

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 146

O Sistema de condicionalidades do  
FMI: uma proposta de reforma

Edmar Lisboa Bacha



PUC-Rio – Departamento de Economia  
[www.econ.puc-rio.br](http://www.econ.puc-rio.br)

Janeiro de 1987

*O artigo apresenta uma proposta de reforma do sistema de condicionalidades dos programas de estabilização do Fundo Monetário Internacional. Inicia com uma descrição sucinta dos chamados “exercícios financeiros” que caracterizam tais programas, explora alguns desvios frequentes nesses exercícios e critica o viés recessivo embutido nos procedimentos analíticos correntes. Finalmente, o autor propõe alternativas que visam superar tais dificuldades em futuros programas de estabilização com algum conteúdo de crescimento<sup>1</sup>.*

## 1. Introdução

Os programas de estabilização do Fundo Monetário Internacional baseiam-se num conjunto de identidades contábeis que asseveram – em primeiro lugar – que um déficit em conta corrente está necessariamente associado a um excesso da absorção doméstica sobre a renda nacional e – em segundo lugar – que tal excesso é sustentado por uma diferença a ele numericamente equivalente entre as variações da oferta de crédito e as da demanda por moeda. É devido a este raciocínio que uma contração da absorção doméstica através de um aperto creditício tem sido quase que uma marca registrada dos programas do Fundo.

Estas notas iniciam-se com uma descrição sintética dos “exercícios financeiros” constantes dos programas do Fundo. Em seguida, exploram-se alguns desvios informais, mas frequentes do Fundo em relação a esses exercícios. Após uma crítica aos vieses recessivos embutidos nos procedimentos analíticos correntes, apresentam-se propostas que poderão superar essas características negativas, fornecendo um conteúdo de crescimento a futuros programas de estabilização do Fundo<sup>2</sup>.

## 2. Exercícios financeiros

As condicionalidades do Fundo são normalmente especificadas para o crédito bancário doméstico e para os requisitos de financiamento do setor público. Os critérios de desempenho para o crédito doméstico dos bancos são derivados de uma estrutura macroeconômica muito simples. Parte-se da identidade do balanço simplificado do sistema bancário doméstico, a qual expressa as variações do estoque de moeda ( $dMs$ ) como a soma das variações das reservas internacionais ( $dR$ ) e do crédito doméstico ( $dD$ ):

$$dMs = dR + dD \quad (1)$$

---

<sup>1</sup> Estas notas foram preparadas para informar um relatório do Grupo dos 24 sobre o FMI [cf. Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs (1987)]. Sem incriminá-los, agradeço os comentários, feitos a uma versão anterior, de A. Buiara, A. Kafka, A. Sengupta, L. Taylor e J. Williamson, bem como de participantes em seminários na EPGE/FGV, no INPES/IPEA e na FIPE/FEA/USP. As opiniões aqui expressas são do autor e não refletem necessariamente as do Secretariado da UNCTAD, do PNUD ou do G-24.

<sup>2</sup> As propostas deste texto visam uma reforma ampla das condicionalidades do Fundo. Para uma proposta de reforma parcial, cf. Bacha (1987).

A segunda equação embute a hipótese de que as variações da demanda por moeda ( $dM_d$ ) são uma função estável das variações da renda nominal ( $dY$ ):

$$dM_d = dY/v \quad (2)$$

onde  $v$  é a velocidade-renda da moeda, que se supõe constante.

A relação final presume uma situação de equilíbrio contínuo, no mercado monetário, entre as variações da oferta e da demanda por moeda:

$$dM_s = dM_d \quad (3)$$

Substituindo (1) e (2) em (3), segue-se que:

$$dR = dM_d - dD = dY/v - dD \quad (4)$$

Isto quer dizer que as variações das reservas internacionais serão negativas sempre que as variações do crédito doméstico excederem as variações da demanda por moeda, conforme determinadas pelas variações da renda nominal.

