

Textos para Discussão

74

PERSPECTIVAS PARA ECONOMIA BRASILEIRA

F-8095



127032010



AP/COPEL



**PERSPECTIVAS
PARA A ECONOMIA
BRASILEIRA:
1999/2006**

Fabio Giambiagi*

*Gerente do Departamento Econômico do BNDES.

O texto se beneficiou dos comentários de
Armando Castelar Pinheiro,
Francisco Marcelo Rocha Ferreira
e Maurício Mesquita Moreira
a uma versão preliminar. Como de praxe,
os possíveis erros remanescentes são de
responsabilidade exclusiva do autor.

Rio de Janeiro, dezembro - 1999

Sumário

Resumo.	5
Abstract	5
1. Introdução	7
2. O Modelo Adotado.	7
3. As Hipóteses	12
4. Os Resultados.	16
4.1. Nível de Atividade	16
4.2. Mercado de Trabalho	22
4.3. Contas Públicas	24
4.4. Balanço de Pagamentos	28
4.5. Financiamento do Investimento	31
5. Cenários Alternativos	32
6. Conclusões	35
Referências Bibliográficas	40

Resumo

Este texto discute as perspectivas da economia brasileira para o atual e o futuro governo, com resultados para o balanço de pagamentos e as contas nacionais e fiscais. Sugere-se que a combinação de desvalorização cambial com uma boa *performance* do comércio mundial permitiria retomar a expansão da economia brasileira a partir do ano 2000. Paralelamente, o controle do crescimento do gasto público a taxas inferiores às do PIB e a queda das taxas de juros viabilizariam a redução gradual do desequilíbrio fiscal. No cenário básico, o Brasil chegaria em meados da próxima década com um déficit em conta corrente da ordem de 3% do PIB e uma relação dívida pública/PIB em níveis ligeiramente inferiores aos de 1998, após um grande salto em 1999. Simulações alternativas mostram o que poderia acontecer em um cenário menos favorável.

Abstract

This paper discusses the Brazilian economy outlook for the current and future administration, with results regarding the balance of payments and the national and fiscal accounts. It is suggested that the devaluation of R\$ and a good performance of the world trade would allow the Brazilian economy to resume growth as from the year 2000. In the meantime, the control of public expenditure growth at rates lower than the ones of GDP and the decline of interest rates would cause a gradual reduction of fiscal disequilibrium. In the basic scenario, in the middle of the next decade Brazil would have a current account deficit of roughly 3% of GDP and a public debt/GDP ratio below the 1998 level, after a big jump in 1999. Alternative simulations show what could happen in a less favorable scenario.

1. Introdução

Este texto procura ajudar a vislumbrar qual pode ser a evolução da economia brasileira, na primeira metade da próxima década, se as autoridades tiverem êxito na tarefa de atacar os dois maiores problemas que caracterizaram o seu desempenho recente: o desequilíbrio das contas públicas e o déficit em conta corrente. É importante lembrar, contudo, repetindo o que foi dito a respeito em um exercício similar, que “... as projeções não devem ser encaradas como previsões para o longo prazo... Trata-se aqui de desenhar uma trajetória capaz de identificar magnitudes e *trade-offs* relevantes... A idéia do exercício é responder a uma pergunta do seguinte tipo: se houver um ajuste bem-sucedido nos próximos anos, qual pode ser o formato de uma trajetória consistente para os principais agregados macroeconômicos?” [Ipea (1997, v. 1, p. 69)]. Em outras palavras, pretende-se descrever o que poderia ser definido como um *cenário desejável possível*, e não necessariamente aquele que efetivamente irá se verificar. A magnitude em que este último irá ficar próximo ou distante do cenário apontado dependerá de uma série de fatores, como a aprovação das reformas ainda pendente no Congresso, a situação da economia internacional etc.

O texto é uma versão *aggiornata* dos resultados apresentados em Além, Giambiagi e Pastoriza (1997), que ficaram desatualizados e cujo modelo foi exposto em Giambiagi e Pastoriza (1997) [ver também Pinheiro, Najberg e Giambiagi (1997)]. Esse mesmo modelo, com algumas modificações, foi utilizado para gerar os resultados que são aqui expostos. O texto encontra-se dividido em seis seções: depois desta introdução, sintetizam-se na Seção 2 as principais características do conjunto de equações adotadas para gerar as diversas tabelas que formam parte do artigo; na Seção 3 mostram-se as hipóteses assumidas, enquanto os resultados são analisados de forma pormenorizada na Seção 4; a Seção 5 inclui os resultados de alguns cenários alternativos e, por último, listam-se as principais conclusões que podem ser extraídas da leitura do texto.

