

**TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO
ISC**

**CÂMARA DOS DEPUTADOS
CEFOR**

Marcus Antônio Machado

**TRAJETÓRIA DA RELAÇÃO DÍVIDA/PIB E SEUS DETERMINANTES
NO QUADRIÊNIO 2007-2010**

BRASÍLIA

2007

Marcus Antônio Machado

**TRAJETÓRIA DA RELAÇÃO DÍVIDA/PIB E SEUS DETERMINANTES
NO QUADRIÊNIO 2007-2010**

Monografia apresentada para aprovação no Curso de Especialização em Orçamento Público realizado pelo Instituto Serzedello Corrêa do Tribunal de Contas da União em parceria com o Centro de Formação, Treinamento e Aperfeiçoamento da Câmara dos Deputados.

Orientador: Prof.º Bernardo Felipe Estellita Lins

**BRASÍLIA
2007**

**TRAJETÓRIA DA RELAÇÃO DÍVIDA/PIB E SEUS CONDICIONANTES
NO QUADRIÊNIO 2007-2010**

Monografia – Curso de Especialização em Orçamento
Público – 1º Semestre de 2007.

MARCUS ANTÔNIO MACHADO

Banca Examinadora:

Bernardo Felipe Estellita Lins
Mestre em Economia pela Universidade de Brasília

Edilberto Carlos Pontes Lima
Doutor em Economia pela Universidade de Brasília

Brasília, 25 de junho de 2007.

Agradeço ao professor e orientador Bernardo Felipe Estellita Lins, pelo apoio e encorajamento na pesquisa, aos demais Mestres da casa, pelos conhecimentos transmitidos, e às diretorias dos órgãos organizadores do curso, pelas facilidades oferecidas.

“A democracia tem a demanda fácil e a resposta difícil”.

Norberto Bobbio

RESUMO

Neste trabalho, estuda-se as perspectivas para a trajetória da relação dívida/PIB brasileira nos próximos quatro anos, verificando seus fatores determinantes e condicionantes. Mostra-se qual o valor do endividamento relativo poderia ser considerado adequado para a economia de um país, estudando-se a relação existente entre o valor atual de uma dívida relativa e sua trajetória futura, bem como a relação existente entre essa trajetória e o *spread* de risco soberano. Por meio de simulações, é demonstrada a existência de círculos virtuosos e de círculos viciosos que envolvem a situação fiscal de um país. Verifica-se que os índices fiscais brasileiros encontram-se em um desses círculos virtuosos. No entanto, conclui-se que essa situação ainda poderia ser facilmente revertida com uma crise de confiabilidade internacional. Mesmo com a atual trajetória decrescente da relação dívida/PIB, a situação fiscal ainda é vulnerável, haja vista o patamar atual dessa proporção. No presente cenário, um pequeno incremento no nível de aversão ao risco poderia fazer com que o círculo virtuoso se transforme em círculo vicioso. Dessa forma, o presente governo deveria manter os níveis vigentes de superávit primário, com o fim de diminuir o nível de endividamento o mais rápido possível, aproveitando o cenário favorável. Com uma dívida relativa mais baixa, o país teria condições de suportar uma eventual crise de confiabilidade internacional, sem correr o risco de ver a sua trajetória da relação dívida/PIB ser revertida.

Palavras-chave: dívida pública, relação dívida/PIB, trajetória, nível adequado, estabilidade, superávit primário, risco soberano, círculos virtuosos e viciosos.

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| INTRODUÇÃO | 01 |
| CAPÍTULO 1 - CONCEITOS BÁSICOS RELEVANTES | 02 |
| 1.1 Necessidades de financiamento do setor público | 02 |
| 1.2 Acima da linha X Abaixo da linha | 04 |
| 1.3 Abrangência do conceito de setor público..... | 05 |
| 1.4 Dívida do setor público..... | 05 |
| CAPÍTULO 2 – CARGA TRIBUTÁRIA | 08 |
| 2.1 Curva ascendente | 08 |
| 2.2 Peso morto dos tributos | 09 |
| 2.3 Tributação excessiva e mal distribuída | 11 |
| CAPÍTULO 3 – DÍVIDA PÚBLICA | 14 |
| 3.1 Tamanho relativo de uma dívida pública | 14 |
| 3.2 Dívida pública no Brasil | 16 |
| 3.3 Composição da dívida pública brasileira | 17 |
| 3.4 Prazos de maturação | 20 |
| CAPÍTULO 4 – ESTABILIDADE DA RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA-PIB | 22 |
| 4.1 Variáveis determinantes da dívida relativa | 22 |
| 4.2 Em direção ao déficit nominal nulo | 25 |
| CAPÍTULO 5 – RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA-PIB NO BRASIL | 28 |
| 5.1 Cenário macroeconômico vigente | 28 |
| 5.1.1 Produto Interno Bruto | 28 |
| 5.1.2 Taxa de juros | 29 |
| 5.1.3 Inflação | 30 |
| 5.1.4 Senhoriagem | 31 |
| 5.1.5 Superávit primário | 32 |
| 5.2 Trajetória da relação dívida/PIB no curto-prazo | 33 |
| 5.3 Ciclo virtuoso X Ciclo vicioso | 34 |
| 5.4 Valor da relação dívida/PIB a ser buscado | 38 |
| 5.5 Corte no superávit primário para redução da carga tributária | 40 |
| 5.6 Risco potencial à trajetória da relação dívida/PIB | 41 |
| CONCLUSÃO | 44 |
| REFERENCIA BIBLIOGRÁFICA..... | 46 |

INTRODUÇÃO

Atualmente comemora-se no governo a situação por que passa a economia brasileira. A taxa de juros está em declínio, a produção industrial cresce mais do que o esperado, a inflação está sob controle e a dívida pública em proporção ao Produto Interno Bruto (PIB) está em queda.

Nosso objetivo no presente trabalho é verificar se essa queda da relação dívida/PIB é sustentável, simulando a sua trajetória no quadriênio 2007-2010, e buscando estudar as variáveis determinantes dessa trajetória, bem como as suas possíveis oscilações frente a crises econômicas internacionais. Visamos ainda determinar qual o valor do endividamento relativo¹ poderia ser considerado adequado para a economia de um país, estudando a repercussão de seu valor inicial em sua trajetória futura, bem como a relação existente entre o grau de aversão ao risco e essa trajetória.

Dessa forma, após apresentar os principais conceitos relacionados ao tema no Capítulo 1, expomos, no capítulo seguinte, a situação atual da principal fonte de financiamento dos gastos públicos e dos serviços da dívida (receita tributária), e suas conseqüências negativas no setor produtivo. No Capítulo 3, buscamos, de maneira geral, expor os dados relativos à dívida pública brasileira e apresentar as primeiras considerações a respeito do nível adequado para o endividamento.

Já no Capítulo 4, apresentamos as expressões numéricas necessárias e as variáveis envolvidas na determinação da trajetória da relação dívida/PIB, bem como estudamos o comportamento dessa trajetória frente a alterações nas variáveis envolvidas. Além disso, verificamos se o déficit nominal nulo é de fato imprescindível para a redução do endividamento brasileiro.

Por fim, no Capítulo 5, apresentamos, mais detalhadamente, a situação, no Brasil, das variáveis determinantes da relação dívida/PIB, simulamos diversos cenários possíveis para a trajetória dessa relação, demonstramos a existência de círculos virtuosos e viciosos no que se refere ao nível de endividamento, aprofundamos a análise sobre a existência de um valor ideal para a dívida, e demonstramos as relações existentes entre a aversão ao risco e a trajetória do endividamento, bem como entre essa trajetória e o nível inicial da relação dívida/PIB. No último subitem, abordamos a existência de um risco potencial à manutenção da trajetória decrescente da dívida.

1 - Neste trabalho, os termos endividamento relativo e dívida relativa serão usados como sinônimos de relação dívida/PIB.

CAPÍTULO 1 – CONCEITOS BÁSICOS RELEVANTES

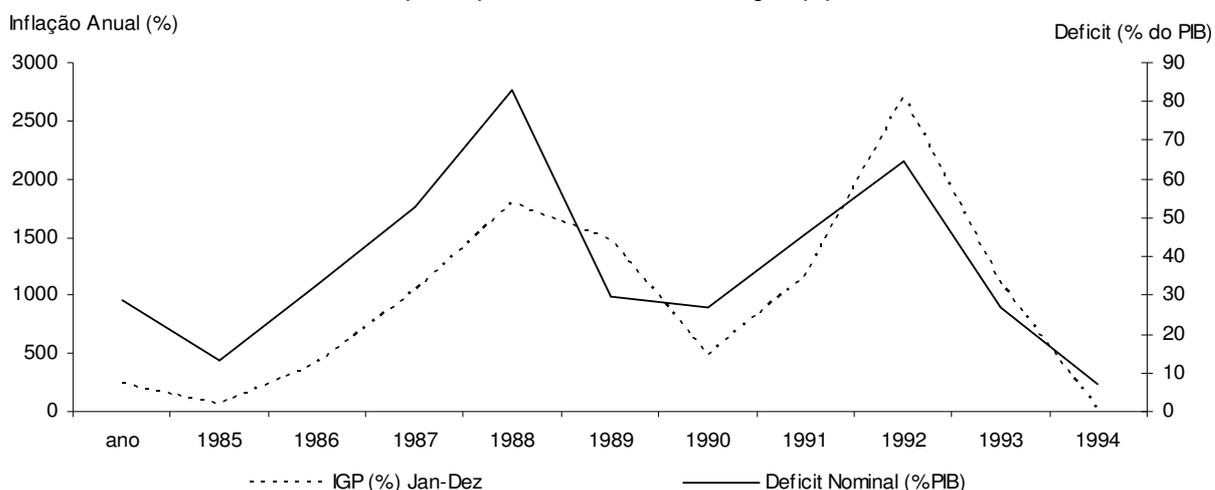
1.1 Necessidades de Financiamento do Setor Público - NFSP

Quando os gastos públicos superam o montante da tributação ocasionando um desequilíbrio entre receitas e despesas, tem-se o chamado **déficit público**. Tal resultado também conhecido como **Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP)**, corresponde à parcela das despesas realizadas, que não são cobertas pelas receitas.

No início dos anos 80, com a inflação anual no Brasil passando de 40%, viu-se que os conceitos relativos aos resultados fiscais precisavam ser adaptados àquela situação. À época, verificou-se que a diferença entre as despesas e as receitas totais estava diretamente ligada aos índices de inflação, mesmo quando se media essa diferença como proporção do PIB.

Gráfico 1.1

Déficit Nominal do Setor Público (% PIB) e Índice Geral de Preços (%)



Fonte: Banco Central

Naquela década e na seguinte, a economia brasileira passou por vários planos de estabilização, e a relação déficit nominal-PIB variou fortemente acompanhando o sobe e desce da taxa de inflação, conforme demonstra o Gráfico 1.1. Com isso, o **resultado nominal** (diferença entre as receitas e despesas totais) passou a não ser uma boa referência para a economia, levando a maioria dos técnicos a utilizar o conceito de **resultado operacional**, o

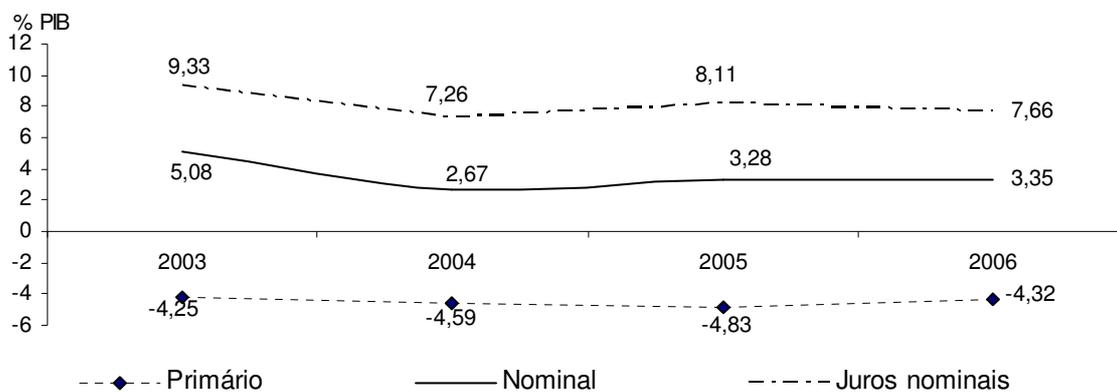
qual é obtido a partir do próprio resultado nominal, excluindo do mesmo a parcela referente à atualização monetária da dívida.

Em países com altos índices de inflação, o conceito de resultado operacional é relevante porque indica a necessidade de financiamento do setor público em um ambiente sem variação de preços. Já em países com baixa inflação, onde a correção monetária é pequena, esse conceito perde importância.

No Brasil, a partir da década de 1990, com o Plano Real e o fim do ciclo inflacionário, passou-se a utilizar o conceito de **resultado primário**, que corresponde ao resultado nominal excluída a parcela referente aos juros nominais² sobre a dívida. Sendo atualmente o mais difundido no Brasil, esse conceito evidencia o esforço fiscal do setor público, já que não considera os recursos destinados ao pagamento de juros sobre a dívida existente. Por meio desse resultado, é possível avaliar o empenho do governo em buscar o equilíbrio de suas contas. Se o setor público gasta menos do que arrecada, desconsiderando a apropriação de juros sobre a dívida existente, diz-se que há **superávit primário**. Se, no entanto, o governo gasta mais do que arrecada, excluindo-se a parcela dos juros, há **déficit primário**.

Gráfico 1.2

Necessidades de financiamento do setor público - 2003/2006



Fonte: Banco Central

Vale mencionar a possibilidade de existir simultaneamente superávit primário e déficit nominal, no caso de a diferença entre receitas e despesas totais não ser suficiente para o pagamento dos juros sobre a dívida. No Gráfico 1.2, pode-se observar que essa é a situação por que passa Brasil já há algum tempo. Em relação a esse gráfico, vale esclarecer que índices

2 Considera-se juros nominais os juros reais mais a atualização monetária.

negativos para necessidades de financiamento do setor público indicam que as receitas foram maiores que as despesas, e positivos, que as despesas superaram as receitas. Esse é o motivo, pelo qual as NFSP, no conceito primário³, normalmente, são valores negativos, indicando que as receitas superaram as despesas, excluía a parcela dos juros.

Os conceitos apresentados podem ser definidos a partir das seguintes relações:

1. $R_o = R_n - A_m$
2. $J_n = J_r + A_m$
3. $R_p = R_n - J_n = R_o - J_r$

onde:

- R_n = Resultado Nominal;
 R_o = Resultado Operacional;
 R_p = Resultado Primário;
 J_n = Juros Nominais sobre a Dívida;
 J_r = Juros Reais sobre a Dívida; e
 A_m = Atualização Monetária da Dívida.

1.2 Acima da linha X Abaixo da linha

Quando o resultado nominal é calculado pela simples diferença entre as receitas totais e as despesas totais, diz-se que foi encontrado pelo método “**acima da linha**”. Nesse caso, o resultado é obtido sem qualquer consulta ao montante da dívida do governo.

Por outro lado, quando o resultado é obtido pela variação total da dívida líquida, diz-se que foi encontrado pelo método “**abaixo da linha**”. Se a dívida líquida aumenta é porque o governo gastou mais do que arrecadou, e, por isso, essa variação pode ser considerada como o resultado nominal.

Em suma, o método “acima da linha” apura o resultado fiscal pela diferença entre fluxos e o método “abaixo da linha” pela diferença entre estoques. O primeiro conceito viabiliza um melhor acompanhamento da execução orçamentária, enquanto o segundo método assegura tratamento homogêneo em relação às informações.

³ Pode-se dizer que NFSP no conceito primário é sinônimo de resultado primário. Aritmeticamente, apenas se altera o sinal. Da mesma forma, NFSP no conceito nominal é sinônimo de resultado nominal, e NFSP no conceito operacional é sinônimo de resultado operacional.

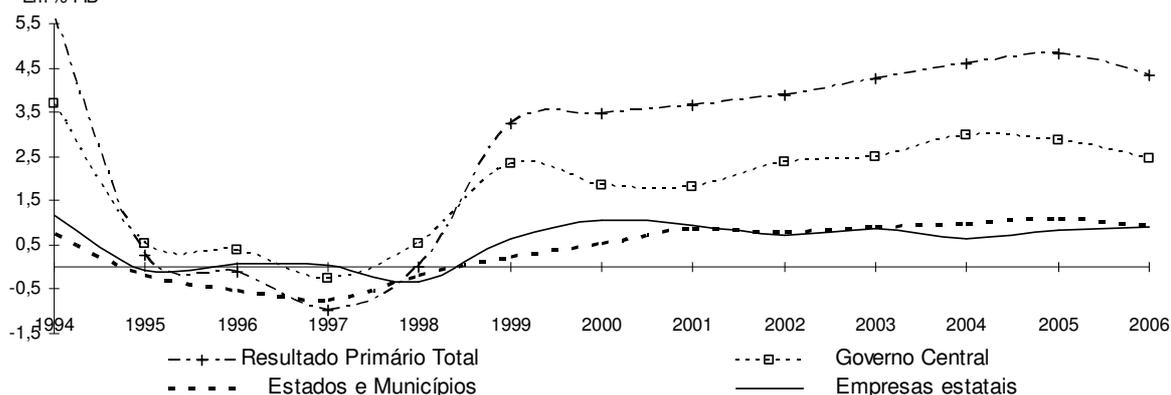
1.3 Abrangência do conceito de setor público

Para o presente trabalho, faz-se também necessário esclarecer a abrangência do conceito de setor público para efeitos de cálculo do resultado fiscal. O conceito refere-se ao setor público não financeiro mais o Banco Central. Por sua vez, considera-se setor público não financeiro o governo federal, os governos estaduais, os governos municipais, as empresas estatais federais, estaduais e municipais e o INSS. O Gráfico 1.3 apresenta o resultado primário desagregado por esfera do governo, mostrando o esforço fiscal dos diversos entes envolvidos.