Para completar o modelo, adota-se a hipótese crítica de que as variações na renda nominal são independentes das variações do crédito doméstico<sup>3</sup>. Disso se segue que reduções no crédito doméstico refletir-se-ão em aumentos equivalentes das reservas internacionais. Resta apenas estabelecer as metas para as variações das reservas internacionais e da renda nacional, para se fixarem os critérios de desempenho para as variações do crédito doméstico dos bancos, de acordo com a equação (4).

Um conjunto adicional de identidades contábeis estabelece a conexão entre o crédito doméstico e a demanda agregada doméstica. Em primeiro lugar, a conta corrente do balanço de pagamentos ( $CA$ ) escreve-se como a diferença entre a renda nacional ( $Y$ ) e a absorção doméstica ( $A$ ):

$$CA = Y - A \quad (5)$$

A conta corrente deve também igualar-se à diferença entre as variações das reservas internacionais e o saldo da conta de capital do balanço de pagamentos ( $dF$ ):

$$CA = dR - dF \quad (6)$$

---

<sup>3</sup> Qualificações importantes a esta hipótese é discutida na Seção 3.

Substituindo  $dR$  pela expressão intermediária em (4),  $CA$  pela expressão em (5) e reagrupando os termos, pode escrever-se a equação (6) da seguinte forma:

$$A - Y = (dD + dF) - dMd \quad (7)$$

Isto diz que a um excesso da absorção sobre a renda deve necessariamente corresponder um excesso equivalente das variações do crédito interno-mais-externo sobre as variações da demanda por moeda. Supondo que  $dF$  seja exógeno ou então submetido a um critério de desempenho, reforça-se com a equação (7) a conclusão do exercício anterior: um limite às variações do crédito doméstico aparece como a única possibilidade de fazer a absorção doméstica conformar-se com a renda nacional dada exogenamente.

O estabelecimento, pelo Fundo, de critérios de desempenho para o déficit fiscal requer que se relacionem os fluxos totais de crédito bancário aos requisitos de financiamento do setor público. Em primeiro lugar, deve dividir-se o crédito doméstico entre a variação creditícia canalizada para o setor privado ( $dDp$ ) e a correspondente variação do crédito para o governo ( $dDg$ ):

$$dD = dDp + dDg \quad (8)$$

A mesma coisa é feita para o crédito externo:

$$dF = dFp + dFg \quad (9)$$

Introduz-se em seguida a restrição orçamentária do governo, de acordo com a qual qualquer diferença entre as despesas totais do governo ( $G$ ) e as receitas totais do governo ( $T$ ) deve ser financiada ou por uma tomada líquida de empréstimos no exterior ( $dFg$ ), ou por uma tomada líquida de empréstimos no sistema bancário doméstico ( $dDg$ ), ou por um endividamento adicional junto ao setor privado doméstico não bancário ( $dB$ ):

$$G - T = dFg + dDg + dB \quad (10)$$

A equação (10) especifica a necessidade de se impor um limite aos requisitos de financiamento do governo para se controlar o tamanho do déficit orçamentário. Ignorando-se  $dB$  para os propósitos do argumento, há duas razões alternativas para se impor um limite aos empréstimos tomados pelo

governo<sup>4</sup>: a primeira é para se estabelecer um critério subsidiário para facilitar a observância tanto dos limites totais ao crédito como dos limites dos empréstimos externos totais; a segunda é para evitar uma expulsão do setor privado, que resultaria da observância dos limites totais ao crédito enquanto se mantivessem desajustadas as finanças governamentais.