2. O Modelo Adotado

Conforme já foi dito, iremos adotar, em linhas gerais, o esquema analítico proposto em Giambiagi e Pastoriza (1997) e cujos resultados foram mostrados em Além, Giambiagi e Pastoriza (1997). Como esses ficaram desatualizados, o primeiro passo é destacar o que deu errado naquelas projeções e indicar como pretendemos corrigi-las. Como sabemos, as projeções de um modelo podem se frustrar, devido a problemas da modelagem

em si ou ao conjunto de hipóteses adotadas. No nosso caso, as modificações do modelo serão pequenas e se resumem, fundamentalmente, a cinco pontos: a) o tratamento do investimento privado como exógeno, pois a modelagem do trabalho acima mencionado o deixava dependente do crescimento exógeno do produto potencial, o que gerava uma grande instabilidade do investimento; b) a incorporação da taxa de câmbio real na função de importações, de modo que uma desvalorização (valorização) real tende a diminuir (aumentar) o coeficiente de penetração das importações; c) a adoção do resultado primário como variável fiscal exógena até 2001, de forma similar ao que foi acordado com o Fundo Monetário Internacional (FMI); d) o uso do critério de déficit nominal, ao invés do operacional, como indicador de desempenho da política fiscal – no caso do modelo, depois de 2001; e e) a hipótese de que o financiamento externo é exógeno – talvez a mudança mais importante de todas –, o que torna a variação de reservas uma das variáveis de ajuste do modelo.

É no caso das hipóteses que se concentra a maioria das mudanças feitas. As principais diferenças entre os resultados apontados no citado artigo de Além, Giambiagi e Pastoriza e a realidade observada desde então são as seguintes:

- a alta da taxa de juros, desde o final de 1997;
- o menor crescimento do PIB em 1998/99, devido justamente à alta dos juros;
- o crescimento, muito maior que o esperado, até 1998, das “outras despesas correntes e de capital” (OCC) da execução financeira do Tesouro Nacional;
- o efeito negativo dos três pontos anteriores sobre o resultado das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSPs);¹ e
- a melhora relativa da situação do setor externo do país, devido ao menor crescimento da economia e, mais recentemente, à desvalorização cambial do início de 1999.

Em função desses fatores, neste texto assumimos um nível inicial de risco-país maior que aquele prevalecente há dois anos e partimos de um nível de OCC e de déficit público maior e de um déficit comercial menor que o valor dessas variáveis que constaram no artigo de Além, Giambiagi e Pastoriza para 1998.

As características do esquema contábil adotado e a forma de operação do modelo encontram-se sintetizadas nas Tabelas 1 a 4. Na Tabela 1 mostra-se como “fecha” o bloco de contas nacionais e mercado de trabalho. Na Tabela 2 expõe-se o bloco

1 Aqui e no restante do texto, as NFSPs referem-se ao conceito nominal.

Tabela 1
Características do Bloco de Contas Nacionais/Mercado de Trabalho

	<i>Fatores Explicativos</i>
Variáveis Contas Nacionais	
PIB	Exógeno
Consumo do Governo	Resultado do bloco fiscal
Investimento	Exógeno
Exportações	Taxa de câmbio e comércio mundial
Importações	Taxa de câmbio, PIB e investimento
Variáveis de Ajuste	
Contas Nacionais	
Consumo Privado	Demais componentes do PIB
Mercado de Trabalho	
Taxa de Desemprego	PIB, PEA e Produtividade

Tabela 2
Características do Bloco Fiscal

	<i>Fatores Explicativos</i>
Variáveis Fiscais	
NFSPs ^a	Exógenas
Receita	Exógena
Gasto com Pessoal	Exógeno
Benefícios Previdenciários	Exógeno
Transferências Vinculadas	Receita
Investimento	Exógeno
Juros	Taxa de juros e dívida pública
Variáveis de Ajuste	
Outros Gastos Correntes	Meta fiscal, receita e demais despesas
Resultado Primário ^a	NFSPs e juros
Dívida Pública	NFSPs e senhoriação

^aNos três primeiros anos da projeção, a variável exógena fiscal é o resultado primário.

Tabela 3
Características do Bloco de Balanço de Pagamentos

	<i>Fatores Explicativos</i>
Variáveis Balanço de Pagamentos	
Exportações	Taxa de câmbio e comércio mundial
Importações	Taxa de câmbio, PIB e investimento
Juros	Custo da dívida externa e dívida externa
Lucros e Dividendos	Estoque de capital estrangeiro defasado
Transferências Unilaterais	Exógenas
Investimento Externo	Exógeno
Financiamento Externo	Exógeno
Variável de Ajuste	
Reservas Internacionais	Déficit em conta corrente, investimento externo e financiamento

Tabela 4
Características do Bloco de Financiamento do Investimento

<i>Fatores Explicativos</i>	
Variáveis	
Investimento (Preços Constantes)	Exógeno
Investimento (Preços Correntes)	PIB e índice de preço relativo de investimentos
Poupança (Preços Correntes)	Investimento (preços correntes)
Poupança Externa	Déficit em conta corrente do balanço de pagamentos
Poupança Pública	NFSPs e investimento do governo
Variável de Ajuste	
Poupança Privada	Poupança total, poupança externa e pública

fiscal, enquanto na Tabela 3 apresenta-se o bloco de balanço de pagamentos. Finalmente, na Tabela 4 explica-se o financiamento do investimento.

