amortizações e juros. Então, se as previsões se confirmarem (saldo comercial de US\$ 9 bilhões, LIBOR estável em 10,5%, etc.), ao final de 1984 os atrasos de pagamentos não serão tão elevados como em fins de 1983. Provavelmente serão inferiores a US\$ 2 bilhões e incluídos no programa financeiro para 1985. Obviamente não se trata de situação cômoda a permanência de débitos vencidos e não pagos. Porém, dada a forma como vem sendo conduzida a renegociação da dívida externa, essa é uma consequência inevitável, pois certamente os bancos credores não pretendem permitir qualquer folga financeira do país.

#### 4.2. A Redefinição dos Critérios de Desempenho

Após o fracasso da primeira rodada de negociações com o FMI, os funcionários brasileiros perceberam que esse era mesmo o resultado mais provável. Além da habitual rigidez dos programas de estabilização do Fundo, os critérios de desempenho definidos não consideravam a realidade institucional do país. Aparentemente ambas as partes reconheceram o erro, já que, para a segunda rodada de negociações, os critérios foram redefinidos.

Começamos pelo critério do Crédito Doméstico Líquido, que na primeira rodada foi definido como:

$$CDL = (P4 + P5) - (A1 - P1) \quad (11)$$

Duas foram as modificações importantes resultantes da segunda rodada de negociações:

- os depósitos em moeda estrangeira (P4) deixaram de ser considerados como parte das dívidas das autoridades monetárias junto ao setor privado não-financeiro; e
- deixou-se de considerar as obrigações externas de médio e longo prazo (P1) no cômputo dos ativos externos líquidos.

Então, a nova definição passou a ser:

$$CDL = P5 - A1 \quad (12)$$

Ou seja, o CDL é igual à diferença entre as obrigações monetárias, quase-monetárias e outras e as reservas internacionais do país. Considerando que as reservas internacionais dificilmente se

rão significativamente maiores que zero nos próximos anos, a nova definição do CDL aproxima-se bastante do conceito de base monetária.

É importante observar que a nova definição permitiu a retomada do controle das políticas cambial e monetária por parte do Brasil. Entretanto, com metas restritivas para o CDL, o FMI pode impossibilitar uma política monetária passiva (acompanhando a trajetória inflacionária) que permita a redução das taxas domésticas de juros.

Já com relação ao segundo critério de desempenho, o fiscal, ainda que de fato não tenha havido qualquer modificação na definição das necessidades de financiamento do setor público, aparentemente o FMI aceitou uma medida alternativa, a de déficit operacional, que exclui a variação do valor nominal das dívidas do setor público. Havendo agora duas medidas de desempenho fiscal, o cumprimento de apenas uma delas pode permitir a não interrupção do fluxo de recursos. E isso pode ocorrer pois as NFSP são muito mais sensíveis à inflação que o DO; um desvio para mais da taxa de inflação pode fazer com que estoure a meta das NFSP sem sacrificar a meta do DO.

Essa definição alternativa permite a imediata determinação das causas de estouro das NFSP, se devido à inflação ou se devido ao resultado operacional do setor público e possibilita, também, a execução de uma política cambial ativa.

Enfim, parece claro que, no terreno conceitual, ocorreram progressos significativos na segunda rodada de negociações. Resta analisar as novas metas fixadas para os critérios de desempenho.

#### 4.3. Novas Metas e Novos Prazos

Além da redefinição dos critérios de desempenho, a segunda rodada de negociações resultou em outra novidade: tanto a Carta de Intenções e o Memorando Técnico de 15 de setembro como o Adendo de 14 de novembro de 1983 não se atrevem a fixar metas para além do trimestre seguinte<sup>(6)</sup>. Pelo que se depreende da leitura desses documentos, pelo menos durante 1984 tal procedimento permanecerá, ou seja, teremos duas novas Cartas de Intenções e dois novos Memorandos Técnicos de Entendimentos somente neste ano; espera-se que nenhum Adendo.