Gráfico 1.3

Resultado Primário por Esfera do Governo 1994-2006

Em % PIB



Fonte: Bacen

Tabela 1.0

Resultado Primário por Esfera do Governo 2000-2006

Em % do PIB

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Resultado Primário Total | 3,46 | 3,64 | 3,89 | 4,25 | 4,59 | 4,83 | 4,32 |
| Governo Central | 1,86 | 1,83 | 2,37 | 2,49 | 2,97 | 2,88 | 2,46 |
| Estados e Municípios | 0,55 | 0,87 | 0,79 | 0,89 | 0,99 | 1,1 | 0,94 |
| Empresas estatais | 1,06 | 0,93 | 0,73 | 0,87 | 0,64 | 0,85 | 0,91 |

Fonte: Bacen (Séries Históricas)

1.4 Dívida do Setor Público

Há vários conceitos relacionados à dívida pública. O primeiro que merece ressaltarmos é o da **Dívida Bruta do Governo Geral**, a qual abrange o total das dívidas de

responsabilidade dos governos federal, estaduais e municipais (incluindo administração direta e indireta e o INSS) junto ao setor privado, ao setor público financeiro, ao Banco Central e ao resto do mundo. Em junho de 2006, a Dívida Bruta do Governo Geral totalizava R\$1.465,7 bilhões, equivalentes a 72,4% do PIB (Fonte: Bacen). Desse conceito, extrai-se o número relativo à **Dívida Líquida do Governo Geral** que é a diferença entre o total de créditos e débitos dos governos federal, estaduais e municipais (incluindo administração direta e indireta e o INSS). Em junho de 2006, a Dívida Líquida do Governo Geral totalizava R\$1.037,9 bilhões, ou 51,2% do PIB (Fonte Bacen).

Tabela 1.1

Dívida Líquida do Setor Público Consolidado

Em R\$ milhões

| Discriminação | 2006 | | 2007 | | | |
|--------------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|
| | Dez | | Jan | | Fev | |
| | Saldos | % PIB | Saldos | % PIB | Saldos | % PIB |
| Dívida Líquida Total (A) | 1067 363 | 44,9 | 1067 894 | 44,6 | 1 076 305 | 44,7 |
| Governo federal | 727 319 | 30,6 | 739 729 | 30,9 | 747 649 | 31,1 |
| Banco Central do Brasil | 8 481 | 0,4 | -4 510 | -0,2 | - 4 194 | -0,2 |
| Governos estaduais | 316 864 | 13,3 | 316 460 | 13,2 | 317 158 | 13,2 |
| Governos municipais | 47 073 | 2,0 | 46 447 | 1,9 | 46 653 | 1,9 |
| Empresas estatais | -32 373 | -1,4 | -30 233 | -1,3 | - 30 961 | -1,3 |
| Federais | -62 531 | -2,6 | -60 421 | -2,5 | - 60 529 | -2,5 |
| Estaduais | 26 712 | 1,1 | 26 731 | 1,1 | 26 109 | 1,1 |
| Municipais | 3 445 | 0,1 | 3 457 | 0,1 | 3 459 | 0,1 |

Fonte: Bacen

Já a **Dívida Líquida do Setor Público Consolidado (DLSP)** é o conceito mais amplo de dívida, pois inclui os governos federal, estaduais e municipais, o Banco Central, a Previdência Social e as empresas estatais. Na Tabela 1.1, pode-se verificar que, em fevereiro de 2007, a DLSP totalizava R\$ 1,076 bilhões (Fonte: Bacen).

Outro conceito relevante é o de **Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi)**. Essa corresponde ao estoque de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central. Em junho de 2006, a DPMFi correspondia a R\$1.016,1 bilhões (Fonte: Bacen). Vale ressaltar que, com o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar n. 101, de 4/5/2000), ficou vedada a emissão de títulos da dívida pública pelo Banco Central.

Tabela 1.2

Dívida líquida e bruta do Setor Público Consolidado

Em % do PIB

| Discriminação | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Dívida líquida do setor público consolidado | 45,5 | 48,4 | 50,5 | 52,4 | 47,0 | 46,5 | 44,9 |
| Dívida líquida do governo geral | 42,8 | 47,5 | 49,2 | 51,7 | 47,2 | 46,8 | 45,9 |
| Dívida bruta do governo geral | 60,3 | 64,9 | 64,9 | 70,4 | 65,4 | 67,4 | 65,5 |
| Dívida interna | 47,6 | 51,6 | 48,6 | 56,6 | 54,6 | 58,5 | 59,2 |
| Dívida externa | 12,7 | 13,3 | 16,3 | 13,8 | 10,8 | 8,8 | 6,3 |
| Governo federal | 11,8 | 12,3 | 15,1 | 12,8 | 9,9 | 8,1 | 5,7 |
| Governos estaduais | 0,8 | 0,8 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,6 | 0,5 |
| Governos municipais | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Créditos do governo geral | -17,5 | -17,4 | -15,6 | -18,8 | -18,2 | -20,5 | -19,6 |
| Créditos internos | -17,3 | -17,1 | -15,3 | -18,6 | -18,0 | -20,4 | -19,6 |
| Créditos externos | -0,2 | -0,3 | -0,4 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | 0,0 |
| Governo federal | -0,2 | -0,3 | -0,4 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | 0,0 |
| Governos estaduais | - | - | - | - | - | - | - |
| Governos municipais | - | - | - | - | - | - | - |
| Dívida líquida do Banco Central | 0,7 | -0,5 | -0,3 | -0,3 | -0,4 | 0,2 | 0,4 |
| Dívida líquida das empresas estatais | 2,0 | 1,4 | 1,6 | 1,0 | 0,2 | -0,5 | -1,4 |

Fonte: Banco Central

CAPÍTULO 2 – CARGA TRIBUTÁRIA

2.1 Curva Ascendente

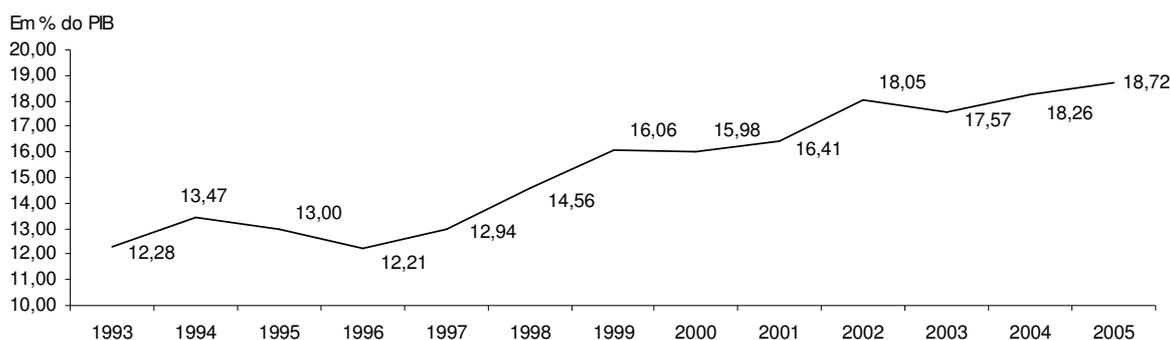
Como se sabe, as receitas tributárias são a principal fonte de financiamento do governo brasileiro. Sem elas, não haveria como o governo oferecer serviços públicos, pagar seus servidores, ou quitar suas dívidas.

Não há como falar em pagamento de juros, superávit primário, ou em dívida pública, sem antes apresentar algumas informações em relação a sua fonte de financiamento, sobretudo, porque, conforme demonstraremos a seguir, a carga tributária vigente no Brasil tem influenciado negativamente em decisões sobre investimentos.

Segundo o Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário (IBPT), em 2006, a carga tributária brasileira alcançou a cifra de 38,8 % do PIB, estando entre as mais elevadas do mundo. Em valores, o total da arrecadação tributária passou de R\$ 732,87 bilhões em 2005 para R\$ 815,07 bilhões em 2006 (Fonte: IBPT).

Gráfico 2.1

Receitas Tributárias Federais 1993-2005



Fonte: IPEA

Ainda de acordo com o referido instituto, cada brasileiro pagou, em média, R\$ 4.434,68 de tributos em 2006, o que, sem dúvida, é um valor extremamente alto se considerarmos que a renda média de um trabalhador brasileiro nesse mesmo ano foi de R\$ 1.056,60⁴. No Gráfico 2.1, pode-se verificar a escalada da carga tributária administrada pelo governo federal. Em dez anos, de 1995 a 2005, o total de tributos recolhidos cresceu

4 Referência: Novembro/2006. Fonte: IBGE

mais de 40%. Nesse período, a dívida líquida do governo federal saltou de 13,4% do PIB em 1995 para 34,1% em 2005.

2.2 Peso morto dos tributos

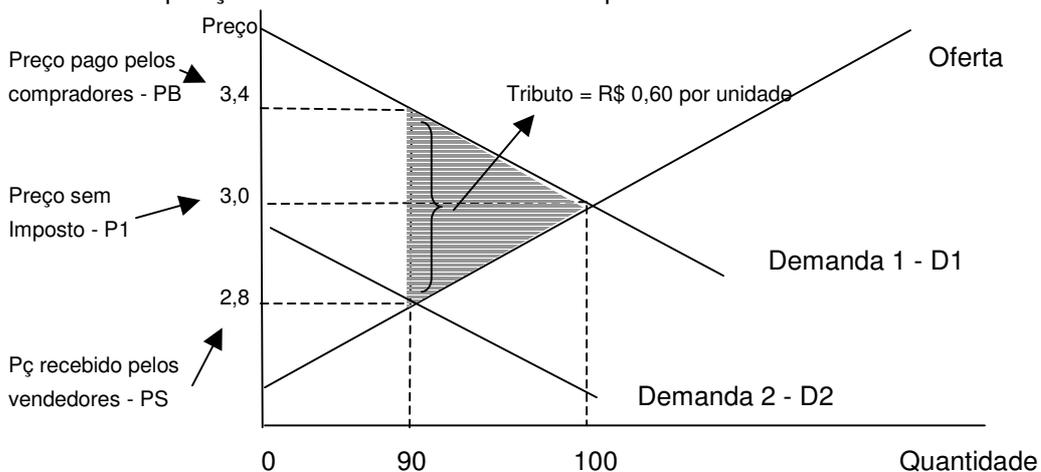
A teoria econômica clássica demonstra, de forma relativamente simples, por meio de um gráfico, os efeitos maléficos da imposição de um tributo sobre um bem ou serviço. Suponhamos que a Figura 2.1 representa o mercado de pacotes de café. Em um cenário sem impostos, teríamos as curvas da oferta e da demanda inicial – D1, sendo a quantidade ofertada 100 e o preço de equilíbrio R\$ 3,00 por pacote.

Se o governo estipular um imposto de, por exemplo, R\$ 0,60 por unidade, a curva de demanda se desloca para baixo, levando a uma nova situação onde teríamos a curva de oferta acompanhada de uma nova curva de demanda – D2.

Nessa nova situação, com o equilíbrio, a quantidade produzida cairia para 90, o vendedor passaria a receber R\$ 2,80 por pacote e o comprador a pagar R\$ 3,40. Observe que o tributo impôs uma clara ineficiência ao mercado. Antes, a produção de equilíbrio era de 100 pacotes de café. Com a imposição do tributo, passou a ser de apenas 90.

Figura 2.1

Efeitos da Imposição de um Tributo sobre os Compradores



Além disso, os vendedores passam a receber menos e os compradores a pagar mais pela mesma quantidade do produto. Há a imposição do chamado “peso morto” dos impostos,

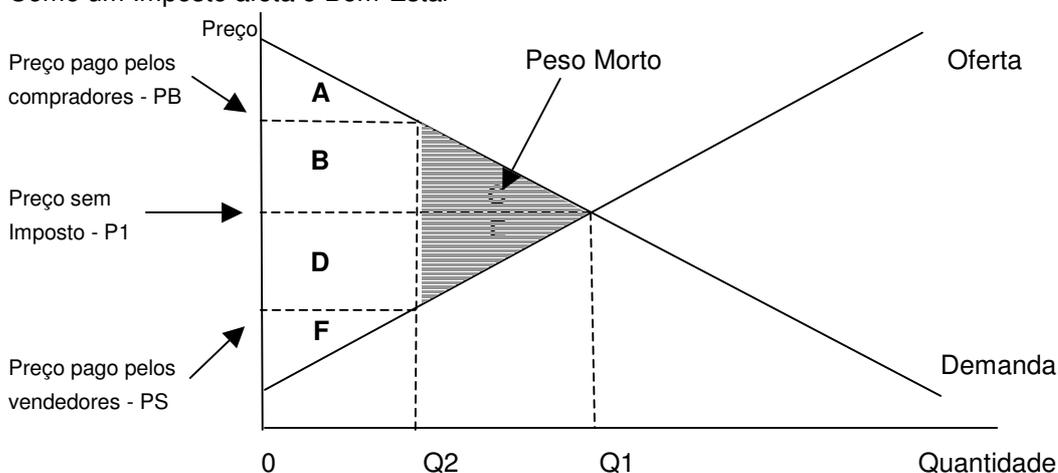
um dos efeitos nocivos da tributação, que desestimula o mercado e faz com que a quantidade produzida seja aquém da possível.

Podemos visualizar, com maior clareza, a existência desse “peso morto” com a teoria econômica do bem estar. MANKIW⁵, com o auxílio de um modelo gráfico similar ao da Figura 2.2, ensina:

Sem o imposto, o preço e a quantidade são dados pela interseção das curvas de oferta e de demanda, o preço é $P1$ e a quantidade vendida $Q1$. Como a curva de demanda reflete a disposição para pagar dos compradores, o excedente do consumidor é a área entre a curva de demanda e o preço, $A+B+C$. Da mesma forma, uma vez que a curva de oferta reflete os custos dos vendedores, o excedente do produtor é a área entre a curva de oferta e o preço, $D+E+F$. Neste caso, como não há imposto, a receita tributária é igual a zero. O excedente total, a soma dos excedentes do consumidor e do produtor, é igual a $A+B+C+D+E+F$. (...) Considere agora o bem-estar após a criação de um imposto. O preço pago pelos compradores aumenta de $P1$ para PB , de modo que o excedente do consumidor se reduz para a área A (área abaixo da curva de demanda e acima do preço para o comprador). O preço recebido pelos vendedores cai de $P1$ para PS , de modo que o excedente do produtor se reduz à área F (a área acima da curva de oferta e abaixo do preço do vendedor). A quantidade vendida cai de $Q1$ para $Q2$ e o governo arrecada uma receita tributária igual à $B+D$. (...) verificamos que o excedente total do mercado cai no equivalente à área $C+E$. Portanto, as perdas de compradores e vendedores decorrentes de um imposto são maiores do que a receita arrecadada pelo governo. A redução no excedente total decorrente de um imposto é denominada peso morto. A área $C+E$ mede o montante do peso morto.

Figura 2.2

Como um Imposto afeta o Bem-Estar



⁵ MANKIW, N. Gregory. Introdução à economia: princípios de micro e macroeconomia. Rio de Janeiro: Campus, 2001. 831 p.

2.3 Tributação excessiva e mal distribuída

Os malefícios de uma carga tributária elevada em um país de baixa renda como no Brasil são diversos. A carga tributária de quase 40% do PIB significa que o governo retira esses recursos da sociedade e, depois, devolve-os parcialmente sob a forma de gasto público.

Conforme ressalta Marcos Mendes⁶, “em um contexto de tributação elevada, pagar ou não todas as obrigações tributárias passa a ser, muitas vezes, uma decisão determinante sobre a possibilidade de sobrevivência das empresas. Muitas optam por não pagar impostos e, para não aparecer aos olhos do fisco, não podem crescer, mantendo-se pequenas e pouco produtivas, não podendo aproveitar os ganhos decorrentes do aumento da escala de produção e do acesso a técnicas mais eficientes.”