No caso do nível de atividade, adota-se a hipótese de que o governo seja capaz de monitorar a evolução do PIB (à luz da situação do setor externo), de tal modo que este cresce a uma taxa definida exogenamente. Dados o crescimento também exógeno do investimento (que determina o produto potencial) e o desempenho do consumo do governo (definido pela restrição orçamentária) e das exportações e importações (decorrentes das funções adotadas no bloco de balanço de pagamentos), o consumo privado é a variável de ajuste que iguala o PIB à soma dos seus componentes. Naturalmente, o PIB não pode exceder o produto potencial. Este foi normalizado de modo a ser igual ao PIB em 1986 (quando ocorreu o Plano Cruzado), ano a partir do qual foi atualizado em função do investimento verificado e da relação capital/produto. Por sua vez, dados o crescimento da população economicamente ativa (PEA), da produtividade do trabalho e do PIB, obtém-se o crescimento do emprego e, conseqüentemente, o total de desocupados e a taxa de desemprego.

No bloco fiscal, considera-se que há uma meta nominal (NFSPs ou resultado primário) que é perseguida e atingida pelo setor público, o que, dado o comportamento da receita (associado ao dinamismo da economia) e de algumas rubricas específicas de gasto, determina residualmente o comportamento do restante da despesa corrente, que é a variável de ajuste que permite respeitar a meta fiscal. O crescimento do consumo total do governo é então considerado como um *input* das contas nacionais. A despesa de juros resulta da taxa de juros e do valor da dívida do período anterior. Por outro lado, para um certo nível de financiamento através da emissão de base monetária (senhoriagem) e dada a receita de privatização (líquida do reconhecimento de dívidas anti-gas), o valor das NFSPs determina a trajetória da dívida pública.²

² Em todo o texto, trabalha-se com o conceito de dívida líquida, descontada a base monetária, que nas estatísticas oficiais brasileiras é considerada como parte da dívida pública.

As variáveis determinantes do setor externo são as exportações e importações. No caso das exportações, elas decorrem de uma função tradicional que relaciona as vendas externas à taxa de câmbio real do ano anterior e ao crescimento do comércio mundial.³ Já as importações são uma função da taxa de câmbio real do ano corrente e do investimento (importações de bens de capital) e do PIB (demais importações, exceto petróleo). As compras de petróleo estão negativamente correlacionadas com a produção doméstica, definida exogenamente. As demais variáveis do balanço de pagamentos correspondem a identidades contábeis, sendo tanto o investimento direto como o financiamento exógenos, o que significa que, por hipótese, as reservas variam no valor necessário para “fechar” as identidades contábeis do balanço de pagamentos, em função dos resultados das contas corrente e de capital.

Finalmente, há um conjunto de equações para mostrar como se dá o financiamento do investimento. A taxa de investimento a preços constantes do ano-base é multiplicada por um fator de preços relativos, gerando a taxa de investimento a preços correntes, que é, por definição, igual à poupança total. Como a poupança externa é igual ao desequilíbrio em conta corrente do balanço de pagamentos com sinal trocado e a poupança do governo decorre das equações fiscais, a poupança privada é obtida residualmente.

Em poucas palavras, tem-se então um esquema contábil por meio do qual, dados o PIB, o investimento, as NFSPs e uma série de variáveis e parâmetros do setor externo, determinam-se: a) o consumo privado; b) os gastos correntes do governo; c) a dívida pública; e d) a dívida externa líquida – dada a dívida bruta e conhecido o resultado da variação de reservas. Em que pese a sua extrema simplicidade, portanto, o modelo é útil para responder, fundamentalmente, a três questões:

- qual o consumo privado consistente com a trajetória do investimento?;
- qual a relação dívida pública/PIB que resulta de um certo valor das NFSPs ao longo do tempo?; e
- qual o passivo externo do país, em função da evolução do seu déficit em transações correntes, associado ao crescimento da economia?

3 Em 1999, entretanto, devido ao fato de já estarmos no fim do segundo semestre, o resultado foi ajustado para contemplar a *performance* do comércio exterior (incluindo importações) até outubro. Por outro lado, cabe ressaltar que a formulação adotada é puramente mecanicista e não incorpora os efeitos das medidas de incentivo que o governo tem procurado adotar para perseguir a meta de aumento das exportações até 2002. Se tais medidas se revelarem bem-sucedidas, o desempenho das exportações será superior ao que é apresentado em nosso cenário.