### 3. Variações da renda nominal

A aritmética dos “exercícios financeiros” na seção anterior toma a renda nominal como um dado, não influenciado direta ou indiretamente por variações no crédito doméstico. Contudo, a moldura macroeconômica dos programas do Fundo é mais ampla do que a lógica dos “exercícios financeiros”. Variações na renda nominal subdividem-se em variações na renda real e no nível de preços. A renda real pode ser afetada por mudanças no crédito doméstico através de dois canais alternativos. Primeiro, o capital de giro proporcionado pelo sistema bancário pode ser um ingrediente essencial do processo de produção. Assim, uma contração generalizada do crédito pode prejudicar a produção diretamente. Segundo, uma redução da demanda doméstica provocada por um aperto creditício pode levar não a menores importações ou maiores exportações, mas simplesmente a menor produção. Para procurar evitar tais impactos recessivos das reduções do crédito doméstico, os programas do Fundo tratam de incluir dois tipos de medidas. Em primeiro lugar, metas de expansão para o crédito doméstico para o setor privado são especificadas de acordo com uma relação de “demanda por crédito” do tipo:

$$dDp = (Dp/Y).dY \quad (11)$$

onde se toma a relação observada entre o crédito bancário para o setor privado e a renda ( $Dp/Y$ ) como norma para a expansão necessária das linhas de crédito “produtivo”<sup>5</sup>. Isto implica que o ônus do ajustamento à contração do crédito recairá sobre o setor público, na teoria de que o governo não é uma fonte de produção, mas apenas de absorção.

Em segundo lugar, para procurar evitar o impacto negativo da queda da demanda doméstica sobre a produção, uma desvalorização da taxa de câmbio é tipicamente especificada como um pré-

---

<sup>4</sup> Deixamos  $dB$  de lado para assegurar que a análise do financiamento do governo possa ser feita como um subconjunto da análise do crédito bancário total (interno e externo). Com isto, entretanto, estamos também deixando de lado uma importante discussão sobre qual é o conceito relevante de déficit público a ser monitorado, para propósitos de uma política de estabilização, quando as despesas do governo incluem um componente significativo de “correção monetária” da dívida pública preexistente. Trata-se da distinção entre “déficit nominal” e “déficit operacional”, sobre a qual muito se tem debatido no Brasil.

<sup>5</sup> Este argumento de proteção ao setor privado é apresentado em Khan *et alii* (1987). Na prática, entretanto, caso a restrição ao crédito ao setor público não seja suficiente para alcançar os limites creditícios globais, estes continuam a valer, com prejuízo do objetivo subsidiário de manutenção do crédito “produtivo” ao setor privado.

requisito dos programas do Fundo. A desvalorização deveria aumentar o preço relativo das importações e melhorar a lucratividade das exportações na medida necessária para garantir o ajustamento requerido do balanço de pagamentos, através de menores importações e maiores exportações, a um dado nível de produção. A teoria é que a contração de demanda provocada pela limitação creditícia, junto com a “substituição de demanda” induzida pela desvalorização da taxa de câmbio, ajustaria o balanço de pagamentos, mantendo a economia em plena atividade.

A inflação é também um dado nos “exercícios financeiros”. Ela tipicamente aparece como uma meta dos programas do Fundo, a partir da qual se derivam as variações projetadas da renda nominal, uma vez que se adote alguma norma histórica para as variações esperadas da renda real. A lógica dos “exercícios financeiros” requer que a taxa de inflação seja determinada independentemente das variações do crédito doméstico – como seria o caso numa pequena economia aberta, para a qual a “lei de um só preço” fosse uma boa aproximação da realidade. Boa parte dos países em desenvolvimento estão longe deste caso ideal, e para eles a teoria de inflação preferida pelo *staff* do Fundo é aquela que liga o nível doméstico de preços à oferta de moeda. Assim, na prática dos programas do Fundo (ainda que não na lógica dos “exercícios financeiros”), a contração creditícia objetiva alcançar dois benefícios: aumentar as reservas internacionais e reduzir a inflação. Para entender este ponto, basta reescrever a equação (2), subdividindo as variações da renda nominal em variações da renda real ( $dy$ ) e dos preços ( $dP$ ):

$$dMd = (p.dy + y.dP)/v \quad (12)$$

Substituindo esta relação em (4), podemos escrever:

$$dD = (p/v)dy + (y/v)dP - dR \quad (13)$$

A equação (13) mostra que, em princípio, uma contração do crédito doméstico pode afetar simultaneamente a produção, os preços e as reservas internacionais. Através da desvalorização cambial e da proteção creditícia ao setor privado, supostamente se estaria garantindo a invariância da renda real. Mas os mecanismos de transmissão que dividem os efeitos da contração do crédito entre os preços e as reservas não são especificados pelo Fundo, ainda que os limites creditícios sejam determinados com um olho no balanço de pagamentos e outro na inflação. Esta perspectiva é embutida de maneira indireta nos “exercícios financeiros” através da especificação de uma meta de inflação muito menor do que aquela correntemente observada no país. Isto implica que as variações projetadas da renda nominal e da demanda por moeda são também enviesadas para baixo. Deste modo, obtém-se um limite creditício muito mais baixo do que aquele que seria necessário para se conseguir uma

dada melhoria no balanço de pagamentos sob a hipótese de uma taxa constante de inflação. O aperto dos critérios do Fundo está, assim, associado à crença de seu *staff* em que somente boas coisas poderão resultar de uma restrição creditícia: ou um melhor balanço de pagamentos, ou uma inflação mais reduzida.

#### 4. Em direção a um novo sistema

O desenho dos programas do Fundo pode ser criticado tanto em termos do caráter incompleto dos “exercícios financeiros” como da teorização implícita que instrui a aplicação desses exercícios na prática. Os “exercícios financeiros” não incorporam uma perspectiva de crescimento e envolvem uma visão parcial, assim mesmo não explicitada a respeito da “substituição de demanda”, da determinação da inflação e do papel do crédito na produção. É disto que resulta o característico viés anticrescimento dos programas do Fundo.

Para prover os programas do Fundo de uma perspectiva de crescimento, sugere-se que um conjunto de “exercícios de crescimento” seja elaborado previamente aos “exercícios financeiros”. A partir deles se determinaria o montante de crédito externo necessário para sustentar um programa de estabilização orientado para o crescimento. Já os “exercícios financeiros” deveriam ser elaborados sob hipóteses explícitas a respeito do efeito das variações da taxa de câmbio tanto sobre o balanço de pagamentos como sobre a inflação, bem como das restrições ao crédito sobre as reservas internacionais, a inflação e o nível de renda.

##### 4.1. Exercícios de crescimento

Na tradição do Banco Mundial, os “exercícios de crescimento” poderiam ser baseados no enfoque dos dois hiatos, do qual segue-se uma versão simplificada<sup>6</sup>. Nesta versão, supõem-se constantes o nível de preços da taxa de câmbio, de modo que não se fazem distinções entre valores em dólares e em cruzeiros, ou em termos reais e em termos nominais. Também se ignoram os serviços de fatores, de modo que a renda interna e a renda nacional têm o mesmo valor. Para calcular o “hiato de poupança”, a taxa de crescimento da renda ( $dY/Y$ ) é relacionada à taxa de investimento ( $I/Y$ ) usando-se a razão capital/produto incremental ( $k$ ):

$$dY/Y = (1/k) \cdot I/Y \quad (14)$$

---

<sup>6</sup> Para maiores detalhes, cf. Bacha (1982).

O investimento fixo ( $I$ ) é igual à soma da poupança doméstica ( $S$ ) com a poupança externa, sendo esta igual à diferença entre as variações das obrigações externas líquidas ( $dF$ ) e das reservas internacionais ( $dR$ ):

$$I = S + dF - dR \quad (15)$$

Substituindo (15) em (14), obtém-se:

$$dF = Y(k \cdot dY/Y - S/Y) + dR \quad (16)$$

Esta equação estabelece, segundo o “hiato de poupança”, os requisitos de crédito externo para sustentar uma dada taxa de crescimento do PIB, levando-se em conta a taxa de poupança doméstica ( $S/Y$ ) e a meta de acumulação de reservas internacionais.