O efeito da tributação sobre as decisões de investimento é facilmente perceptível, quando se observa os deslocamentos industriais que se vê recentemente, dentro do próprio território nacional. A chamada guerra fiscal impõe alíquotas de tributos diferenciadas entre alguns Estados, fazendo com que grandes empresas alterem seus planos de investimento, deslocando suas plantas indústrias entre os entes da federação.

O efeito inibidor da alta tributação sobre potenciais investidores cria um ciclo vicioso, que acaba por levar a economia a um alto grau de informalidade. Quando o investimento diminui, não há geração de empregos formais. Com menos oferta de empregos, a renda das pessoas cai e elas compram menos, gerando menor consumo. Com essa queda no consumo, mais empresas formais são levadas à informalidade, que passa a ser a única oportunidade de sobrevivência, já que, na maioria das vezes, sua taxa de lucro passa a ser menor que a tributação vigente.

Outro aspecto negativo que merece ser ressaltado sobre a carga tributária no Brasil é que, além de ser alta, ela é mal distribuída. É altamente regressiva. A parte da população que tem menos poder aquisitivo é a que paga mais. Tal distorção é facilmente explicada quando se observa a distribuição dos tributos pelas bases de incidência.

6 MENDES, Marcos. *Gasto Público Menor e Mais Eficiente como Condição Necessária ao Crescimento Acelerado da Economia Brasileira*. 2006. Disponível em: <<http://www.forumnacional.org.br/publi/ep/EP0146.pdf>>. Acesso em: 20 mai. 2007.

Os impostos sobre bens e serviços sozinhos respondem por mais de 60% da arrecadação total do governo (Tabela 2.1). O mesmo valor de ICMS pago por um operário assalariado ao comprar, por exemplo, um quilo de café, é também o valor pago por um cidadão com alto poder aquisitivo. Além disso, os impostos sobre a renda, que poderiam de alguma forma corrigir distorções como essa, representam apenas 18,4% no total de arrecadação.

Tabela 2.1

Receita Tributária por principais bases de incidência – 2001

| NATUREZA DA RECEITA | % DA RECEITA | % do PIB |
|---|--------------|-------------|
| Receita Tributária Total | 100 | 33,64 |
| Tributos sobre Comércio Exterior | 2,3 | |
| Imposto sobre Importação | 2,3 | 0,76 |
| Tributos sobre Bens e Serviços | 60,9 | |
| ICMS | 23,3 | 7,85 |
| IPI | 4,8 | 1,62 |
| IOF | 0,9 | 0,3 |
| Cofins | 11,5 | 3,86 |
| PIS-Pasep | 2,8 | 0,95 |
| CPMF | 4,3 | 1,43 |
| ISS | 1,8 | 0,6 |
| CIDE | - | |
| Tributos sobre Patrimônio | 3,1 | |
| IPTU | 1,4 | 0,47 |
| IPVA | 1,6 | 0,52 |
| ITR | 0,1 | 0,02 |
| Tributos sobre a Renda | 18,4 | |
| Impostos sobre Renda e Proventos | 16,1 | 5,41 |
| CSLL | 2,3 | 0,78 |
| Tributos sobre Mão-de-obra | 21,8 | |
| Contribuição para Previdência Social/FGTS | 21,8 | 7,32 |
| Outros | 5,2 | 1,74 |

Fonte: BNDES - Informe n. 54, abril de 2003

(Base: Municípios RJ, SP, MG)

Por fim, vale lembrar que a alta carga tributária contribui também para a concentração de empresas e a ineficiência produtiva. No mercado brasileiro, a concorrência é cada vez menor. Em um cenário como o nosso, para um empreendimento ser viável, a taxa de lucro deve superar 40%, considerando a tributação média existente. Somente grandes empreendimentos, com margem de lucro acima da média, têm condições de arcar com tamanha carga fiscal. No ambiente de baixa concorrência, essas empresas não precisam de grandes esforços para manter sua clientela. Com isso, não investem em qualidade e eficiência,

resultando em um cenário estagnado sempre a margem de inovações externas. Basta lembrar que o Brasil está entre os países que menos depositam patentes no mundo.

Portanto, ficam descritas, no presente capítulo, algumas das conseqüências malélicas de uma carga tributária elevada. No capítulo 5, poderemos verificar qual a causa real do nível de tributação crescente no Brasil, e, se um corte nos tributos, poderia ser financiado por uma queda no nível do superávit primário projetado para os próximos anos.

CAPÍTULO 3 – DÍVIDA PÚBLICA

3.1 Tamanho Relativo de uma Dívida Pública

Se perguntarmos para um economista ou um contador sobre a possibilidade de uma empresa pagar uma dívida de R\$ 1 milhão, ele como certeza nos responderá com uma pergunta: qual o tamanho da empresa? De fato, para uma micro-empresa, uma dívida de R\$ 1 milhão pode ser impagável, mas, para uma montadora de automóveis, por exemplo, pode não representar um grande montante.

Tabela 3.1

Dívida Relativa de Países Selecionados

| País | PIB nominal (Em US\$ bi) | Dívida externa | Dívida/ PIB (Em %) |
|---------------|-----------------------------|-------------------|-----------------------|
| África do Sul | 254,5 | 55,5 | 21,8 |
| China | 2 610,4 | 295,2 | 11,3 |
| Coréia | 882,5 | 230,3 | 26,1 |
| Indonésia | 364,2 | 116,7 | 32,0 |
| Taiwan | 355,7 | 57,6 | 16,2 |
| Tailândia | 205,2 | 51,8 | 25,2 |
| Polônia | 337,2 | 161,3 | 47,8 |
| Rússia | 979,4 | 266,6 | 27,2 |
| Turquia | 389,1 | 211,6 | 54,4 |
| Argentina | 212,8 | 137,9 | 64,8 |
| Brasil | 947,5 | 176,4 | 18,6 |
| Chile | 144,5 | 44,8 | 31,0 |
| México | 835,6 | 158,6 | 19,0 |
| Venezuela | 184,4 | 42,4 | 23,0 |

Fonte: Bacen

O mesmo pode-se dizer em relação a um país. O tamanho de sua dívida só pode ser verificado diante do tamanho e desempenho de sua economia. A informação isolada de que um país deve R\$ 1 trilhão ou R\$ 1 bilhão não é suficiente para concluirmos se sua dívida é grande ou pequena. Precisamos de informações relativas a sua produção de bens e serviços. Como se sabe, o meio que se utiliza para medir o desempenho da economia de um país é o

Produto Interno Bruto – PIB. A título ilustrativo, apresentamos, na Tabela 3.1, os índices de endividamento de alguns países, considerando-se suas dívidas externas⁷.

Dessa forma, sempre que nos referirmos à trajetória da dívida relativa de um país, temos que considerar o comportamento de duas variáveis: o numerador representado pela própria dívida nominal (em moeda corrente) e o denominador representado pelo comportamento do PIB. Se o governo tem um superávit primário suficiente para pagar todos os juros da dívida e ela se mantiver estável, o comportamento da dívida relativa dependerá exclusivamente do comportamento da economia, medido pelo PIB. Caso esse produto interno cresça, a dívida em relação ao PIB tende a diminuir.

Por outro lado, se o PIB se mantiver estagnado, o nível de endividamento do país dependerá unicamente do comportamento da dívida nominal (numerador). Caso o governo não tenha resultados primários suficientes à manutenção de seu volume, o endividamento relativo tende a aumentar.

Dessa forma, nada impede que um governo aumente o seu endividamento, sem comprometer a relação dívida/PIB, em um cenário onde a economia cresça proporcionalmente ao aumento daquele endividamento.

Ante a essas considerações, pode-se entender o motivo pelo qual a confiança dos investidores está diretamente ligada ao montante da relação dívida/PIB e não ao montante da dívida nominal. Dessa forma, a pergunta que se faz é qual a relação dívida/PIB poderia ser considerada alta? Qual valor da dívida relativa seria adequado a um país?

As respostas a essas perguntas serão dadas nos próximos capítulos, após estudarmos as variáveis determinantes da trajetória da dívida. No entanto, já adiantamos, a seguir, algumas considerações sobre o tema.

Voltando à analogia com o setor privado, para verificarmos se uma dívida poderia ser paga por uma empresa, deveríamos observar, além do seu tamanho, outros fatores relevantes, dentre os quais o seu endividamento total, o seu comportamento quanto a dívidas passadas, o índice de juros cobrado por seus credores e a própria solidez do ramo de negócio onde se insere a empresa.

O mesmo se dá em relação ao setor público. Para verificarmos se uma relação dívida/PIB é alta ou baixa, devemos levar em consideração outros fatores, além do próprio percentual. Um país com desempenho fiscal sólido pode ter uma dívida relativa maior sem despertar a desconfiança dos investidores. Isso pode acontecer, por exemplo, quando o

7 - Nas estatísticas do Bacen, não há informações relativas às dívidas internas líquidas desses países, apenas em relação às dívidas externas totais.

histórico desse país demonstrar que o seu governo sempre arcou com os compromissos assumidos. Já em países com histórico de inadimplência, aquele mesmo nível de endividamento poderia ser preocupante para os analistas financeiros.

Há de se verificar também o custo da dívida do país envolvido. Em tese, um país com o dobro da relação dívida/PIB de um outro pode até mesmo pagar menos encargos por sua dívida do que esse outro. Tudo dependerá dos índices de correção das dívidas. Assim, um índice de endividamento de 50% do PIB, no Brasil, pode ser considerado formalmente maior do que a mesma relação em um outro país onde os juros reais são menores.

Além disso, deve-se observar qual a composição da dívida. Em países com a economia mais sólida, com histórico de estabilidade, a dívida é composta, em sua maioria, por títulos de longo prazo e a taxas pré-fixadas. Isso deixa o governo desses países menos vulnerável a oscilações conjunturais, pois, caso haja a necessidade de aumentar a taxa de juros, a medida não afetaria de forma relevante o trabalho de rolagem da dívida.

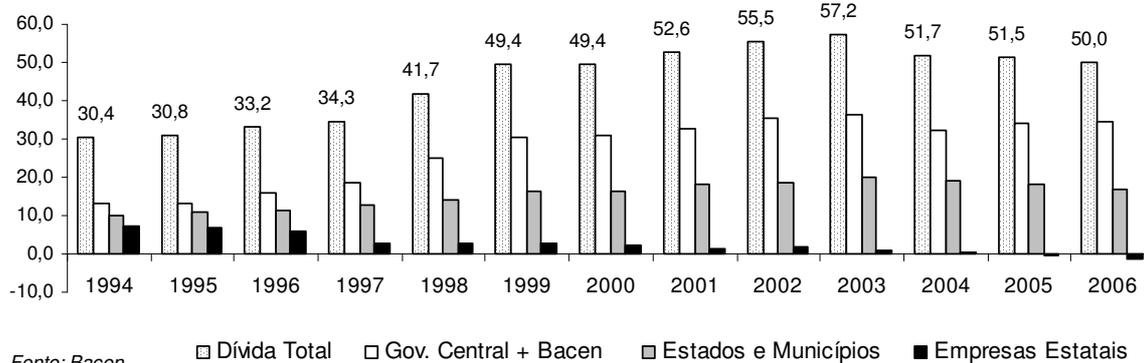
Por outro lado, países com histórico de instabilidade econômica, como não conseguem demanda para títulos de longo prazo, lançam papéis de curto prazo, geralmente atrelados à taxa básica de juros. Isso os coloca extremamente vulneráveis a dificuldades conjunturais. Caso tenham que elevar os juros para conter um ressalto inflacionário, o montante de suas dívidas será automaticamente elevado, e eles terão dificuldades em rolar seus débitos, em face da própria desconfiança do mercado. Em alguns casos, terão que resgatar os títulos, monetizando a economia, e, com isso, indo de encontro à própria política monetária de aumento dos juros.

3.2 Dívida Pública no Brasil

Entre 1994 e 2006, a relação dívida/PIB, no Brasil, cresceu em quase todo o período, iniciando uma curva descendente só a partir de 2003 (Gráfico 3.1). A dívida como proporção do PIB passou de 30,4%, em 1994, para 50,0%, ao final de 2006. Pelas últimas informações divulgadas pelo Banco Central (30/4/2007)⁸, o montante da dívida atingiu, no último mês de março, R\$1.088,5 bilhões (45,0% do PIB).

⁸ BANCO CENTRAL. *Nota para a imprensa*. 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPOLFISC>>. Acesso em 20 mai. 2007.

Gráfico 3.1
Dívida Líquida do Setor Público
 Em % do PIB



Ressalte-se que a queda abrupta do percentual de 2006 (50% do PIB) para o percentual de março de 2007 (45% do PIB) se deve à mudança de metodologia do cálculo do PIB, implementada, no início deste ano, pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). Basicamente, o órgão aumentou as fontes de informação e o número de atividades econômicas observadas. Passou a utilizar dados de pesquisas anuais da indústria antes não considerados. No setor governamental, o consumo de capital fixo passou a ser considerado. Além disso, a atualização da produção do governo passou a ser atualizada considerando os dados captados a cada ano e não o crescimento demográfico. No setor financeiro, os serviços passaram a ser medidos por uma metodologia mais eficiente, e os fundos de investimento foram incorporados ao cálculo.

Com essa nova metodologia de cálculo do PIB, o crescimento da economia em 2006 foi recalculado, subindo de 2,9% para 3,7%.

3.3 Composição da Dívida Pública Brasileira

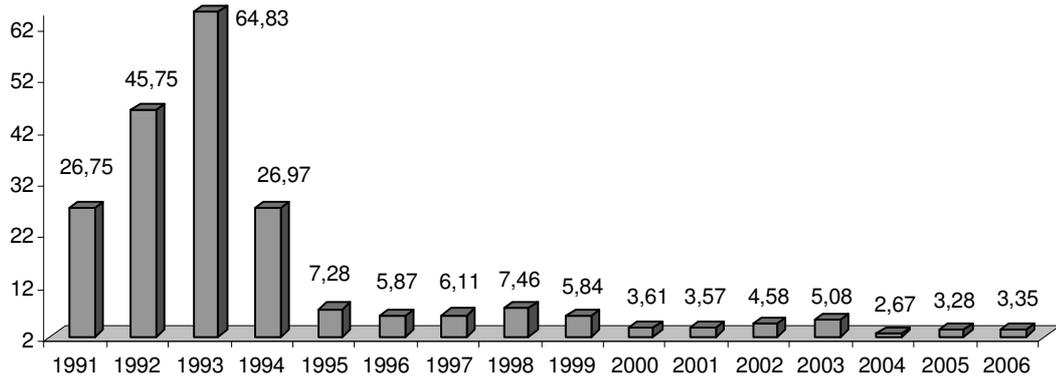
No Gráfico 3.3, pode-se observar que, na última década, o resultado nominal das contas públicas foi sempre deficitário. De acordo com PRADO⁹, “durante o período de inflação alta e hiper-inflação (1985-1994), o déficit público nacional era sustentado pela emissão de moeda, o que resultava na manutenção do ciclo inflacionário. A partir de julho de

9 PRADO, Luiz Humberto. *Déficit Nominal Zero?*. 2005. Disponível em: <http://www.cepefin.org.br/bolet_site/estudo_deficit_nominal_zero_16_08.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2007.

1994, com o início do plano real, o governo precisava controlar a inflação, mas não mais podia imprimir moeda. Assim, para estancar o déficit público, o tesouro nacional passou a emitir títulos.” Essa medida teve como consequência um salto no custo dos serviços da dívida (juros nominais).

Gráfico 3.3

Necessidades de Financiamento do Setor Público (conceito nominal em % PIB) (1991-2006)

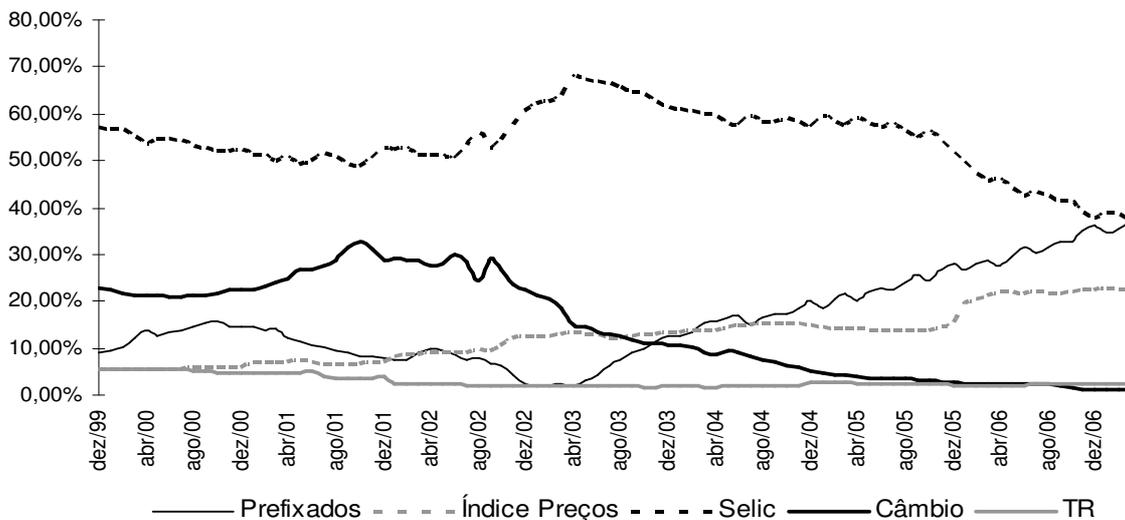


Fonte: Banco Central

Apesar de recentes alterações no perfil da dívida mobiliária brasileira, a maioria dos títulos públicos emitidos ainda é atrelada à taxa básica de juros (Selic), o que, conforme já mencionamos no item 3.1, traz várias consequências negativas como prejuízos à política monetária (pela monetização de parte da dívida), e menor solidez da relação dívida/PIB, em face de oscilações de mercado.