3. As Hipóteses

A Tabela 5 sintetiza as principais hipóteses referentes aos parâmetros e variáveis exógenas mais importantes. O ano-base das projeções é 1998. A projeção abrange dois períodos de governo, até 2006, para permitir ter uma idéia de quais seriam as consequências de longo prazo que se poderia esperar das ações a serem tomadas no período 1999/2002. Em linhas gerais, o quadro traçado por essas hipóteses é de um crescimento moderado, em um contexto de convergência dos indicadores de inflação doméstica com os das economias industrializadas.

Tabela 5
Parâmetros e Variáveis Exógenas Principais – 1999/2006

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Parâmetros								
Elasticidade-Câmbio Manufaturados	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Elasticidade-Câmbio Semimanufaturados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Elasticidade-Câmbio Básicos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Elasticidade-Câmbio Importações de Bens de Capital	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Elasticidade-Câmbio Importações, excluindo Petróleo e Bens de Capital	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Variáveis								
PIB (%)	0,5	3,5	4,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Taxa de Desvalorização Nominal do Câmbio (%)	60,0	3,0	2,5	2,0	1,5	1,0	0,5	0,0
IPCA (%)	9,0	6,5	4,0	3,0	2,5	2,0	2,0	2,0
IPA (%)	24,0	6,0	3,5	2,5	2,0	1,5	1,5	1,5
IPP-Estados Unidos (%)	2,0	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Spread Risco-País (%)	12,50	6,00	5,00	5,00	4,00	3,50	3,25	3,00
Taxa de Juros Externa (%)	5,00	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Crescimento do Comércio Mundial em Dólares (%)	3,0	4,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Crescimento Real do Investimento Privado (%)	-4,0	6,0	7,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Crescimento Real do Investimento do Governo Federal (%)	-10,0	4,0	5,0	6,0	4,0	6,0	8,0	10,0
Crescimento Real do Investimento de Estados e Municípios (%)	-10,0	4,0	5,0	6,0	4,0	6,0	8,0	10,0
Crescimento Real dos Gastos da Previdência Social (%)	0,5	2,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Privatização do Governo Central (% do PIB) ^a	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Privatização dos Estados (% do PIB)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Superávit Primário do Governo Central (% do PIB)	2,50	2,65	2,60	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Superávit Primário dos Estados e Municípios (% do PIB)	0,40	0,50	0,65	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Superávit Primário das Empresas Estatais (% do PIB)	0,20	0,10	0,10	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
NFGCs (% do PIB)	n.c.	n.c.	n.c.	1,50	1,50	1,00	0,75	0,50
NFEMs (% do PIB)	n.c.	n.c.	n.c.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
NFEEs (% do PIB)	n.c.	n.c.	n.c.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IGP (%)	19,0	6,2	3,7	2,7	2,2	1,7	1,7	1,7
Deflator Implícito do PIB (%)	14,0	6,3	3,8	2,8	2,3	1,8	1,8	1,8

^aLíquida da absorção de passivos ("esqueletos"). Um valor negativo indica reconhecimento de dívidas maior que privatização.

Obs.: n.c. = não considerado.

A taxa de câmbio nominal R\$/US\$ desvaloriza-se 60% em 1999, com uma taxa de desvalorização nominal modesta e declinante a partir de então, até atingir a estabilidade (embora no regime de livre flutuação) no final da projeção.⁴ A desvalorização, que contribui para a melhora do indicador déficit em conta corrente/PIB, somada à redução das NFSPs, cria as condições para uma gradativa redução do risco-país, que por sua vez viabiliza a queda do chamado “cupom cambial”, até o nível de 8%, em meados da próxima década.⁵ O comércio mundial, por sua vez, recupera-se gradualmente depois dos problemas provocados pela crise das economias asiáticas, crescendo a taxas progressivamente maiores, que atingem 6% em 2001, com uma média anual de 5,4% no período da projeção, em valor – preços mais *quantum*.

Em termos das variáveis domésticas mais importantes, cabe chamar a atenção para o crescimento médio do PIB de 4,2% a.a. no período de oito anos, com destaque para a hipótese de crescimento médio de 6% a.a. do investimento privado.⁶ A privatização, líquida do reconhecimento de dívidas antigas, conhecidas como “esqueletos”, tem um efeito nulo, já que ambos os efeitos se anulam entre si, enquanto o déficit nominal cai gradualmente depois de 2001, por hipótese, ao longo do tempo, com exceção de 2003.⁷ No caso dos estados e municípios, a melhora de sua *performance* decorre do esgotamento das fontes de financiamento do desequilíbrio das suas contas [ver Rigolon e Giambiagi (1999)]. Já no caso do governo central – para quem as projeções para o ano 2000 já contemplam em boa parte os números do Orçamento recentemente divulgado, com alguns acertos resultantes de decisões tomadas posteriormente – o ajuste é fruto das medidas adotadas no final de 1998 e início de 1999.⁸ Com a privatização, por sua vez, o resultado das empresas estatais tende a ser próximo de zero. Em conjunto, a partir de 2002, o setor público gera um déficit nominal progressivamente declinante, de 2% do PIB em 2002, caindo até 1% do PIB posteriormente.⁹ Nesse cenário, trabalha-se com as hipóteses de que: a) a reforma tributária, se realizada, garanta a manutenção do nível de carga tributária atual que se verificaria na ausência da CPMF e de