De acordo com o “hiato de divisas”, pode calcular-se da seguinte forma os requisitos de crédito externo para o crescimento do PIB: em primeiro lugar, ignorando-se, por simplicidade, os serviços de fatores, escreve-se a conta corrente como a diferença entre as exportações, líquidas das importações competitivas, ( $X$ ) e as importações de bens de capital ( $Zk$ ) e de outros bens complementares à produção doméstica ( $Zy$ ):

$$CA = X - Zk - Zy \quad (17)$$

e, em seguida, escrevem-se as importações de bens de capital da seguinte forma:

$$Zk = Y(Zk/I)(I/Y) = Y(Zk/I) \cdot k \cdot dY/Y \quad (18)$$

onde  $Zk/I$  é o conteúdo de importações de bens de capital do investimento e onde se faz uso da equação (14).

Observando-se que a conta corrente deve equilibrar a diferença entre as variações das reservas internacionais e do crédito externo, deriva-se a seguinte expressão de (6), (17) e (18):

$$dF = Y[(Zk/I) \cdot k \cdot dY/Y + Zy/Y - X/Y] + dR \quad (19)$$

A equação (19) estabelece, de acordo com o “hiato de divisas”, a relação entre as metas de crescimento do PIB e as necessidades de crédito externo, tendo em conta os requisitos de importação e as propensões a exportar, além das metas de acumulação de reservas internacionais.

Através das equações (16) e (19), os “exercícios de crescimento” propiciam duas estimativas alternativas do crédito externo necessário para sustentar uma dada meta de crescimento do PIB. Em princípio, a maior dessas duas estimativas poderia ser usada como uma variável adicional em programas do FMI voltados para o crescimento. O maior valor de  $dF$ , estimado por (16) ou (19), entraria nos “exercícios financeiros” do Fundo como a contrapartida externa aos esforços domésticos de estabilização. Num contexto de “condicionalidades recíprocas” esse valor de  $dF$  constituiria um critério de desempenho para os credores externos, uma violação do qual propiciaria ao país devedor o direito seja a um aumento imediato de seu acesso aos recursos do FMI ou do Banco Mundial, seja a uma capitalização automática dos juros devidos aos bancos comerciais estrangeiros.

#### 4.2. Revisão dos exercícios financeiros

Uma proposta complementar é que os “exercícios financeiros” sejam conduzidos com explicitação das hipóteses do efeito sobre o balanço de pagamentos de mudanças na taxa de câmbio, bem como do efeito sobre a inflação das restrições ao crédito. Estão em pauta, nesses casos, tanto a precisão dos exercícios como o realismo das hipóteses implícitas do *staff* do Fundo sobre esses efeitos.

Desde que se disponha de uma medida explícita do impacto sobre a conta corrente de uma desvalorização da taxa de câmbio, uma verificação imediata poderá ser feita – usando-se as equações (5) e (7) – sobre se a combinação de “substituição de demanda” com “contração de demanda” proposta pelo Fundo é de fato consistente com a manutenção dos níveis projetados de renda real. O realismo das hipóteses sobre elasticidades- preço subjacentes aos programas do Fundo poderá ser, assim, examinado. A presunção nos países em desenvolvimento é que o *staff* do Fundo tende a ser exageradamente otimista em relação a essas elasticidades-preço, por isto tendendo a propor medidas de contração de demanda não justificadas pela substituição de demanda que pode realisticamente ser esperada no curto prazo, a partir de mudanças factíveis nos preços relativos. Outra presunção nos países em desenvolvimento é que o Fundo subestima amplamente o potencial inflacionário das desvalorizações cambiais que propõe.