Gráfico 3.4

Composição da Dívida Pública Mobiliária Federal 1999-2006



Fonte: Bacen

Além disso, quando o governo atua por meio da política monetária, aumentando a Selic, os juros nominais pagos pela dívida também aumentam. Os títulos vinculados à Selic criam uma mútua influência perniciosa entre as políticas fiscal e monetária. No Gráfico 3.4 e na Tabela 3.2, podemos observar a mudança recente no perfil da dívida pública mobiliária federal.

Tabela 3.2

Composição da DPMFi em Poder do Público

| Mês | Prefixados | | Índice Preços | | Selic | | Câmbio | | TR | | Total |
|--------|------------|--------|---------------|--------|--------|---------------|--------|-------|-------|-------|----------|
| mar/06 | 293,56 | 28,75% | 216,83 | 21,23% | 466,09 | 45,64% | 23,75 | 2,33% | 20,99 | 2,06% | 1.021,22 |
| abr/06 | 276,89 | 27,61% | 220,04 | 21,94% | 462,45 | 46,12% | 22,39 | 2,23% | 21,02 | 2,10% | 1.002,78 |
| mai/06 | 295,21 | 29,55% | 218,74 | 21,89% | 440,30 | 44,07% | 24,60 | 2,46% | 20,24 | 2,03% | 999,10 |
| jun/06 | 319,59 | 31,45% | 220,81 | 21,73% | 432,06 | 42,52% | 23,28 | 2,29% | 20,36 | 2,00% | 1.016,10 |
| jul/06 | 307,79 | 30,36% | 222,17 | 21,91% | 437,83 | 43,18% | 23,56 | 2,32% | 22,58 | 2,23% | 1.013,93 |
| ago/06 | 327,23 | 31,49% | 224,06 | 21,56% | 441,55 | 42,50% | 23,24 | 2,24% | 22,94 | 2,21% | 1.039,01 |
| set/06 | 348,62 | 32,83% | 228,40 | 21,51% | 440,27 | 41,46% | 21,10 | 1,99% | 23,47 | 2,21% | 1.061,86 |
| out/06 | 349,17 | 32,85% | 235,24 | 22,13% | 437,98 | 41,20% | 16,88 | 1,59% | 23,77 | 2,24% | 1.063,03 |
| nov/06 | 380,32 | 35,16% | 242,26 | 22,40% | 420,98 | 38,92% | 14,31 | 1,32% | 23,79 | 2,20% | 1.081,66 |
| dez/06 | 395,04 | 36,13% | 246,43 | 22,54% | 413,66 | 37,83% | 14,17 | 1,30% | 24,19 | 2,21% | 1.093,50 |
| jan/07 | 375,60 | 34,53% | 250,72 | 23,05% | 423,18 | 38,90% | 14,16 | 1,30% | 24,24 | 2,23% | 1.087,90 |
| fev/07 | 396,33 | 35,39% | 253,02 | 22,59% | 430,40 | 38,43% | 14,15 | 1,26% | 26,15 | 2,33% | 1.120,05 |
| mar/07 | 425,80 | 37,26% | 258,90 | 22,66% | 417,42 | 36,53% | 13,73 | 1,20% | 26,80 | 2,35% | 1.142,65 |

Fonte: Bacen

Observa-se, na Tabela 3.2, que o percentual dos títulos atrelados à Selic, que passava de 60% do total no primeiro semestre de 2003, chegou próximo a 35% em março de 2007.

Não obstante tal melhoria no perfil da dívida, pode-se afirmar que os títulos vinculados à Selic ainda representam uma grande parcela do total, influenciando sobremaneira os resultados fiscais do governo.

Em março deste ano, por exemplo, quando o valor total dos títulos atrelados à Selic correspondia a R\$ 417,2 bilhões, a redução de 1% na taxa básica anual representaria um corte de R\$ 4,17 bilhões na despesa total com juros. Seguindo essa linha de raciocínio, uma queda da taxa básica para 10% ao ano faria com que o governo economizasse anualmente, pelo menos, R\$ 10,42 bilhões, considerando a taxa anual de 12,5% ao ano, vigente em abril de 2007. Nesse caso, o valor da economia anual corresponderia a 0,5% do PIB.

3.4 Prazos de Maturação

Outra preocupação relevante sobre a dívida pública brasileira, em especial, sobre a mobiliária, diz respeito aos prazos de maturação. Conforme já mencionado neste trabalho, na ocorrência de alguma instabilidade econômica, o país onde o prazo de vencimento de seus títulos públicos é pequeno tem várias dificuldades para rolar sua dívida.

Tabela 3.3

Duração e Prazo Médios dos Títulos Federais (Em meses)

| Período | | Títulos do Tesouro Nacional | | | | | | | | | | | | | |
|---------|-----|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|------|
| | | LTN | | NTN-B | | NTN-C | | NTN-D | | NTN-F | | LFT | | | |
| | | Prazo | Dur. | Prazo | Dur. | Prazo | Dur. | Prazo | Dur. | Prazo | Dur. | Prazo | Dur. | | |
| 2000 | Dez | | 5,15 | | ... | | 37,78 | | 10,62 | | ... | | 10,33 | | 0,03 |
| 2001 | Dez | | 3,45 | | ... | | 72,27 | | 18,81 | | ... | | 32,40 | | 0,03 |
| 2002 | Dez | | 3,01 | | 114,55 | | 64,99 | | 17,74 | | ... | | 17,36 | | 0,03 |
| 2003 | Dez | | 6,35 | | 75,45 | | 70,05 | | 12,28 | | 38,25 | | 21,41 | | 0,03 |
| 2004 | Dez | | 5,20 | | 67,72 | | 69,90 | | 12,52 | | 30,41 | | 15,97 | | 0,03 |
| 2005 | Dez | | 9,45 | | 41,07 | | 81,00 | | 14,84 | | 35,68 | | 18,28 | | 0,03 |
| 2006 | Jan | | 10,82 | | 41,87 | | 82,12 | | 14,08 | | 37,37 | | 18,32 | | 0,03 |
| | Fev | | 10,68 | | 49,53 | | 82,42 | | 13,28 | | 38,20 | | 18,06 | | 0,03 |
| | Mar | | 9,83 | | 50,99 | | 82,13 | | 12,60 | | 37,21 | | 17,56 | | 0,03 |
| | Abr | | 10,70 | | 50,89 | | 82,68 | | 11,66 | | 36,70 | | 16,92 | | 0,03 |
| | Mai | | 10,03 | | 50,48 | | 81,68 | | 10,56 | | 36,83 | | 16,98 | | 0,03 |
| | Jun | | 9,38 | | 49,31 | | 80,77 | | 9,57 | | 36,94 | | 18,77 | | 0,03 |
| | Jul | | 10,31 | | 48,56 | | 81,60 | | 8,73 | | 39,46 | | 19,31 | | 0,03 |
| | Ago | | 9,78 | | 50,55 | | 80,96 | | 7,69 | | 39,85 | | 19,60 | | 0,03 |
| | Set | | 9,46 | | 50,71 | | 80,24 | | 19,85 | | 40,54 | | 19,76 | | 0,03 |
| | Out | | 10,33 | | 50,16 | | 80,30 | | 18,78 | | 41,00 | | 20,01 | | 0,03 |
| 2007 | Nov | | 9,82 | | 51,55 | | 80,48 | | 17,78 | | 38,58 | | 21,57 | | 0,03 |
| | Dez | | 9,23 | | 50,89 | | 83,75 | | 16,81 | | 37,62 | | 22,01 | | 0,03 |
| | Jan | | 10,38 | | 50,42 | | 84,73 | | 16,71 | | 38,72 | | 21,37 | | 0,03 |
| | Fev | | 10,02 | | 51,48 | | 84,10 | | 15,77 | | 38,46 | | 21,25 | | 0,03 |
| | Mar | | 9,69 | | 51,86 | | 83,55 | | 14,77 | | 38,44 | | 22,43 | | 0,03 |

Fonte: Bacen

No Brasil, mesmo diante de recentes alterações nos vencimentos da dívida mobiliária, pode-se considerar que os prazos de maturação ainda são curtos. O prazo médio dos dois principais títulos do tesouro nacional, LTN (taxa prefixada) e LFT (taxa pós-fixada - Selic), não passou de 23 meses em março de 2007. Apesar da melhora relevante em relação a

períodos anteriores, pode-se afirmar que esse prazo médio ainda não fornece a tranquilidade necessária aos administradores da dívida.

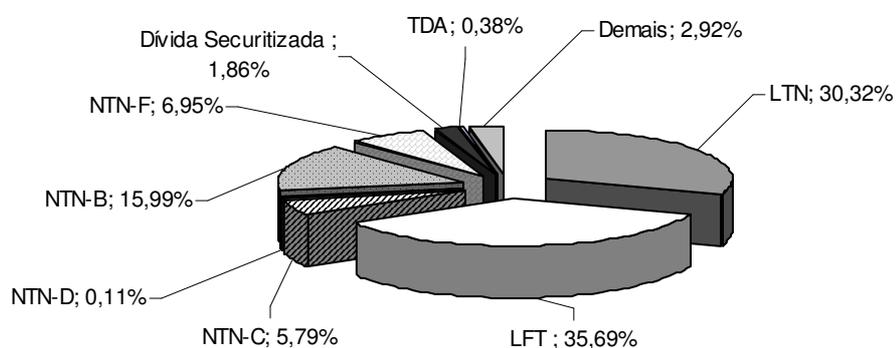
Quadro 3.1

Estoque da Dívida Pública Federal em mercado (R\$ milhões)
Títulos sob responsabilidade da Secretaria do Tesouro Nacional

Ref.: Março/2007

| Dívida Pública Federal Interna | 1.151.278 | |
|--------------------------------|-----------|--------|
| LTN | 349.062 | 30,32% |
| LFT | 410.836 | 35,69% |
| NTN-C | 66.658 | 5,79% |
| NTN-D | 1.232 | 0,11% |
| NTN-B | 184.053 | 15,99% |
| NTN-F | 79.997 | 6,95% |
| Dívida Securitizada ** | 21.452 | 1,86% |
| TODA | 4.341 | 0,38% |
| Demais | 33.647 | 2,92% |

Fonte: Bacen



CAPÍTULO 4 – ESTABILIDADE DA RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA-PIB

4.1 Variáveis determinantes da dívida relativa

Já mencionamos neste trabalho, a relevância do número correspondente à relação dívida/PIB. Pode-se dizer que é o principal indicador da capacidade de pagamento de um país. Como se trata de um percentual, mencionamos também que sua variação dependerá do comportamento do numerador (montante da dívida) e do denominador (PIB).

No caso de um país ter uma relação dívida/PIB considerada relativamente elevada pelos investidores, haveria, portanto, duas possibilidades de seu governo baixar esse número: obter resultados primários para o pagamento dos serviços e do montante da dívida, de forma a diminuir o numerador, ou incentiva o crescimento do PIB por meio de outras políticas, de forma a aumentar o denominador.

Como essa última medida está vinculada a fatores que fogem ao escopo do presente trabalho, restringiremos a análise à ação governamental que atua diretamente no numerador da proporção, qual seja: obtenção de resultados primários.

Em relação ao Brasil, no presente cenário, onde temos uma taxa de juros em queda e uma projeção do PIB por volta de 4% para 2007, a pergunta que se faz é qual o superávit primário necessário para a estabilidade e para o decréscimo da relação dívida/PIB. Seria de fato necessária, como alguns economistas defendem, a obtenção do déficit nominal nulo?

Para ajudar-nos a solucionar tais questões, faremos uso das seguintes relações expressas por Giambiagi e Além¹⁰:

$$D_t = D_{t-1} + J_t - SP_t - S_t \quad (4.1)$$

$$J_t = D_{t-1} \cdot i \quad (4.2)$$

$$PIB_t = PIB_{t-1} \cdot (1 + q) \cdot (1 + \pi) \quad (4.3)$$

$$d_t = \{[d_{t-1} \cdot (1 + i)] / [(1 + q) \cdot (1 + \pi)]\} - h - s \quad (4.4)$$

onde:

D_t = dívida nominal no período posterior;

D_{t-1} = dívida nominal no período anterior;

J_t = despesa com juros nominais;

10 - GIAMBIAGI, Fabio. ALÉM, Ana Cláudia. *Finanças Públicas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001, p. 222.

| | | |
|-----------|---|--|
| SP | = | valor do superávit primário; |
| S | = | senhoriagem; |
| (t-1) | = | defasagem de um período; |
| i | = | taxa nominal média incidente sobre a dívida pública; |
| d_t | = | relação dívida/PIB no período posterior; e |
| d_{t-1} | = | relação dívida/PIB no período anterior; |

A relação 4.4 é obtida substituindo 4.2 em 4.1 e dividindo “D” pelo PIB nominal, que é definido, conforme a relação 4.3, em função da taxa de crescimento real da economia (“q”) e da taxa de inflação (“ π ”). Na relação 4.4, “h” representa a relação superávit primário/PIB, e “s”, a senhoriagem/PIB.

Segundo os renomados autores, “a equação permite entender claramente por que adiar o ajustamento tende a torná-lo cada vez mais difícil, pois a postergação das medidas destinadas a obter esse ajuste implica a persistência de déficits, que por sua vez geram um aumento da dívida pública, que tende a realimentar através da conta de juros os déficits em períodos subseqüentes, tornando o ajustamento requerido progressivamente maior.”

De fato, imaginando dois cenários distintos onde, no primeiro, temos uma relação dívida/PIB de 0,55, e, no segundo, de 0,30, sendo as demais variáveis semelhantes (por hipótese, inflação anual de 2%, taxa nominal de juros de 12% ao ano, um crescimento real da economia de 4% e senhoriagem nula), para a redução de 5 p.p. na relação dívida/PIB, teremos a necessidade de superávits primários completamente distintos, mesmo considerando que esses superávits também são dados como proporção do PIB. Vejamos:

| Cenário 1 | Cenário 2 |
|---------------------------|---------------------------|
| $dt = 0,55 - 0,05 = 0,50$ | $dt = 0,30 - 0,05 = 0,25$ |
| $dt-1 = 0,55$ | $dt-1 = 0,30$ |
| $i = 0,12$ | $i = 0,12$ |
| $q = 0,04$ | $q = 0,04$ |
| $\pi = 0,02$ | $\pi = 0,02$ |
| $s = 0$ | $s = 0$ |

Observe que, para obtermos a expressão referente ao superávit primário em função do PIB (h), deveremos isolar essa variável na expressão 4.4, obtendo a relação 4.5.

$$h = \{[d_{t-1} \cdot (1 + i)] / [(1 + q) \cdot (1 + \pi)]\} - d_t - s \quad (4.5)$$

Para os cenários mencionados, teríamos os seguintes resultados:

Cenário 1: $h = \{[0,55 \cdot (1 + 0,12)] / [(1 + 0,04) \cdot (1 + 0,02)]\} - 0,50 - 0$
 $h = 0,080$

$$\text{Cenário 2: } h = \{[0,30 \cdot (1 + 0,12)] / [(1 + 0,04) \cdot (1 + 0,02)]\} - 0,25 - 0$$

$$h = 0,066$$

Ou seja, para níveis diferentes de endividamento em proporção ao PIB, o mesmo decréscimo percentual exige esforços diferentes em relação ao superávit primário. Estranha-se nesta conclusão é o fato de o superávit primário também ser em função do PIB. Em um primeiro raciocínio, somos levados a acreditar que o percentual de superávit seria o mesmo independente do montante inicial da relação dívida/PIB. Mas essa conclusão é errônea, conforme indicaram os números.

O exercício anterior indica claramente que o superávit primário (em função do PIB) necessário para uma determinada redução no percentual dívida/PIB varia **não linearmente** em relação a esse percentual.

Vale ainda demonstrar o comportamento da relação dívida/PIB ao longo do tempo em função de uma pequena variação no superávit primário. Na Tabela 4.1 e no Gráfico 4.1, demonstramos o que aconteceria com uma relação dívida/PIB inicialmente de 0,50, ao longo de dez anos, diante de três níveis diferentes de superávit primário como proporção do PIB (0,3%, 1,3% e 2,3%), sendo os parâmetros: taxa de juros 12% a.a, taxa anual de crescimento do PIB 2%, inflação anual 3%, e senhoriagem 2% no ano ($i = 0,12$, $q = 0,02$, $\pi = 0,03$, $s = 0,02$, $dt-1 = 0,50$).