4 Variações cambiais entre o dólar e as demais moedas fortes não são consideradas.

5 No trabalho, assume-se que o Imposto de Renda na fonte sobre aplicações financeiras – para efeito da regra de arbitragem entre o rendimento dos títulos no Brasil e no exterior – é mantido em 20%.

6 O crescimento médio do investimento público é de 4% a.a.

7 No caso da evolução do resultado primário, adotaram-se os parâmetros estabelecidos no acordo com o FMI para 2000/01. No caso do déficit nominal, especificamente em 2003, supõe-se que ele se mantém no nível de 2002, para evitar um ajustamento excessivo do gasto, face ao fim das receitas extraordinárias – o que, *ceteris paribus*, tende a aumentar o déficit.

8 Os resultados consideram a aprovação da proposta de extensão das alíquotas extraordinárias de Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) até 2002 (inclusive).

9 A redução do superávit primário entre 2001 e 2003 relaciona-se com o fim de algumas receitas extraordinárias em meados de 2002. Cabe destacar que o teto europeu de déficit de 3% do PIB explica-se pelo fato de o parâmetro de referência fiscal ter sido, na época do Tratado de Maastricht, uma dívida pública bruta da ordem de 60% do PIB. No Brasil, com um endividamento público inferior em termos de percentagem sobre o PIB, a relação entre o déficit público e o PIB consistente com a estabilidade da relação dívida/PIB tem, por definição, que ser menor que 3% do PIB.

outras receitas extraordinárias; e b) a emenda constitucional que permite a taxa dos servidores inativos seja aprovada, gerando um fluxo de receitas de 0,2% do PIB a partir de 2001.

As premissas referentes à desvalorização cambial, à inflação e ao “cupom” externo – composto pela soma da taxa de juros externa com o risco-país – geram como resultado uma certa trajetória da taxa de câmbio real e da taxa de juros.¹⁰ Os resultados disso, diretamente derivados da Tabela 5 – com exceção de 1999, quando a taxa Selic é exógena –, aparecem na Tabela 6. Observe-se, em particular, que a desvalorização real acumulada até o final da projeção, captada pelo indicador de “índice de paridade”, é de 36% em relação a dezembro de 1998. Nesse cenário, a taxa de juros nominal bruta Selic evolui de 26% em 1999 para apenas 10% no final da projeção. Esse é o nível de juros consistente com a hipótese de um “cupom” líquido de 8%, embutindo um risco-país de 3%, ligeiramente superior ao que pagava o Chile em 1997, antes da crise asiática.¹¹ Em termos reais, se deflacionada pelo Índice Geral de Preços (IGP), a taxa de juros bruta é de 8% no final da projeção.¹²

A viabilidade do cenário imaginado para os juros depende crucialmente da diminuição do risco-país, captado no Gráfico 1 pelo indicador do *par bond* brasileiro de 30 anos, em pontos básicos sobre o bônus do Tesouro dos Estados Unidos de características semelhantes. Esse indicador, no caso do Brasil, era de