Os “exercícios financeiros” também deveriam ser expandidos para incorporar uma teoria explícita de determinação da inflação. Em particular, deveriam ser proporcionadas estimativas dos efeitos antecipados da contração creditícia sobre as taxas de inflação. Desta forma, os países poderiam saber em que medida os limites creditícios se referem, por um lado, aos objetivos de balanço de pagamentos e, por outro, às metas de desinflação. Isto permitiria uma avaliação não só dos objetivos de desinflação do programa, mas também do realismo das hipóteses do *staff* do Fundo sobre a natureza da relação entre a oferta de moeda e o nível de preços no curto prazo. A presunção nos países

em desenvolvimento é que o *staff* do Fundo tende a ser super otimista com respeito à eficácia da restrição monetária sobre a taxa de inflação no curto prazo, propondo, em consequência, limites exageradamente restritivos à expansão creditícia, os quais têm um impacto negativo sobre os níveis de renda real<sup>7</sup>.

A introdução dos “exercícios de crescimento” e as reformas dos “exercícios financeiros” são tarefas analíticas de monta. Sugere-se, assim, que um comitê internacional de especialistas acompanhe os esforços do FMI para redesenhar o esquema analítico de seus programas de estabilização.

#### 4.3. Intervalos de crédito doméstico

As qualificações anteriores aos “exercícios financeiros” deixam claro que não somente “boas” coisas resultarão de controles estritos sobre o crédito. Uma dose excessiva pode levar à contração da produção, o que é ruim tanto para os objetivos de melhoria do balanço de pagamentos quanto de redução da inflação. Uma consequência desta postura é que, ao lado de limites superiores ao desempenho creditício, os futuros critérios deveriam também prever limites inferiores à expansão do crédito, baseados numa avaliação realista das perspectivas da inflação. A ultrapassagem do limite superior colocaria em risco os objetivos de balanço de pagamentos, enquanto que a desobediência ao limite inferior tenderia a frustrar os objetivos de renda real do programa.

### 5. Sumário

Em resumo, as reformas propostas no sistema de condicionalidades dos programas do FMI são as seguintes:

- a) Um conjunto de “exercícios de crescimento” deverá ser elaborado antes dos “exercícios financeiros”, para estabelecer os requisitos de crédito externo de um programa de estabilização voltado para o crescimento. Esses requisitos deverão constituir um critério de desempenho para os países credores e os bancos internacionais, introduzindo, assim, o conceito de “condicionalidade recíproca” nos programas do Fundo.
- b) Os “exercícios financeiros” deverão ser estendidos em duas direções: em primeiro lugar, a conta corrente deve ser escrita como uma função explícita da taxa de câmbio; e, em segundo, hipóteses explícitas devem ser adotadas a respeito da determinação da taxa de inflação. Presentemente, ambos os tópicos são objeto de uma teorização implícita por parte do *staff*

---

<sup>7</sup> Uma análise econométrica recente de Kenen (1986) documenta que o *staff* do Fundo consistentemente subestima a taxa de inflação e superestima a taxa de crescimento do PIB real dos países em desenvolvimento.

do Fundo. Ao invés disso, deverão passar a ser uma parte integral dos “exercícios financeiros”, permitindo, assim, uma avaliação crítica das hipóteses adotadas.

- c) Os critérios de desempenho deverão ser fixados tanto com um limite superior como com um limite inferior para as variações do crédito doméstico, em reconhecimento do fato de que um limite excessivamente restritivo é prejudicial para o alcance das metas de renda real de um sólido programa de estabilização.

## Bibliografia

Bacha, E. Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos. *Pesquisa, e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 12 (2):285-310, ago. 1982.

Bacha, E. O futuro papel do Fundo Monetário Internacional na América Latina: questões e propostas. In: Bacha, E. L., e Rodriguez-Mendoza, M., orgs. *Recessão ou crescimento: o FMI e o Banco Mundial na América Latina*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1987.

Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs. *The role of the IMF in adjustment with growth – report of the working group of G-21*. Washington, D. C., Mar. 1987.

Kenen, P. *International money and macroeconomics: an agenda for research*. Trabalho preparado para a Segunda Conferência Bianual dos Institutos de Pesquisas. Washington, D. C., Institute for International Economics, Sep. 1986.

Khan, M. S., Montiel, P. e Haque, N. H. *Adjustment with growth: relating the analytical approaches of the World Bank and the IMF*. Washington, D. C., World Bank, 1987.