Tabela 4.1

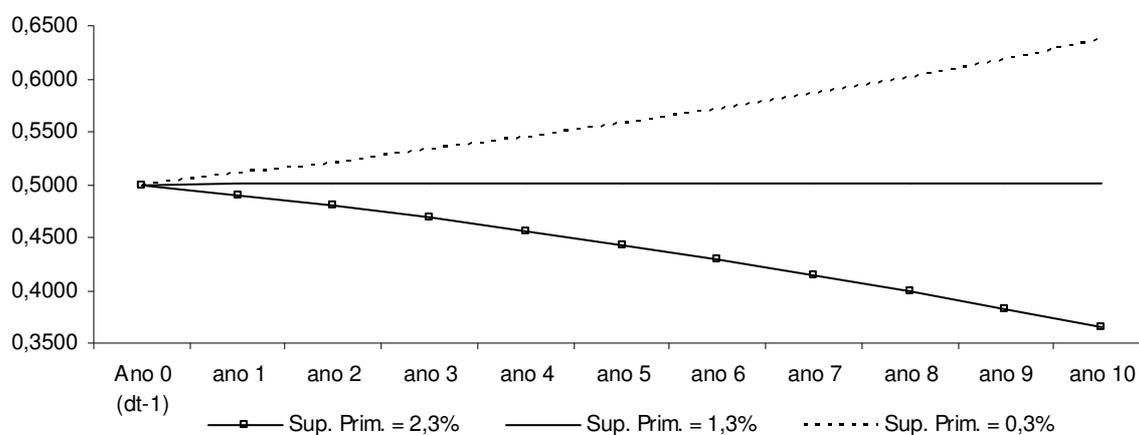
Relação Dívida/PIB em função do Superávit Primário

| Tempo | Superávit de 2,3% | Superávit de 1,3% | Superávit de 0,3% |
|--------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ano 0 (dt-1) | 0,5000 | 0,5000 | 0,5000 |
| ano 1 | 0,4900 | 0,5000 | 0,5100 |
| ano 2 | 0,4794 | 0,5000 | 0,5207 |
| ano 3 | 0,4681 | 0,5000 | 0,5321 |
| ano 4 | 0,4560 | 0,5000 | 0,5443 |
| ano 5 | 0,4431 | 0,5000 | 0,5572 |
| ano 6 | 0,4294 | 0,5000 | 0,5710 |
| ano 7 | 0,4147 | 0,5000 | 0,5858 |
| ano 8 | 0,3991 | 0,5000 | 0,6014 |
| ano 9 | 0,3825 | 0,5000 | 0,6182 |
| ano 10 | 0,3648 | 0,5000 | 0,6360 |

Gráfico 4.1

Trajetória da Dívida Pública em Função de Superávist Prim. Diferentes

Em % do PIB



Observe que apenas 1 p.p de variação no início do período para o superávit primário determina grande variação na relação dívida/PIB ao final de dez anos. Com o superávit primário de 1,3%, a relação dívida/PIB ficaria estabilizada ao longo do tempo. O incremento de 1 p.p. faria com que o endividamento relativo caísse, chegando próximo a 35% do PIB ao final de 10 anos. Já um superávit primário de 0,3% faria com que a dívida/PIB subisse de 50% para quase 65% ao final do período.

Vê-se portanto que os definidores da política fiscal devem ter extremo cuidado ao estabelecer as metas primárias. Antes de definir qualquer incremento ou queda no superávit primário, devem verificar cuidadosamente sua repercussão no curto, médio e longo prazo. Conforme já mencionado, o esforço fiscal para estabilizar uma dívida maior, é proporcionalmente superior ao esforço necessário caso a dívida fosse menor. No exemplo dado, o resultado primário necessário para estabilizar a dívida após 10 anos seria de 2,2% do PIB, no caso de endividamento em 63,60%, e de 1,3% do PIB, no caso de endividamento em 60%.

4.2 Em direção ao Déficit Nominal Nulo

Outra conclusão importante que podemos retirar das expressões apresentadas é a de que um superávit primário, mesmo que não seja suficiente para cobrir o resultado nominal (superávit menor que a conta de juros), pode conduzir ao déficit nominal nulo ao longo do tempo.

Para demonstrar essa conclusão, vejamos inicialmente a expressão relativa às necessidades de financiamento do setor público (NFSP)¹¹, que pode ser definida pela subtração do superávit primário (SPt) e da senhoriagem no valor correspondente à despesa com juros reais (Jt):

$$\text{NFSP} = J_t - \text{SPt} - S \quad (4.6)$$

Substituindo 4.2 ($J_t = D_{t-1} \cdot i$) em 4.6, teremos:

$$\text{NFSP} = D_{t-1} \cdot i - \text{SPt} - S \quad (4.7)$$

Dividindo 4.7 pelo PIB nominal, dado em função da taxa de crescimento real (q) e da taxa de inflação (π), passaremos a ter todas as variáveis em função daquele índice, obtendo a seguinte expressão:

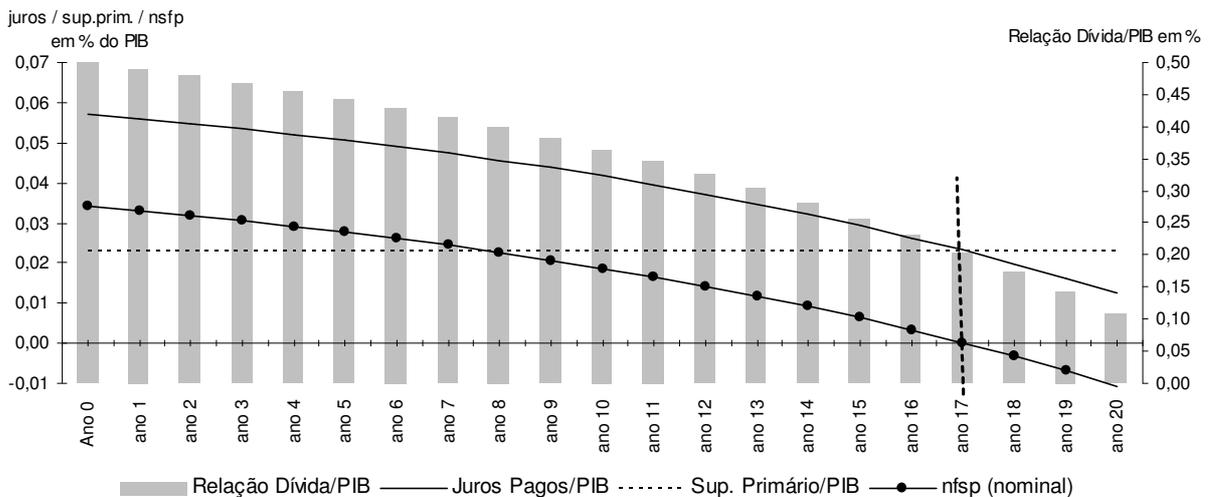
$$\text{nfsp} = [(d_{t-1} \cdot i) / (1 + q) \cdot (1 + \pi)] - h - s \quad (4.8)$$

onde “nfsp” corresponde ao resultado nominal em função do PIB. Com essa expressão, em conjunto com a expressão 4.5 (que define “h”) e o auxílio de uma planilha eletrônica, é possível determinar (dado um superávit primário inicial) em qual valor da relação dívida/PIB o resultado nominal seria nulo (nfsp=0).

Para o exemplo que apresentamos anteriormente, onde tínhamos dívida/PIB inicialmente em 0,50, fazamos a simulação considerando o nível de superávit primário fixado em 2,3%, e os demais parâmetros assim estabelecidos: taxa de juros 12% a.a, taxa anual de crescimento do PIB 2%, inflação anual 3%, e senhoriagem 2% ($i = 0,12$, $q = 0,02$, $\pi = 0,03$, $s=0,02$, $dt-1=0,50$).

Gráfico 4.2

Trajétória da Relação Dívida Pública, Despesa com Juros, NFSP e Sup. Primário



11 GIAMBIAGI, Fabio. ALÉM, Ana Cláudia. *Finanças Públicas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001, p. 222.

Observe no Gráfico 4.2 que, com o cenário proposto, no 17º ano, as curvas das despesas com juros e superávit primário se interceptam, indicando que, neste ponto, as necessidades de financiamento do setor público (conceito nominal) seriam nulas. Dessa forma, caso o superávit primário seja suficiente para imprimir e manter uma trajetória descendente na curva da relação dívida/PIB, em algum momento se obterá um déficit nominal nulo. O momento em que isso ocorrerá dependerá das demais variáveis envolvidas (juros, PIB, inflação, senhoriagem, nível inicial da dívida relativa).

Antes de concluirmos o presente capítulo, há de se fazer algumas considerações sobre o modelo utilizado em nossas simulações. É um modelo baseado em relações contábeis e focado na política fiscal. Não leva em conta outras políticas, como a política monetária e a cambial. As variáveis determinantes são apresentadas como variáveis exógenas, não correspondendo perfeitamente à realidade econômica, onde se influenciam mutuamente variando ao longo do período projetado. A taxa de juros, por exemplo, é uma das determinantes do crescimento do PIB e é diretamente influenciada pela inflação e pelo próprio nível de endividamento relativo.

Não obstante essas limitações, o modelo atende perfeitamente a nosso objetivo. Primeiro porque o período a que visamos estudar pode ser considerado de curto prazo (quatro anos). Segundo, porque temos uma perspectiva de um ambiente externo relativamente estável. Não há previsões de que o cenário atual se altere nos próximos quatro anos. Terceiro, porque é baixa a possibilidade de grandes mudanças na política econômica interna, haja vista a continuidade do governo anterior, após as eleições de 2006. Para os próximos anos, são pequenas as chances de oscilações relevantes nas variáveis econômicas utilizadas no modelo.

Além disso, conforme veremos no próximo capítulo, serão adotados, nas simulações, índices conservadores, cuja melhora afetará positivamente o cenário projetado. A taxa de juros, por exemplo, é considerada fixa em todo o período para a projeção da trajetória dívida/PIB. No entanto, sabe-se que, com a queda do endividamento relativo, essa taxa também tende a cair, fazendo com que o cenário projetado seja mais favorável do que o originalmente previsto.

Feitas essas considerações, passemos, ao próximo capítulo, onde será analisada a tendência atual da relação dívida pública/PIB no Brasil, considerando o cenário macroeconômico vigente.

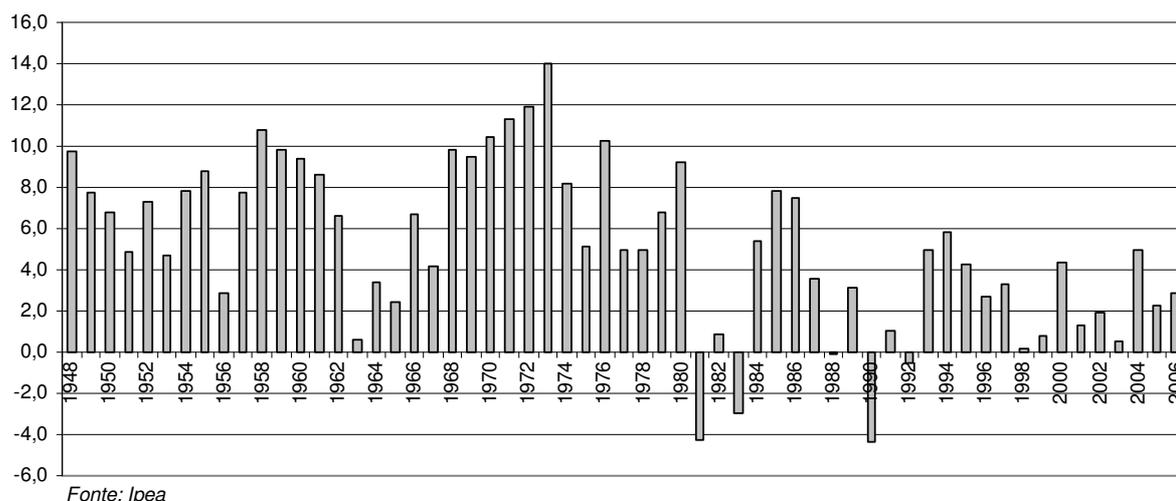
CAPÍTULO 5 – RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA/PIB NO BRASIL

5.1 Cenário Macroeconômico Vigente

5.1.1 Produto Interno Bruto

Conforme demonstra o Gráfico 5.1, após a implantação do Plano Real (1994), o crescimento do PIB só foi superior a 4% em três oportunidades. O crescimento médio do período (1994-2006) ficou em 2,4%.

Gráfico 5.1
Crescimento do PIB (%) 1948-2006 (Fonte: Ipea)



Para 2007, o Ipea, em nota divulgada em 20/4/2007¹², revisou a sua previsão inicial de crescimento do Produto Interno Bruto, elevando o percentual projetado de 3,7% para 4,2%. Tal revisão levou em consideração a nova metodologia de cálculo do PIB, já comentada neste trabalho.

Entidades representativas da Indústria (CNI e Fiesp) e analistas financeiros ouvidos pelo Bacen¹³ também prevêem um crescimento percentual de aproximadamente 4% em 2007.

12 IPEA. *Boletim Conjuntura*. mar. 2007. Disponível em:

<<http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/notastecnicas/notastecnicas13.pdf>>. Acesso em 20 mai. 2007.

13 RIBEIRO, Stênio. Analistas financeiros aumentam projeção de crescimento do PIB para 4,10%. *Agência Brasil*, Brasília, 23 abr. 2007. Disponível em:

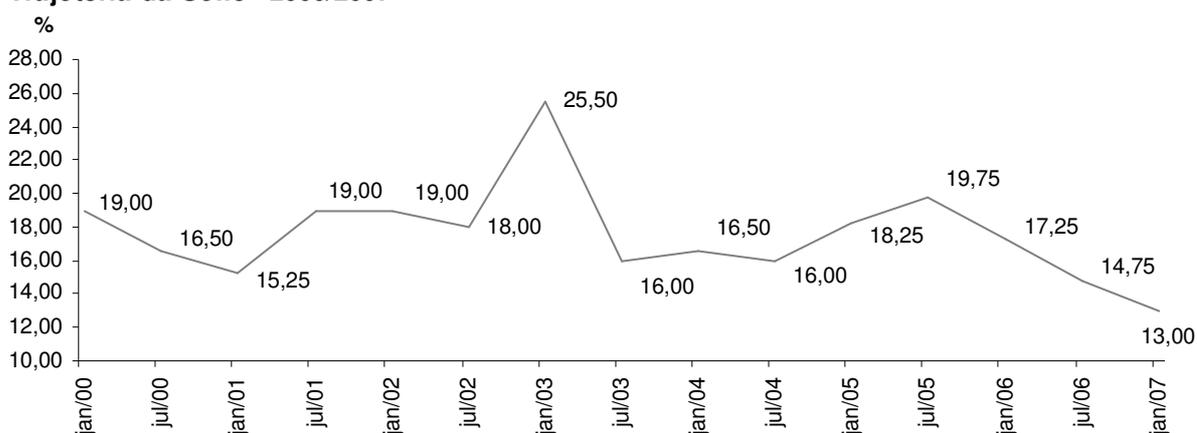
Para os próximos anos, o Ipea, no Boletim de Conjuntura¹⁴, de março de 2007, projeta um crescimento de 4%, para 2008, 4,4% para 2009, e 4,8% para 2010. Com o valor projetado para 2007, de 4,2%, tem-se uma média anual projetada para o quadriênio 2007-2010, de 4,35% do PIB, média essa que usaremos em nossas simulações ao longo deste capítulo.

5.1.2 Taxa de Juros

Já as previsões para a taxa básica de juros da economia indicam a continuidade em sua trajetória decrescente iniciada em agosto de 2005, quando se encontrava fixada em 19,75 % ao ano. Segundo previsões do Ipea, a taxa Selic deve encerrar 2007 em 11,5%, levando a média anual para 12,3% a.a.

Gráfico 5.2

Trajectoria da Selic - 2000/2007



Fonte: Bacen

Ressalte-se que, para efetuarmos projeções a respeito da trajetória da relação dívida pública/PIB, necessitaríamos de uma taxa de juros que corresponda à taxa nominal média incidente sobre a dívida pública. Dessa forma, deveríamos levar em conta não só a Selic, mas também as taxas pré-fixadas.

No entanto, como os prazos de vencimento dos títulos pré-fixados estão ainda muito curtos, a taxa pré-fixada média se aproxima muito da Selic. Em janeiro/2007, por exemplo, a taxa pré-fixada fechou com a média de 12,46% a.a (fonte: Bacen). Nesse mesmo mês, a Selic

<http://www.agenciabrasil.gov.br/noticias/2007/04/23/materia.2007-04-23.6034099583/view>>. Acesso em: 20 mai. 2007.