Tabela 6
Taxa de Juros e de Câmbio – 1999/2006

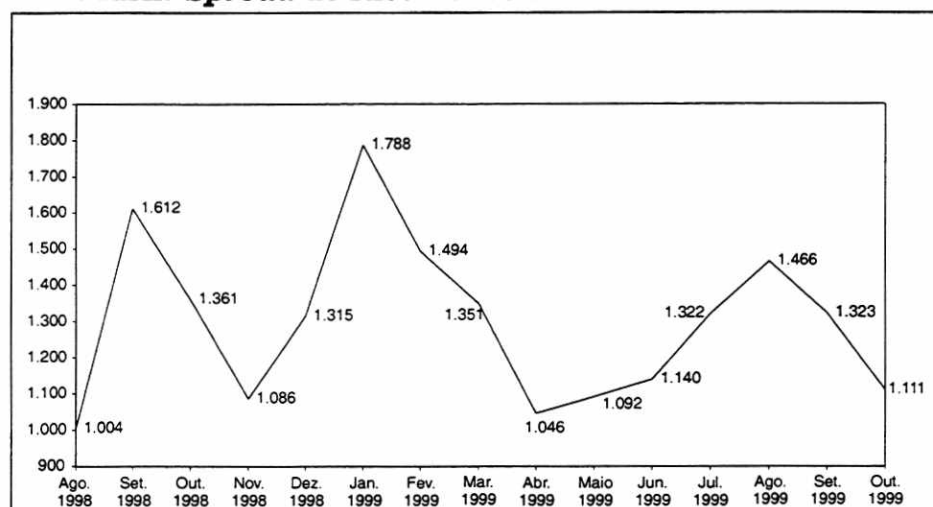
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Desvalorização Real: Câmbio x IPP/IPA (%)	31,61	-0,89	0,52	1,00	1,00	1,00	0,50	0,00
Índice de Paridade do IPA (Dezembro de 1998 = 100)	131,61	130,45	131,12	132,44	133,77	135,11	135,78	135,78
“Cupom” Cambial Líquido em Dólares (%)	n.c.	11,50	10,25	10,00	9,00	8,50	8,25	8,00
Selic Real Bruta – Deflator IGP (%)	5,55	11,67	12,15	12,26	10,89	10,15	9,17	8,20
Selic Nominal Bruta (%)	25,60	18,56	16,26	15,25	13,29	11,98	10,99	10,00
Selic Nominal Líquida (%)	20,48	14,85	13,01	12,20	10,64	9,58	8,79	8,00
Selic Real Líquida – Deflator IGP (%)	1,24	8,17	9,01	9,29	8,29	7,79	7,01	6,23
Selic Real Bruta – Deflator IPCA (%)	15,23	11,32	11,79	11,89	10,53	9,79	8,81	7,84
Selic Real Líquida – Deflator IPCA (%)	10,53	7,84	8,66	8,93	7,94	7,44	6,66	5,88

10 Define-se “índice de taxa de câmbio real” como o resultado da multiplicação do índice da taxa de câmbio nominal R\$/US\$ pelo índice de preços nos Estados Unidos, dividido pelo índice de preços domésticos, em ambos os casos utilizando os preços por atacado.

11 Observe-se, porém, que a taxa do final da projeção não é compatível com o atual parâmetro institucional de 0,5% de juros reais ao mês (6,2% a.a.) da caderneta de poupança, já que ninguém compraria títulos públicos não-indexados de um ano ou mais de prazo recebendo um rendimento real líquido anual de menos de 6%, podendo alternativamente ter um ganho real assegurado de pouco mais de 6% a.a. investindo em uma caderneta de poupança. A viabilidade da taxa assumida neste artigo para meados da próxima década, portanto, dependeria da liberação das taxas de juros reais das cadernetas, que poderiam, por exemplo, passar a ser fixadas livremente pelo mercado, o que implicaria, provavelmente, uma queda da sua remuneração.

12 Em 1998, as taxas Selic nominal e real, conforme o mesmo critério de deflação, foram de aproximadamente 29% e 27%, respectivamente.

Gráfico 1
Brasil: Spread de Risco Soberano – Médias Mensais^a



Fonte: JP Morgan.

^aPar bond: pontos básicos sobre o bônus do Tesouro dos Estados Unidos de características semelhantes.

400 pontos pouco antes da crise asiática de outubro de 1997, subiu até 800 pontos naqueles dias, voltou a cair para aproximadamente 600 pontos nos meses posteriores, atingiu um máximo de 2.300 pontos em alguns dias de janeiro de 1999 e tem oscilado entre 1.000 e 1.500 pontos nos últimos meses, esperando-se que diminua nos próximos anos, favorecido pela melhora dos indicadores macroeconômicos do país.

A Tabela 7, por sua vez, mostra especificamente o que se espera que ocorra com a evolução da inflação. Assumimos que, a partir de 2001, ela acompanhará as metas definidas pelo governo no novo regime de *inflation target*, com objetivos declinantes da taxa de variação dos preços.¹³ Em 1999 e 2000, entretanto, a variação do IPCA, ainda por conta da desvalorização de 1999, se situaria em níveis ligeiramente superiores aos das metas citadas.

Tabela 7
Metas de Inflação: IPCA – 1999/2006
(Em %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Meta	8,0	6,0	4,0	3,0	2,5	2,0	2,0	2,0
Piso	6,0	4,0	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Teto	10,0	8,0	6,0	5,0	4,0	3,0	3,0	3,0
Margem de Variação	2,0	2,0	2,0	2,0	1,5	1,0	1,0	1,0
Índice	Cheio	Cheio	Cheio	Cheio	Núcleo	Núcleo	Núcleo	Núcleo

¹³ Provavelmente, até o final do atual governo as futuras metas passarão a ser definidas em função de um "núcleo" (*core*) da inflação. Para efeito da projeção, porém, assumimos que a variação do núcleo seja igual à do índice normal, ou "cheio".