Passemos então à discussão das metas para o IV trimestre de 1983 estabelecidas na Carta de Intenções de setembro e modificadas pelo Adendo de novembro e para o I trimestre de 1984, conforme o referido Adendo, começando pelas fixadas para o crédito doméstico líquido concedido pelas autoridades monetárias.

A Tabela 7 resume as metas fixadas para o CDL, agora definido como a diferença entre as obrigações junto ao setor privado não-financeiro e as reservas internacionais líquidas (CDL = P5-A1).

---

(6) As estimativas para todo o ano de 1984 encontráveis nos documentos não passam de objetivos a perseguir, reajustáveis periodicamente, não representando metas para os critérios de desempenho.

Tabela 7

Metas Trimestrais para o Crédito Doméstico Líquido  
(Cr\$ trilhões)

Data	Carta e Memorando de 15/set/83	Adendo de 14/nov/83
30/Set/83	5,60	5,38
31/Dez/83	3,54	3,54
31/Mar/84	-	3,30

Obviamente, são números não comparáveis com os resultantes da primeira rodada de negociações, já que o CDL foi redefinido e, como reconhece o Adendo à Carta de Intenções em seu terceiro parágrafo "Estes limites se baseiam em determinadas projeções de desembolsos de empréstimos por parte de bancos comerciais estrangeiros".

É claro que a meta fixada para 31 de dezembro não foi cumprida, pois ela supunha que o país encerrasse o ano com reserva líquidas nulas e o que a imprensa divulgou foi um volume de atrasados da ordem de US\$ 3 bilhões. Então, se a primeira parcela do CDL, as obrigações junto ao setor privado não-financeiro, evoluiu de acordo com o previsto, tomando a cotação média do dólar americano no IV trimestre pode-se estimar o CDL em aproximadamente Cr\$ 6 trilhões.

Mas isso não significou um problema para as negociações já que além de ser uma situação implicitamente prevista (como a frase do Adendo acima transcrita sugere), desde a Carta de Intenções



de setembro estabeleceram-se metas para os meios de pagamento e a base monetária, de certa forma critérios de desempenho alternativos ao CDL. A Tabela 8 resume as metas estabelecidas para essas medidas alternativas.

Tabela 8

Metas Estabelecidas para os Meios de Pagamento e a Base Monetária  
(variação percentual)

Período	Carta de 15/Set/83		Adendo de 14/Nov/83	
	M1	BM	M1	BM
Ano de 1983	90,0	90,0	90,0	87,0
Jan-Mar 1984	-	-	-3,8	2,0
Ano de 1984	-	-	50,0	50,0

Obviamente trata-se de limites extremamente restritivos, somente viáveis diante de significativa redução do nível de atividade econômica. Segundo se noticiou recentemente, as metas estabelecidas para 1983, embora não cumpridas à risca, deixaram de apresentar desvios em amplitude que justificassem medidas constrangedoras por parte do FMI.

É interessante observar que, apesar de que entre os dois meses que se passaram desde a Carta de Intenções até o seu Adendo tenha ficado claro que as previsões inflacionárias haviam sido superadas, os dois documentos estabeleceram as mesmas metas monetárias para 1983, em qualquer das medidas adotadas. Aparentemente os dois lados, governo brasileiro e FMI, seguem a máxima "quanto

maior a inflação, maior o aperto real necessário para controlá-la", deixando de se preocupar com as origens da inflação e com as consequências sobre a produção e o emprego dessa política monetária.

Passemos às metas dos critérios de desempenho fiscal, as necessidades de financiamento e o déficit operacional do setor público. A Tabela 9 resume as metas estabelecidas na Carta de Intenções e seu Memorando Técnico de setembro e no Adendo de novembro.