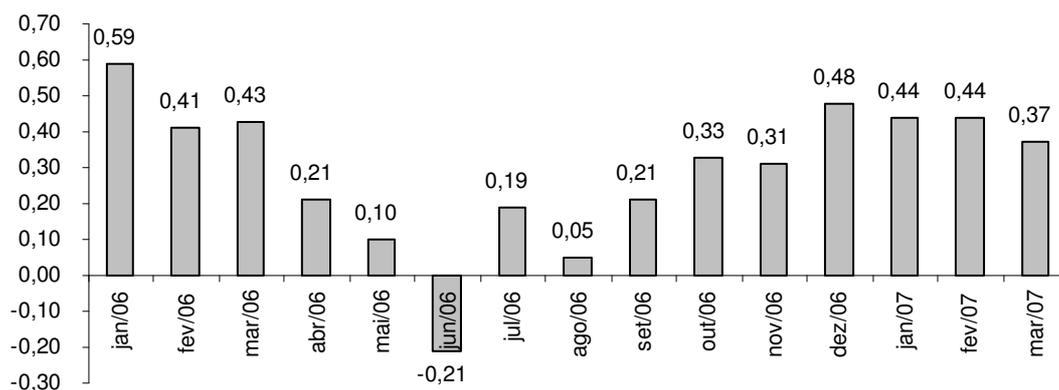
estava fixada em 13,00% a.a. No dia 18/4/2007, o Comitê de Política Monetária (Copom) estabeleceu a queda de mais 0,25 p.p. na taxa básica, levando o seu valor ao patamar vigente, de 12,5% a.a.

Dessa forma, para efeitos de simulação, usaremos a taxa Selic projetada para o final de 2007 (11,5%), desconsiderando, por um lado, as taxas maiores vigentes ao longo do ano, e, por outro, as taxas menores referentes aos títulos com remuneração pré-fixada. Vale mencionar que uma possível redução na taxa básica de juros ao longo do tempo só iria melhorar o cenário projetado, haja vista o seu reflexo positivo sobre as despesas com juros. Assim, consideramos que a fixação de um percentual para todo o período em análise não prejudicará as conclusões, sobretudo porque faremos também simulações considerando possíveis alterações eventuais no percentual inicialmente estabelecido.

5.1.3 Inflação

Quanto à desvalorização do poder de compra da moeda, têm-se, neste início de 2007, um índice de preços ao consumidor amplo (IPCA)¹⁵ acumulado em 1,26% no ano. No último mês de março, o índice ficou em 0,37% (Gráfico 5.3).

Gráfico 5.3
IPCA 2006/2007 (Em %)



Fonte: Bacen

Para 2007, a inflação projetada pelos analistas ouvidos na pesquisa semanal realizada pelo Bacen caiu de 3,81% para 3,78%. Tal pesquisa foi realizada no final do mês de abril/2007. Ressalte-se que esse valor projetado encontra-se bem abaixo da meta estabelecida

pelo Bacen de 4,5% para 2007. Considerando que os valores projetados para os anos posteriores são bem próximos ao de 2007, utilizaremos, em nossas simulações, um percentual fixo em todo o período. A obtenção de um índice inflacionário maior do que o esperado tende a melhorar o cenário previsto, haja vista o fato de a dívida variar inversamente com a inflação (expressão 4.4).

5.1.4 Senhoriagem

Conforme Jaloretto¹⁶, “senhoriagem é definida ora como o lucro do governo derivado da emissão de moeda, ora como a receita do governo resultante do poder de monopólio de emissão de moeda.” Pode-se dizer, para melhor entendimento, que esse lucro ou receita advêm do ganho indireto pelo Banco Central decorrente do efeito inflacionário sobre o papel moeda que esteja em poder do público ou em reservas não-remuneradas. De acordo com os dados levantados pelo referido autor, a senhoriagem média entre os anos de 2000 e 2004, ficou em 0,68% do PIB. Apresentamos os valores indicados para cada ano na Tabela 5.1.

Tabela 5.1

Senhoriagem (Imposto Inflacionário) 2000-2004 Em % do PIB

| Ano | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | média |
|-------------|------|------|------|------|------|-------|
| Senhoriagem | 0,59 | 0,61 | 0,72 | 0,88 | 0,62 | 0,684 |

Fonte: Monografia: JALORETTO, Cláudio (vide nota) e Bacen.

Considerando os índices de inflação (IPCA) e a senhoriagem calculados para o período de 2000 a 2004, juntamente com o índice do IPCA previsto para o final de 2007 (3,78%), projetamos um possível percentual para a senhoriagem em 2007, de 0,30% do PIB¹⁷. Ressalte-se que um valor maior só teria a beneficiar o cenário projetado, haja vista o seu reflexo na relação dívida/PIB (expressão 4.4).

15 índice oficial utilizado para se medir a inflação.

16 - JALORETTO, Cláudio. *Senhoriagem e Financiamento do Setor Público no Brasil*. Brasília: ESAF, 2006. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/premio_TN/XIPremio/divida/MHafdpXIPTN/mh_premio_afdp.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2007.

17 - Considerando os percentuais de senhoriagem no período de 2000/2004, o valor que utilizaremos pode ser considerado até mesmo conservador.

Em nossas simulações, consideraremos fixa essa variável para todo o período em análise, haja vista o baixo impacto de uma possível variação no valor inicial, ao longo do tempo.

5.1.5 Superávit Primário

A meta de superávit primário inicialmente prevista para 2007 era de 4,25 % do PIB. Porém, diante de novos números previstos para o Produto Interno Bruto, conseqüentes da já mencionada alteração na metodologia de cálculo do IBGE, o governo alterou, no início deste ano, a meta de 4,25 % para 3,8 %. Não obstante esta alteração, o valor da meta em reais permaneceu inalterado, em R\$ 91 bilhões.

Vale mencionar, no entanto, que, conforme nova orientação do governo, os recursos para o PPI – Projeto Piloto de Investimentos poderão ser abatidos da meta estipulada. Como há a expectativa de que os gastos com o PPI girem em torno de 0,4% do PIB¹⁸, pode-se afirmar que a meta real de superávit primário para 2007 seria algo em torno de 3,4 % do PIB. Ou seja, os recursos destinados ao pagamento de juros seriam, de fato, aproximadamente 3,4 %. Para 2008, o governo prevê um crescimento do PIB de 3,8%, dos quais seriam usados 0,45% em obras do PPI, o que resultaria em um superávit primário real de 3,35% do PIB.

Para uma possível simulação, consideraremos um superávit primário médio, no período de 2007-2010, de 3,3% do PIB. Apesar da média projetada indicar o valor de 3,37%, acreditamos necessária uma pequena margem de erro, haja vista a possibilidade dos gastos com o PPI aumentarem, diante da aparente preocupação do governo em elevar os investimentos públicos nos próximos anos. O próprio Ministro da Fazenda admitiu, em nota divulgada em 21/12/2006¹⁹, que o governo buscará o gasto de 0,5% do PIB com o PPI.

18 OLIVERIA, Ribamar. GOBETTI, Sérgio. Autorização para elevar gastos do Projeto Piloto de Investimentos de 0,2% para 0,4% do PIB está na LDO. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 4 jan. 2007. Disponível em: <http://contasabertas.uol.com.br/midia/detalhes_noticias.asp?auto=353>. Acesso em: 20 mai. 2007.

19 OLIVERIA, Ribamar. Mantega confirma que governo reduzirá superávit primário. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 21 dez. 2006. Disponível em: <<http://clipping.planejamento.gov.br/Noticias.asp?NOTCod=>>>. Acesso em: 20 mai. 2007.

5.2 Trajetória da Relação Dívida/PIB no Curto-Prazo

Com os dados levantados no item anterior, podemos definir os números necessários para as projeções da dívida relativa nos próximos anos. Nessas projeções, conforme mencionado anteriormente, as variáveis determinantes serão fixas no período, sendo adotados os seguintes valores:

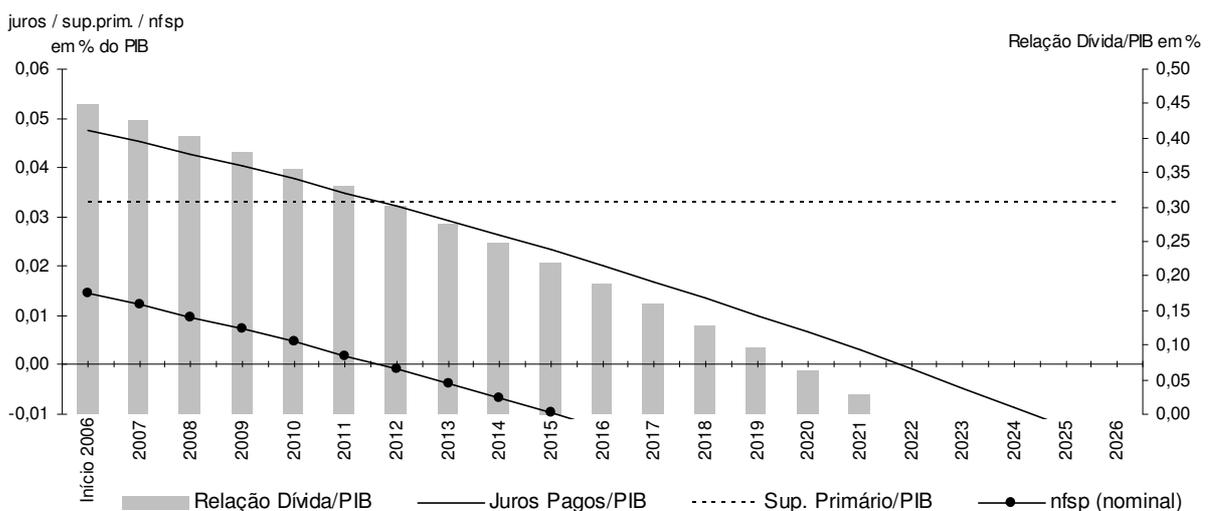
- Taxa nominal média de juros: 11,5% $i = 0,115$
- Taxa de crescimento médio do PIB: 4,35% $q = 0,0435$
- Taxa de inflação prevista para o período: 3,78 % $\pi = 0,0378$
- Senhoriagem: 0,3 % $s = 0,003$

Considerando a relação dívida/PIB existente no início de 2007 (gráfico 3.2) de 44,9 % do PIB, podemos, com o auxílio das relações apresentadas no Capítulo 4 e de uma planilha eletrônica, obter os resultados apresentados no Gráfico 5.4.

Observe que, no cenário projetado, a relação dívida/PIB cairia continuamente, chegando, em 2008, próxima a 40% do PIB, em 2010, a 35%, e, em 2012, a 30%. Mantidas as variáveis econômicas projetadas para 2007, em pouco mais de cinco anos (entre 2011 e 2012), a curva da despesa com juros interceptaria a curva do superávit primário, e o governo conseguiria alcançar o déficit nominal nulo.

Gráfico 5.4

Trajetória da Relação Dívida Pública, Despesa com Juros, NFSP e Sup. Primário
($h = 0,033$; $i = 0,115$; $q = 0,0435$; $\pi = 0,0378$ e $s = 0,003$)



Interessante mencionar que o Gráfico 5.4 mostra de forma clara que o déficit nominal nulo não é imprescindível para a diminuição da relação dívida/PIB. É bem verdade que o resultado nominal nulo contribuiria para uma queda mais acentuada da relação dívida/PIB, já

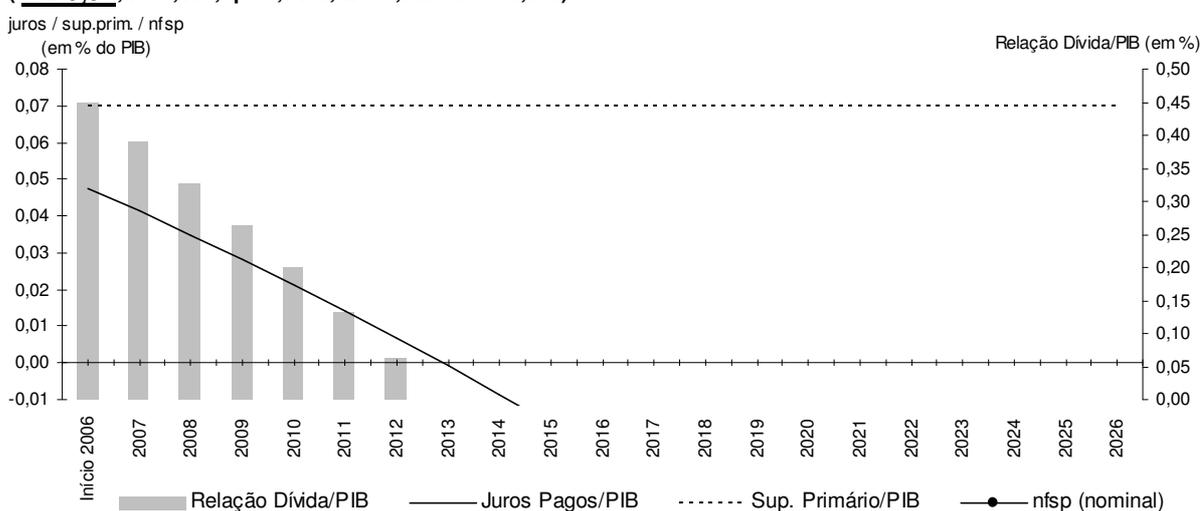
que, seria financiado, por um superávit primário de quase duas vezes o vigente²⁰. No entanto, como veremos mais adiante neste trabalho, não há como obter um resultado primário tão expressivo sem comprometer outras despesas governamentais.

De qualquer forma, demonstraremos, a título ilustrativo, no Gráfico 5.5, o comportamento da relação dívida/PIB, caso fosse possível a obtenção de um superávit primário de 7% do PIB em 2007. Observe que o superávit primário de 7% do PIB faz que com a dívida relativa caia rapidamente. As necessidades de financiamento do setor público já seriam nulas de imediato, haja vista o resultado primário ser suficiente para pagar todo o valor dos juros, já em 2007. Em um cenário como esses, a dívida seria totalmente paga até 2012.

Gráfico 5.5

Trajectoria da Relação Dívida Pública, Despesa com Juros, NFSP e Sup. Primário

($h = 0,07$; $i = 0,115$; $q = 0,0435$; $\pi = 0,0378$ e $s = 0,003$)



Sem dúvida, seria um ótimo resultado. No entanto, não podemos nos esquecer de que um ajuste fiscal tão forte poderia comprometer até mesmo o índice projetado para o crescimento do PIB, haja vista a necessidade de forte contenção dos gastos públicos para a obtenção de um superávit primário tão alto.

5.3 Ciclo Virtuoso X Ciclo Vicioso

Em relação ao ritmo de queda da relação dívida/PIB, poder-se-ia fazer o seguinte questionamento: não seria mais adequada uma queda mais lenta da dívida relativa, de forma a

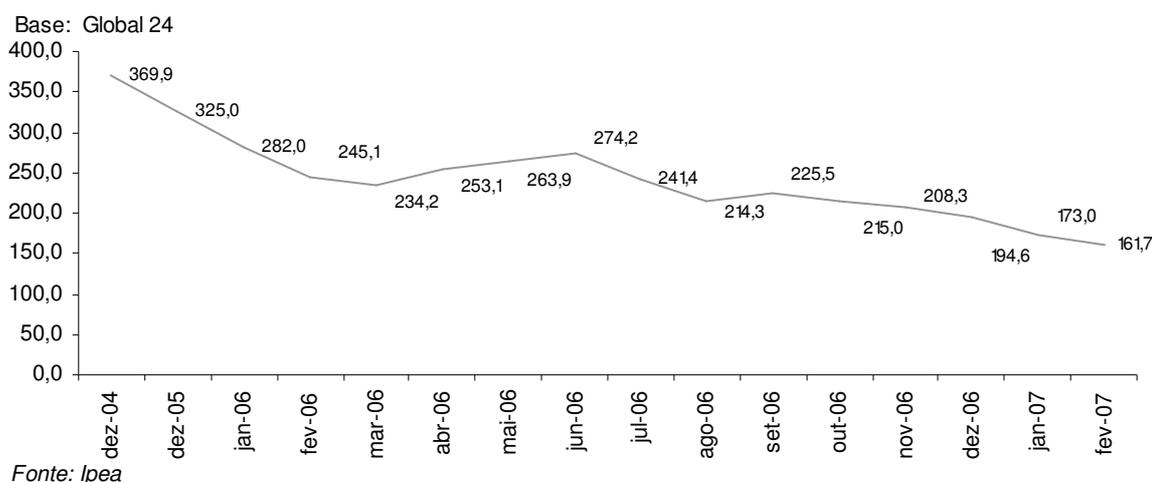
²⁰ Em 2006, para que o governo pudesse obter um déficit nominal nulo, teria sido necessário, além do superávit primário de 4,32% do PIB, mais 3,35%, de forma a arcar com a despesa de juros que ficou em 7,66% do PIB.

exigir um menor superávit primário, e, com isso, permitir que sejam adotadas outras medidas incentivadoras do crescimento econômico, como, por exemplo, a redução da carga tributária?