Por último, assumimos um financiamento externo, na forma de empréstimos – líquido de amortizações –, nulo a partir do ano 2000. A hipótese subjacente é que a taxa de juros doméstica é tal que não estimula o ingresso “excessivo” de capitais, mas é suficientemente atraente para evitar a saída deles. Conseqüentemente, a dívida externa bruta seria mantida constante, com a “rolagem” implícita das amortizações que forem vencendo ao longo do tempo.

4. Os Resultados

Os resultados do modelo são expostos nas Tabelas 8 a 14. Nas Tabelas 8 e 9 são mostrados os resultados das contas nacionais, a preços constantes de 1998, em percentagem do PIB e em termos da taxa de crescimento. A Tabela 10 apresenta os resultados dos principais indicadores do mercado de trabalho. A Tabela 11 expõe a desagregação das contas públicas. Os resultados do setor externo aparecem nas Tabelas 12 e 13. Por último, na Tabela 14 figura a composição do financiamento do investimento.

4.1. Nível de Atividade

A Tabela 15 serve para situar o desempenho projetado para a economia, em perspectiva histórica.

Tabela 8
Contas Nacionais: Preços Constantes de 1998 – Composição – 1998/2006
(Em % do PIB)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Consumo Total	81,4	80,1	78,9	78,4	77,8	77,3	76,7	76,1	75,5
Consumo Privado	63,6	63,5	62,8	62,7	62,4	62,1	61,5	60,9	60,4
Consumo do Governo	17,8	16,6	16,1	15,7	15,4	15,2	15,1	15,1	15,2
Formação Bruta de Capital Fixo	19,9	18,9	19,3	19,8	20,3	20,8	21,4	22,0	22,6
Investimento do Governo	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2
Governo Central	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Estados e Municípios	1,7	1,5	1,5	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6	1,7
Investimento Privado	17,7	16,9	17,4	17,8	18,3	18,8	19,3	19,9	20,5
Variação de Estoques	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Exportações BSNF	7,4	7,8	8,5	8,5	8,5	8,5	8,4	8,4	8,4
Importações BSNF	10,1	8,3	8,2	8,1	8,0	7,9	7,9	7,9	8,0
PIB	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ocupação da Capacidade (%)	96,8	95,3	95,5	96,3	97,3	97,9	98,3	99,3	100,0

Tabela 9
Contas Nacionais e Nível de Atividade: Taxas de Crescimento Real – 1998/2006

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Consumo Total	0,5	-1,0	1,9	3,9	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Consumo Privado	-0,1	0,5	2,3	4,3	4,5	4,4	4,1	4,0	4,0
Consumo do Governo	2,3	-6,2	0,4	2,0	3,0	3,4	4,6	5,1	5,1
Formação Bruta de Capital Fixo	-0,8	-4,7	5,8	6,8	7,8	7,6	7,8	8,0	8,2
Variação de Estoques	-16,7	0,5	3,5	4,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Exportações BSNF	1,1	5,9	13,3	4,1	4,6	4,8	4,8	4,8	4,6
Importações BSNF	1,2	-17,7	2,6	3,4	3,8	3,9	4,1	5,4	6,0
PIB	-0,1	0,5	3,5	4,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Crescimento da População	1,35	1,33	1,31	1,29	1,27	1,25	1,23	1,21	1,19
PIB Per Capita	-1,5	-0,8	2,2	3,2	3,7	3,7	3,7	3,7	3,8
População (1.000)	161.790	163.942	166.089	168.232	170.369	172.498	174.620	176.733	178.836
PIB Per Capita (US\$) ^a	4.794	3.388	3.573	3.735	3.904	4.082	4.268	4.487	4.741

^aPIB em dólares calculado com base na divisão do PIB em reais pela taxa de câmbio média de cada ano.

Tabela 10
Indicadores do Mercado de Trabalho – 1998/2006

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Hipóteses									
Crescimento da PEA (%)		1,8	-0,3	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2
Crescimento da Produtividade do Trabalho (%)		0,2	0,7	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0
Resultados									
Crescimento do Emprego (%)		-0,3	-0,2	2,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,9
Índice de Emprego (1998 = 100)		100,0	99,8	101,8	104,7	108,1	111,5	114,9	118,2
Crescimento da População Desempregada (%)		36,4	-1,5	9,0	-1,6	-7,8	-9,1	-10,7	-10,9
Índice da População Desempregada (1998 = 100)		100,0	98,5	107,4	105,7	97,5	88,6	79,2	70,6
Taxa de Desemprego – IBGE (%)		7,6	7,5	8,0	7,7	6,9	6,1	5,4	4,7