Tabela 9

Metas Estabelecidas para as Necessidades de Financiamento, o Déficit Operacional e a Variação do Valor Nominal das Dívidas do Setor Público

Ítem	Carta de 15/Set/83		Adendo de 14/Nov/83		
	30/Set/83	31/Dez/83	31/Dez/83	31/Mar/84	31/Dez/84
DO (Cr\$ trilhões)	-	3,44	3,60	1,30	-
$\Delta$ VND(Cr\$ trilhões)	-	15,91	21,00	10,45	-
NFSP(Cr\$ trilhões)	14,90	19,35	24,60	11,75	-
DO/PIB(%)	-	2,7	2,7	-	-0,3*
$\Delta$ VND/PIB(%)	-	12,5	15,9	-	9,3
NFSP/PIB(%)	-	15,2	18,6	-	9,0

\* Significa superávit operacional

As metas estabelecidas para o final de 1983, pelo Adendo de novembro foram cumpridas, de acordo com estimativas preliminares divulgadas por autoridades da área econômica. A razão principal teria sido a queda sensível da inflação em novembro e dezembro, já não mais esperada pelo governo. Como as metas são nominais e a inflação ficou aquém da a elas implicitamente incorporada, o DO

não teria atingido Cr\$ 3,6 trilhões nem as NFSP os Cr\$ 24,6 trilhões<sup>(7)</sup> acordados. Mas, como também o PIB nominal teria sido menor do que o previsto, o DO e as NFSP teriam ultrapassado os 2,7% e 18,6% do PIB fixados, mas por pequena diferença.

Para o I trimestre de 1984 é difícil, apenas a partir das metas fixadas, saber o verdadeiro grau de contração exigido, devido à existência de sazonalidade. Mas, se em média, o déficit operacional foi de Cr\$ 0,9 trilhão ao trimestre em 1983, a meta de Cr\$ 1,3 trilhão em janeiro-março de 1984 parece bastante restritiva ao considerarmos a inflação observada.

Quanto aos objetivos para o ano inteiro, trata-se da repetição do inicialmente programado para 1983 no que se refere às NFSP: reduzir à metade sua participação no PIB. Somente com uma brutal e inesperada redução da taxa de inflação ela poderá ser cumprida. Para o déficit operacional a meta é sua transformação em um superávit de 0,3% do PIB, a mesma queda de três pontos percentuais registrada em 1983. Considerando-se que a dificuldade marginal do corte de despesas é crescente, o governo já tomou medidas no sentido de elevar as receitas públicas. Ainda assim, o artigo onze da Carta de Intenções de setembro estabelece que haverá "uma redução adicional equivalente a 1% do PIB, em 1984, nos gastos de investimento" do governo federal. Obviamente será mais um ano de recessão econômica, tão ou mais forte que a de 1983.

---

(7) Em 23 de janeiro, fonte do Banco Central divulgou a informação de que as NFSP atingiram Cr\$ 23,6 trilhões em 1983.

## 5. Principais Conclusões

Diversas conclusões podem ser retiradas deste trabalho. Comentemos as principais.

A primeira delas, por demais conhecida, é que, seguindo o enfoque monetário do balanço de pagamentos, qualquer programa de estabilização acordado com o FMI passa por uma recessão econômica tão mais forte quanto piores forem as condições econômicas e financeiras internacionais.

A segunda é a clara falta de percepção por parte do FMI e dos nossos negociadores das implicações dos critérios de desempenho acordados quando da primeira rodada de negociações. As metas eram inviáveis até mesmo se a previsão inflacionária fosse correta e não três vezes menor, como ocorreu.

A terceira refere-se às significativas melhoras dos termos quando da segunda rodada de negociações, melhoras essas ainda insuficientes para garantir algum nível de crescimento econômico no futuro próximo.

Finalmente, os autores não acreditam que, nos termos em que vem sendo renegociada a dívida externa brasileira, possa haver solução para a crise econômica que se estabeleceu no país. É clara a intenção dos credores de não conceder qualquer folga que permita a criação de espaços de crescimento econômico. Somente uma renegociação ampla da dívida externa que, além de menores taxas

reais de juros, adie o pagamento de qualquer parcela de juros ou amortizações para o final da década permitiria ao Brasil o necessário período de tempo para a reestruturação de sua economia, tornando-a menos dependente de importações e redirecionando investimentos para as atividades exportadoras. Enfim, urge a formulação de uma nova estratégia de crescimento, forçosamente antagônica à seguida nos últimos quinze anos.