A nosso ver, a resposta é não. Conforme já mencionamos neste trabalho, o endividamento de um país é medido, em última forma, pelo próprio índice de confiança dos investidores. Essa variável extremamente subjetiva não faz parte das relações numéricas que usamos anteriormente, mas influencia indiretamente as variáveis envolvidas.

No Brasil, a taxa real de juros está diretamente ligada ao chamado “prêmio de risco”, que mede a confiança dos investidores na economia do país. Pode-se dizer que essa taxa real de juros advém da soma entre a taxa de juros internacional com o mencionado “prêmio de risco”. Conforme relatam Oreiro, Curado, Dezordi e Passos²¹, “estudos empíricos têm mostrado que os governos de países com pior classificação de risco também pagam taxas de juros mais altas por seus títulos. Quanto pior a avaliação de um país pelas agências internacionais de classificação; maiores tendem a ser os juros de suas dívidas.”

Gráfico 5.6
Spread de Risco Soberano (Fonte: Ipea)



Pelo Gráfico 5.6, podemos observar que o mencionado “prêmio de risco” vem caindo fortemente nos últimos meses. Observa-se que tal tendência corrobora o entendimento de que o nível do “spread” de risco está diretamente ligado ao nível da relação dívida/PIB, cujo valor anual, conforme já demonstrado neste trabalho, vem diminuindo desde 2003 (Gráfico 3.1).

Essa correlação entre a confiabilidade dos investidores e a trajetória decrescente da relação dívida/PIB cria um **círculo virtuoso** onde a queda da dívida relativa faz com que o

21 - OREIRO, J. L.; CURADO, M.; DEZORDI, L.; PASSOS, Marcelo. *Uma Análise da Proposta de Déficit Nominal Zero*. Curitiba: UFPR, 2006. Disponível em: < www.economia.ufpr.br >. Acesso em: 20 mai. 2007.

spread de risco diminua, levando a taxas de juros menores, que, por sua vez, fecham o ciclo, conduzindo a uma queda ainda maior do endividamento relativo.

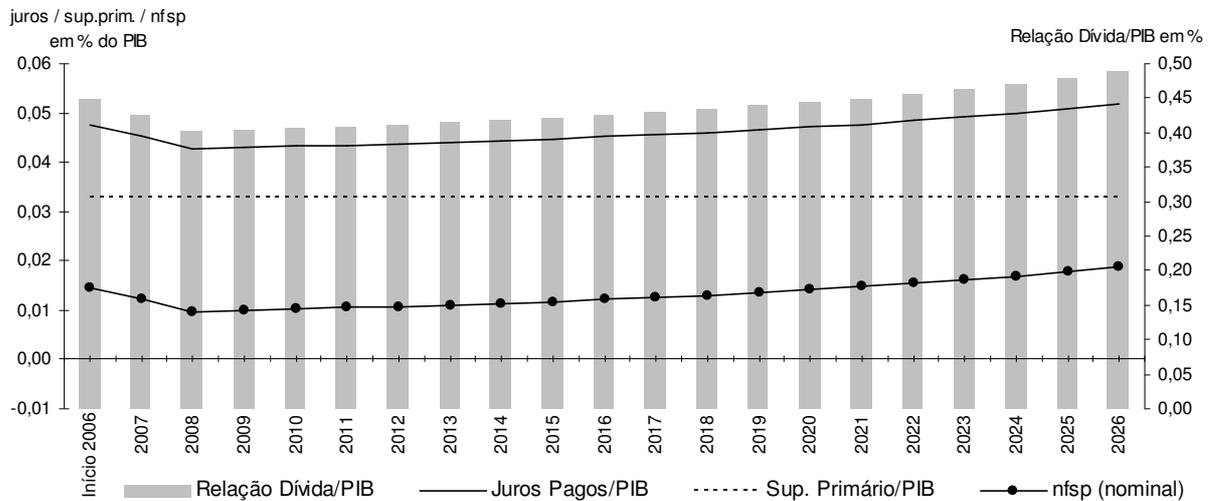
No entanto, há de se ressaltar, como veremos a seguir, que tal círculo virtuoso pode ser revertido em um círculo vicioso, caso o país não esteja preparado para enfrentar um possível abalo em sua confiabilidade, frente a uma crise externa.

Como se sabe, nos últimos meses, a economia internacional tem sido extremamente favorável a países em desenvolvimento. Conforme informações contidas no Boletim de Conjuntura, do Ipea, de março de 2007, tal cenário é “reflexo da abundância de liquidez nos mercados financeiros, do baixo grau de aversão ao risco entre os investidores e da dinâmica de crescimento que vem sendo sustentada pelo desempenho de países emergentes como China e Índia.”

No caso de uma reversão deste quadro, os prêmios de risco de países em desenvolvimento tendem a subir, independentemente de suas variáveis econômicas internas. Em março passado, por exemplo, um pequeno abalo na economia da Turquia fez com que o prêmio de risco do Brasil sofresse um sobressalto. Uma crise internacional de maiores proporções, principalmente se envolver grandes economias como a da China e a dos EUA, tende a repercutir fortemente no *spread* de risco de países emergentes, sobretudo naqueles onde a relação dívida/PIB for considerada alta. Nesses casos, estarão menos expostos aqueles países onde a relação dívida/PIB for baixa o suficiente, para que a aversão ao risco não abale a sua estabilidade.

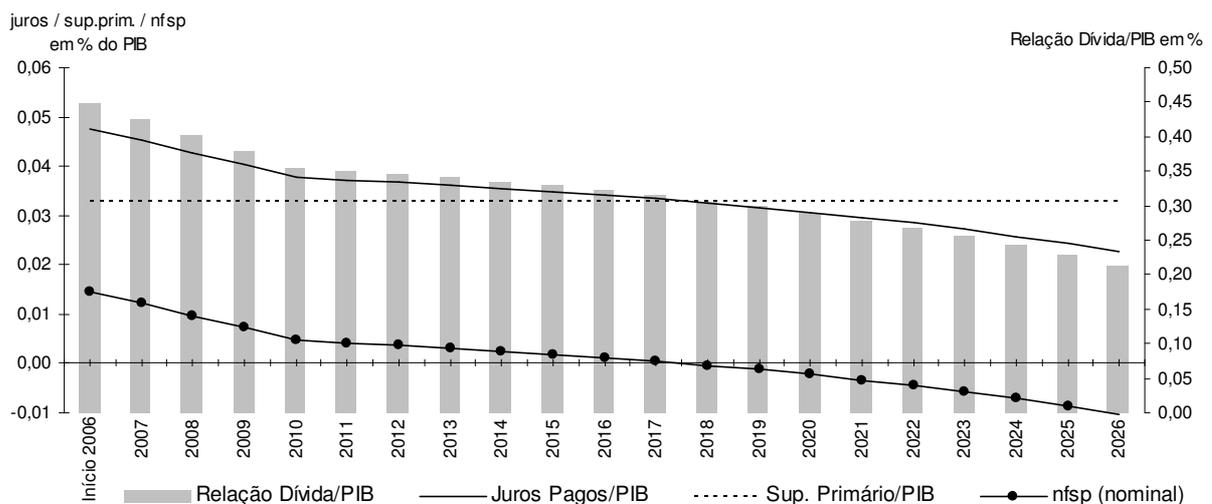
Para demonstrar tais afirmações, faremos uma nova simulação para a trajetória da relação dívida/PIB no Brasil, mantendo todos os parâmetros da primeira simulação ($h=0,033$; $q=0,0435$; $\pi=0,0378$ e $s=0,003$, $d_{t-1}=0,449$), alterando apenas a taxa de juros, que, por hipótese, seria afetada diretamente por um aumento do *spread* de risco, em face de uma crise externa. Para efeito de análise, consideraremos que, ao final de 2008, houvesse uma crise financeira internacional, e o Bacen, em consequência de um aumento da aversão ao risco, teria que elevar a taxa básica de juros da economia. Imaginemos que o *spread* de risco tenha voltado aos níveis do final de 2005, quando o índice de aversão ao título Global (24) apresentou média de 325 pontos (Fonte: Ipea). Ressalte-se que este é um valor extremamente baixo se comparado aos índices do final de 2002, próximos a 1500 pontos. Consideraremos, dessa forma, a taxa de juros vigente ao final de 2005, 18,5% a.a. Caso tal situação imaginária viesse, de fato, a ocorrer, a relação dívida/PIB, se comportaria conforme a projeção demonstrada no Gráfico 5.7.

Gráfico 5.7

Trajétoria da Relação Dívida Pública, Despesa com Juros, NFSP e Sup. Primário**($h = 0,033$; $i = 0,115$ até o final de 2008 e $0,185$ a partir de 2009 ; $q = 0,0435$; $\pi = 0,0378$ e $s = 0,003$)**

Observe, no Gráfico anterior, o que um pequeno incremento na aversão ao risco pode causar. A trajetória decrescente da dívida pública desde 2003 (Gráfico 3.1) se reverte e começa a subir, sendo acompanhada pela curva da despesa com juros. Observe que as necessidades de financiamento do setor público são cada vez maiores. Em uma situação dessas, pode-se dizer que o setor fiscal entra em um **círculo vicioso**. Com a relação dívida/PIB cada vez maior, a aversão ao risco tende a aumentar, em conseqüência os juros também se elevam, e, por último, fechando o círculo, a dívida relativa sobe ainda mais.

Gráfico 5.8

Trajétoria da Relação Dívida Pública, Despesa com Juros, NFSP e Sup. Primário**($h = 0,033$; $i = 0,115$ inicial e $0,180$ a partir de jan/2011 ; $q = 0,0435$; $\pi = 0,0378$ e $s = 0,003$)**

Por outro lado, caso a relação dívida/PIB inicial fosse mais baixa, o impacto de uma elevação no *spread* de risco não seria tão relevante. Imaginemos que a mesma crise

internacional tenha ocorrido em 2010, quando, pela projeção inicial (cenário sem crise, Gráfico 5.4) a dívida estaria em 35,4% do PIB.

Pode-se observar, no Gráfico 5.8, que, na nova condição proposta, a trajetória da relação dívida/PIB já não se alteraria, sendo modificado apenas o ritmo de sua queda. A obtenção do déficit nominal nulo, anteriormente prevista para 2011, seria prorrogada por mais 6 anos, vindo a ocorrer em 2017. Veja que, mesmo sendo uma condição melhor que a anterior (Gráfico 5.7), onde uma crise ocorreria em 2008, a situação acima não é das melhores, pois caso a crise persista, diminuindo ainda mais a confiabilidade dos investidores, a trajetória da curva poderia se alterar, e, com isso, teríamos a reversão do círculo virtuoso para o vicioso.

Dessa forma, fica demonstrada, pelos Gráficos 5.7 e 5.8, a extrema importância do nível inicial do endividamento relativo, quanto à definição de sua tendência. Quanto mais baixo o percentual desse endividamento, menor é a probabilidade de reversão de sua trajetória.

Nesse sentido, pode-se afirmar que, se a situação fiscal de um país encontra-se em um círculo virtuoso, mas sua relação dívida/PIB ainda não está suficientemente baixa, ele deve envidar todos os esforços para aproveitar esse ciclo positivo, de forma a baixar a dívida relativa o mais rápido possível. Quanto mais demorado o processo de queda a níveis seguros, maior o risco de o país ser surpreendido por uma crise econômica, e ver o seu círculo virtuoso se reverter em um círculo vicioso.

Portanto, fica clara a necessidade de o governo brasileiro manter o nível de superávit primário vigente, de forma a não comprometer o ritmo de queda da relação dívida/PIB, o qual levará o país a um nível mais seguro de endividamento.

5.4 Valor da relação dívida/PIB a ser buscado

Outra conclusão relevante que os Gráficos 5.7 e 5.8 nos permite chegar é a de que o nível da relação dívida/PIB ideal é aquele, em que o governo consegue manter sua trajetória decrescente ou estável, sem que a mesma possa seja revertida em face de uma crise externa.

Observe, pela definição apresentada, que mesmo a dívida relativa, medida em função do PIB, pode não ser comparada de um país para o outro. Imaginemos dois países: “A” e “B”. A relação dívida/PIB dos dois pode ser a mesma, por exemplo 40% do PIB, no entanto a dívida de “A” poderá ser considerada maior do que a de “B”, caso sua fragilidade a uma crise

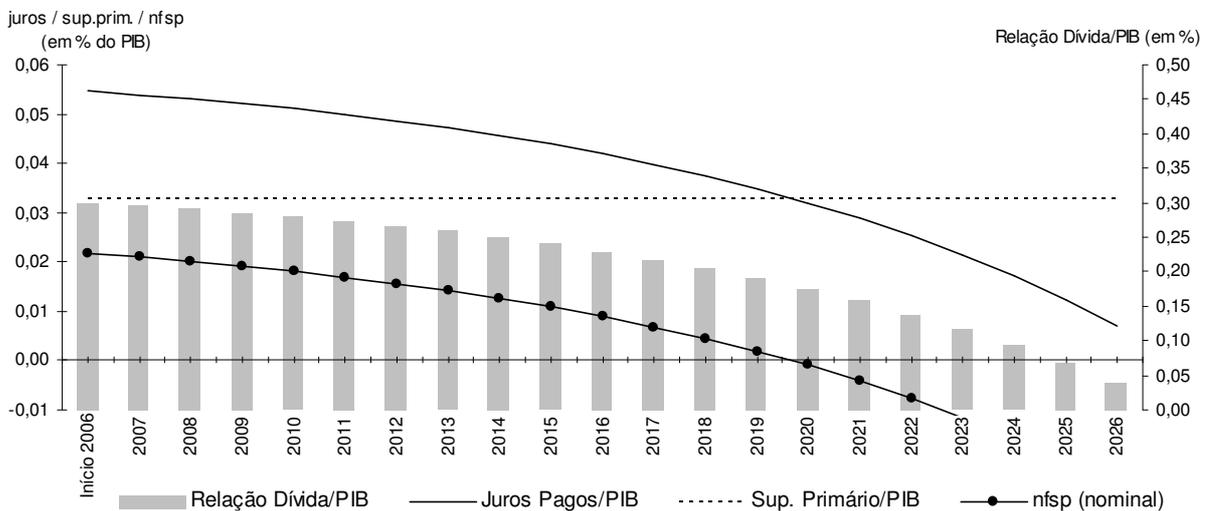
externa seja mais alta. Ou seja, além da própria trajetória da relação dívida/PIB, o que de fato indica o nível de endividamento de um país é o grau de repercussão de uma crise econômica nessa trajetória.

Observe que essa repercussão, conforme já mencionado, está diretamente ligada à confiabilidade dos investidores na capacidade do governo de honrar suas dívidas. Isso demonstra a importância de os gestores governamentais indicarem com atos e palavras que suas ações são pautadas no cumprimento dos ônus assumidos. O que queremos dizer é que, se o governo de um país, por exemplo, sinalizar minimamente que abaixará o superávit primário, sem uma justificativa plausível, este fato, mesmo que não venha a ser cumprido, pode influenciar negativamente na trajetória da relação dívida/PIB, fazendo até mesmo com que um círculo virtuoso seja revertido.

No caso do Brasil, na conjuntura atual, a nosso ver, um **valor adequado** para o endividamento relativo seria 30% do PIB, e um **valor ideal** 20%. Na condição adequada, em face de uma crise externa, o *spread* de risco poderia saltar, por exemplo, para o nível médio de julho de 2005 (422,2 pontos, média para o Global – 24), que, mesmo assim, a trajetória da relação dívida/PIB ainda permaneceria em queda.

Gráfico 5.9

Trajетória da Relação Dívida Pública, Despesa com Juros, NFSP e Sup. Primário
($h = 0,033$; $i = 0,1975$; $q = 0,0435$; $\pi = 0,0378$ e $s = 0,003$)

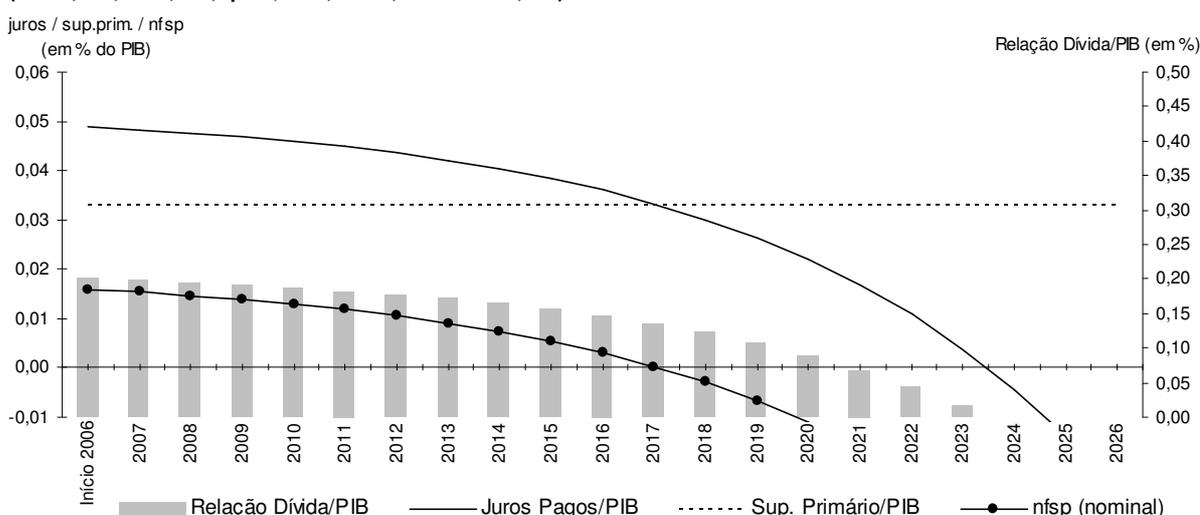


Para simular esse cenário considerado adequado, fixamos o percentual da dívida em 30% do PIB em 2006, e a taxa de juros igual à vigente em julho/2005, fixada em 19,75 % (Gráfico 5.9). Nessa condição, com dívida relativa inicial de 30% do PIB, a taxa de juros poderia subir até 21,2% que ainda assim a trajetória dessa dívida seria decrescente.

No que se refere ao **valor ideal** para a relação dívida/PIB no Brasil, acreditamos indicado o percentual de 20%, considerando a possível ocorrência de um cenário semelhante ao existente em fevereiro de 2003, quando a taxa básica de juros teve de ser elevada para 26,5% a.a. Nessas condições, sendo o endividamento relativo inicial de 20%, mesmo diante de uma taxa de juros igual àquela, a trajetória da dívida ainda permaneceria decrescente (Gráfico 5.10).

Gráfico 5.10

Trajетória da Relação Dívida Pública, Despesa com Juros, NFSP e Sup. Primário
($h = 0,033$; $i = 0,265$; $q = 0,0435$; $\pi = 0,0378$ e $s = 0,003$)



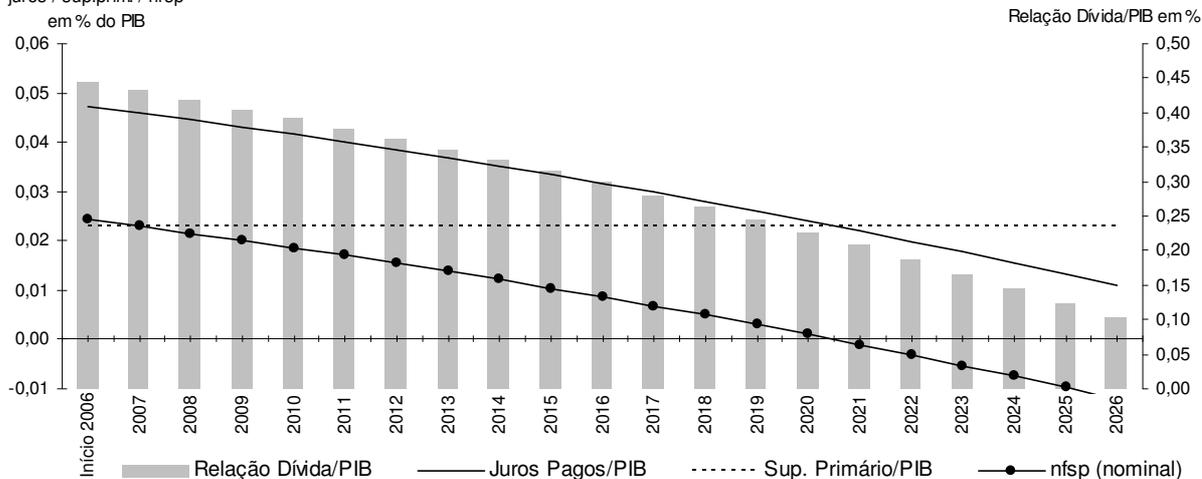
5.5 Corte no superávit primário para a redução da carga tributária

Conforme discutido no capítulo 2, no Brasil, já não há mais espaço para elevações da carga tributária. As conseqüências da alta carga vigente são inúmeras. No cenário macroeconômico atual, poder-se-ia questionar se não haveria espaço para a redução dos tributos, por meio de uma redução no nível do superávit primário.

Não obstante ser, sem dúvida, uma medida de incentivo ao setor produtivo, que, em última instância, beneficiaria a própria trajetória da dívida pública – em face de um possível aumento do PIB –, acreditamos não haver espaço para tal medida durante o presente governo.

Caso o superávit primário seja diminuído para permitir uma queda do nível de tributos, a projetada solidez da situação fiscal pode ser comprometida. Imaginemos, por exemplo, que haja uma redução de mais 1% do PIB no superávit primário para a desoneração de investimentos.

Gráfico 5.11

Trajетória da Relação Dívida Pública, Despesa com Juros, NFSP e Sup. Primário**($h = 0,023$; $i = 0,18$; $q = 0,0435$; $\pi = 0,0378$ e $s = 0,003$)**juros / sup.prim. / nfsp
em % do PIB

Mantidas as mesmas condições atuais, teríamos a situação apresentada no Gráfico 5.11, onde o ritmo de queda da relação dívida/PIB cairia muito, fazendo com que, no início da próxima década, a economia ainda estivesse vulnerável a crises internacionais.

Dessa forma, a nosso ver, no presente governo, possíveis reduções na carga tributária vigente só poderiam ser financiadas pelo corte de despesas primárias, ou pelo próprio crescimento do PIB, mas, em nenhuma hipótese, pelo corte do superávit primário projetado.

5.6 Risco potencial à trajetória da relação dívida/PIB

Nos últimos quatro anos, as despesas primárias do governo federal (principal contribuinte para a obtenção dos resultados primários) vêm crescendo continuamente. Elas não só crescem em valores absolutos, mas também em proporção ao PIB. Entre 2003 e 2006, a despesa primária saltou de 22,62 % do PIB para 26,01%, apresentando uma elevação de mais de 3% nesse período.

A pergunta que se poderia fazer é como, o governo federal, diante desse aumento de gastos primários, conseguiu manter o superávit primário em torno de 2,5% no período²²? A resposta é dada pela Tabela 5.2, onde se pode verificar que a receita pública também cresceu em mais de 3% do PIB entre 2003 e 2006, aumento esse, que, como se sabe, teve como principal fonte o incremento na receita tributária.

Tabela 5.2

Resultado do Tesouro Nacional - 2003/2006

(em % do PIB)

| Discriminação | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|-------|-------|-------|-------|
| Receita total | 22,62 | 23,75 | 25,21 | 26,01 |
| CPMF | 1,48 | 1,5 | 1,51 | 1,54 |
| Outras receitas | 21,14 | 22,25 | 23,7 | 24,47 |
| Despesa Primária | 20,39 | 20,96 | 22,48 | 23,62 |
| Transferências a estados e municípios | 3,87 | 3,82 | 4,33 | 4,44 |
| Pessoal | 4,87 | 4,74 | 4,76 | 5,03 |
| INSS | 6,88 | 7,12 | 7,54 | 7,93 |
| Outros | 4,77 | 5,28 | 5,85 | 6,22 |
| Despesas do FAT | 0,55 | 0,56 | 0,61 | 0,73 |
| Loas/RMV | 0,29 | 0,42 | 0,48 | 0,56 |
| Subsídios e subvenções | 0,39 | 0,31 | 0,53 | 0,46 |
| Transferências do Tesouro/Bacen | 0,11 | 0,13 | 0,12 | 0,11 |
| Demais despesas (OCC restrito) | 3,43 | 3,86 | 4,11 | 4,36 |
| Legislativo/Judiciário/diversos | 0,31 | 0,38 | 0,38 | 0,61 |
| Investimento executivo | 0,33 | 0,51 | 0,52 | 0,65 |
| Custeio executivo | 2,79 | 2,97 | 3,21 | 3,1 |
| Saúde | 1,45 | 1,52 | 1,61 | 1,55 |
| Educação | 0,39 | 0,32 | 0,35 | 0,3 |
| Desenvolvimento Social | 0,11 | 0,32 | 0,32 | 0,44 |
| Outros órgãos | 0,84 | 0,81 | 0,93 | 0,81 |
| Discrepância estatística/ajuste metodológico | -0,04 | 0,18 | 0,15 | 0,07 |
| Superávit primário do Governo Central | 2,19 | 2,97 | 2,88 | 2,46 |

Fonte: STN

Conforme mostrado no capítulo 2, o valor da carga tributária atual parece já não permitir maiores elevações nas alíquotas e bases tributárias vigentes. Se isso é um fato, e considerando que não há previsões de contenção para a escalada dos gastos primários, pode-se afirmar que as metas de superávit primário podem ser prejudicadas, caso o governo não adote medidas com o fim de contê-los.

Não obstante a existência de despesas governamentais de difícil controle, como as relativas à previdência social, há outras para as quais é perfeitamente possível a adoção de medidas com o fim de se conter a sua elevação. Nesse sentido, obra organizada por

MENDES²³ traz importante contribuição, ao apresentar e analisar diversas propostas para o controle e racionalização dos gastos públicos, dentre as quais vale citar:

- a) instituição de uma política de pessoal de longo prazo;
- b) contenção das despesas dos poderes autônomos por meio da imposição de limites máximos no texto constitucional;
- c) redução e racionalização das transferências a Estados e Municípios;
- d) implementação plena e aperfeiçoamento da Lei de Responsabilidade Fiscal;

Muitos analistas inclusive defendem um ajuste mais profundo nos gastos primários, de forma a contingenciar todas as despesas. No entanto, conforme demonstrado neste trabalho, os valores atuais de gastos (base 2006), se fossem mantidos nas mesmas proporções em relação ao PIB, não prejudicariam a conjuntura fiscal favorável (círculo virtuoso). Mas, para isso, vale lembrar, mostra-se imprescindível a adoção de medidas com o fim de estancar a escalada dos gastos. Caso isso não ocorra, a queda da relação dívida/PIB pode ser comprometida.

Importante lembrar que, agora, com a nova orientação do governo de subtrair da meta de superávit primário valor das obras do PPI, não há mais como financiar esse resultado primário com cortes em investimentos. A verdade é que o bolo é um só e tem poucas fatias. Se a despesa primária retira cada vez mais fatias e o investimento tem garantido algumas, o superávit primário fica com o risco de ficar sem as suas, já que a matéria prima para aumentar o bolo está acabando (impossibilidade de maiores elevações da carga tributária).

Dessa forma, conclui-se ser fundamental, no presente momento, uma política de contenção dos gastos públicos primários, sob o risco de perda da possibilidade de se conduzir o país a uma situação fiscal sólida, que permita a melhoria das condições de vida da população.

23 MENDES, Marcos et al. *Gasto Público Eficiente*. Rio de Janeiro: Topbooks, 2061. 475 p.

CONCLUSÃO

Diante do exposto, pode-se concluir que a trajetória da relação dívida/PIB brasileira passa por uma situação caracterizada por um círculo virtuoso, onde a queda do nível de endividamento traz uma elevação na confiabilidade pelo mercado, a qual permite uma queda na taxa básica de juros, que, por sua vez, leva a uma queda ainda maior da dívida relativa.

No entanto, resta demonstrado que essa situação ainda não é segura. O nível da proporção dívida/PIB é alto e a situação fiscal ainda é extremamente vulnerável a crises de confiabilidade.

Resta demonstrado que o valor ideal para uma dívida relativa é aquele que permite ao país passar por oscilações nos níveis de aversão ao risco sem alterações relevantes em seu nível de endividamento. Verificamos a relevância das indicações econômicas prestadas pelo governo sobre a sustentabilidade da dívida. Uma simples indicação de que o setor público diminuirá o seu empenho fiscal pode levar a um aumento do *spread* de risco e influenciar negativamente o nível da dívida relativa.

Observamos também que o déficit nominal nulo é prescindível para a redução do endividamento público. Em um círculo virtuoso, mantidas as variáveis determinantes, esse resultado vem como consequência da diminuição constante daquele endividamento.

Confirmamos a necessidade de o governo manter as metas de superávit primário vigentes para que a situação fiscal torne-se mais sólida no menor tempo possível. Com um nível de relação dívida/PIB mais baixo, o país ficaria menos vulnerável a crises de confiabilidade internacional. Por isso, deve-se aproveitar o círculo virtuoso atual, mantendo o esforço fiscal vigente de forma a buscar níveis mais seguros para aquela relação.

Ao final, verificamos a necessidade de o governo buscar formas de conter a elevação das despesas primárias, as quais vem crescendo em relação ao PIB. Nos últimos anos, esse crescimento vem sendo sustentado por elevações na carga tributária. No entanto, essa fonte de recursos parece estar se esgotando, haja vista o nível de tributação vigente. Dessa forma, se nada for feito em relação ao crescimento das despesas primárias, os superávits primários previstos poderão ser comprometidos, e, com eles, toda a solidez fiscal buscada.

O modelo que utilizamos para chegar às presentes conclusões apresenta algumas limitações. É um modelo baseado em relações numéricas, o qual não incorpora as inter-relações existentes entre as diversas políticas governamentais. É focado na política fiscal, adotando variáveis exógenas, as quais, no mundo real, influenciam-se mutuamente.

No entanto, conforme demonstrado, essas limitações não são relevantes para o presente estudo. Diante de cenários interno e externo favoráveis e estáveis, é possível prever, para os próximos quatro anos, com certa segurança, o comportamento das variáveis determinantes utilizadas. Além disso, fomos conservadores no que se refere aos valores adotados. Diante do círculo virtuoso, é grande a possibilidade de que esses números sejam mais favoráveis, levando a um cenário melhor do que o projetado.

Em um estudo posterior, poder-se-ia aprimorar o modelo utilizado, incorporando-se ali os reflexos do nível de endividamento sobre a taxa de juros, bem como dessa taxa sobre o crescimento da economia; a relação existente entre inflação e senhoriagem, os ajustes patrimoniais decorrentes de receitas e despesas não previstas; e a influência da taxa de câmbio sobre o montante da dívida, dentre outros.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

MANKIW, N. Gregory. *Introdução à economia: princípios de micro e macroeconomia*. Rio de Janeiro: Campus, 2001. 831 p.

MENDES, Marcos. *Gasto Público Menor e Mais Eficiente como Condição Necessária ao Crescimento Acelerado da Economia Brasileira*. 2006. Disponível em: <<http://www.forumnacional.org.br/publi/ep/EP0146.pdf>>. Acesso em: 20 mai. 2007.

BANCO CENTRAL. *Nota para a imprensa*. 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPOLFISC>>. Acesso em 20 mai. 2007.

PRADO, Luiz Humberto. *Déficit Nominal Zero?* 2005. Disponível em: <http://www.cepefin.org.br/bolet_site/estudo_deficit_nominal_zero_16_08.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2007.

GIAMBIAGI, Fabio. ALÉM, Ana Cláudia. *Finanças Públicas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001, p. 222.

IPEA. *Boletim Conjuntura*. mar. 2007. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/notastecnicas/notastecnicas13.pdf>>. Acesso em 20 mai. 2007.

RIBEIRO, Stênio. Analistas financeiros aumentam projeção de crescimento do PIB para 4,10%. *Agência Brasil*, Brasília, 23 abr. 2007. Disponível em: <<http://www.agenciabrasil.gov.br/noticias/2007/04/23/materia.2007-04-3.6034099583/view>>. Acesso em: 20 mai. 2007.

JALORETTO, Cláudio. *Senhoriagem e Financiamento do Setor Público no Brasil*. Brasília: ESAF, 2006. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/premio_TN/XIPremio/divida/MHafdpXIPTN/mh_premio_afdp.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2007.

OLIVERIA, Ribamar. GOBETTI, Sérgio. Autorização para elevar gastos do Projeto Piloto de Investimentos de 0,2% para 0,4% do PIB está na LDO. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 4 jan. 2007. Disponível em:

<http://contasabertas.uol.com.br/midia/detalhes_noticias.asp?auto=353>. Acesso em: 20 mai. 2007.

OLIVERIA, Ribamar. Mantega confirma que governo reduzirá superávit primário. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 21 dez. 2006. Disponível em:

<<http://clipping.planejamento.gov.br/Noticias.asp?NOTCod=>>>. Acesso em: 20 mai. 2007.

OREIRO, J. L.; CURADO, M.; DEZORDI, L.; PASSOS, Marcelo. *Uma Análise da Proposta de Déficit Nominal Zero*. Curitiba: UFPR, 2006. Disponível em: < www.economia.ufpr.br >.

Acesso em: 20 mai. 2007.

MENDES, Marcos et al. *Gasto Público Eficiente*. Rio de Janeiro: Topbooks, 2061. 475 p.

(Folha a ser colocada no verso da contra-capa conforme solicitação da coordenação do curso)

MACHADO, Marcus Antônio.

Trajatória da Relação Dívida/PIB e seus Condicionantes no Quadriênio 2007-2010 / Marcus Antônio Machado. Brasília: 2007.

57 f.

Monografia – Curso de Especialização em Orçamento Público – Câmara dos Deputados, 2007.

1. Dívida Pública, tamanho. 2. Relação Dívida/PIB, estabilidade, trajetória. 3. Superávit Primário.