Embora o crescimento médio do PIB possa ser considerado por muitos como estando aquém do desejável, há alguns pontos que merecem ser enfatizados. Em primeiro lugar, ele é influenciado pela taxa ínfima de 1999. Em segundo, as taxas de crescimento iriam melhorando ao longo do tempo, de modo que o crescimento de 1999/2002 seria melhor que o do período de governo precedente (1995/98) e o de 2003/06 substancialmente melhor que a média dos quatro anos imediatamente anteriores. Em terceiro, até o final da projeção a população estará crescendo quase 0,5 ponto percentual abaixo da taxa que se verificou no início dos anos 90, o que significa que, para um mesmo crescimento do PIB, a variação da renda *per capita* é maior. Em quarto, no período de oito anos o crescimento anual da renda *per capita* seria de 2,9%, ligeiramente acima da média das últimas cinco

Tabela 11
NFSPs: Conceito nominal – 1998/2006
(Em % do PIB)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Governo Central									
Receita Total	20,44	21,68	21,23	20,70	19,95	18,92	18,92	18,92	18,92
Transferências a Estados e Municípios ^a	3,02	3,11	3,11	3,05	3,05	2,97	2,97	2,97	2,97
Receita Líquida	17,42	18,57	18,12	17,65	16,90	15,95	15,95	15,95	15,95
Despesa, exclusive Transferências	22,89	20,33	19,87	19,01	18,40	17,45	16,95	16,70	16,45
Despesa, exclusive Juros	16,85	16,07	15,47	15,05	14,71	14,27	14,09	14,14	14,23
Abono Salarial + Seguro-Desemprego ^a	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58
Pessoal	5,09	5,01	4,78	4,61	4,43	4,26	4,09	3,94	3,72
Benefícios Previdenciários	5,96	5,96	5,87	5,85	5,79	5,73	5,68	5,63	5,57
Investimentos	0,50	0,45	0,45	0,45	0,46	0,45	0,46	0,47	0,49
OGC ^b	4,72	4,08	3,79	3,56	3,45	3,24	3,28	3,54	3,88
Juros Nominais	6,04	4,26	4,40	3,97	3,69	3,18	2,87	2,56	2,22
Necessidades de Financiamento Primárias	-0,57	-2,50	-2,65	-2,60	-2,19	-1,68	-1,87	-1,81	-1,72
Necessidades de Financiamento Nominais	5,47	1,76	1,75	1,37	1,50	1,50	1,00	0,75	0,50
Estados e Municípios									
Receita Total ^a	14,57	13,76	13,66	13,60	13,60	13,52	13,52	13,52	13,52
Despesa	16,61	16,61	14,97	14,42	14,10	14,02	14,02	14,02	14,02
Despesa, exclusive Juros	14,78	13,36	13,16	12,95	12,80	12,83	12,94	12,97	13,00
Investimento	1,71	1,53	1,54	1,55	1,56	1,55	1,56	1,61	1,68
Gastos Correntes	13,07	11,83	11,62	11,41	11,24	11,29	11,37	11,36	11,31
Juros Nominais	1,83	3,25	1,81	1,47	1,30	1,18	1,08	1,05	1,02
Necessidades de Financiamento Primárias	0,21	-0,40	-0,50	-0,65	-0,80	-0,68	-0,58	-0,55	-0,52
Necessidades de Financiamento Nominais	2,04	2,85	1,31	0,82	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Empresas Estatais									
Necessidades de Financiamento Primárias	0,36	-0,20	-0,10	-0,10	-0,25	-0,21	-0,18	-0,16	-0,14
Juros Nominais	0,17	0,34	0,26	0,25	0,25	0,21	0,18	0,16	0,14
Necessidades de Financiamento Nominais	0,53	0,14	0,16	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
NFSPs									
Necessidades de Financiamento Primárias	0,00	-3,10	-3,25	-3,35	-3,23	-2,57	-2,63	-2,52	-2,38
Juros Nominais	8,04	7,85	6,47	5,69	5,23	4,57	4,13	3,77	3,38
Necessidades de Financiamento Nominais	8,04	4,75	3,22	2,34	2,00	2,00	1,50	1,25	1,00
Dívida Interna Líquida do Governo Central ^c	16,80	19,34	19,30	19,03	19,35	20,03	20,53	20,76	20,64
Dívida Externa Líquida do Governo Central	4,30	6,21	5,55	5,19	4,59	3,73	2,63	1,58	0,66
Dívida Líquida Total do Governo Central ^c	21,10	25,55	24,85	24,22	23,94	23,76	23,17	22,34	21,29
Dívida Interna Líquida dos Estados e Municípios	13,70	14,81	14,77	14,43	13,86	13,40	13,03	12,69	12,37
Dívida Externa Líquida dos Estados e Municípios	0,70	0,90	0,84	0,80	0,76	0,72	0,68	0,64	0,60
Dívida Líquida Total dos Estados e Municípios	14,40	15,71	15,61	15,23	14,62	14,12	13,71	13,33	12,97
Dívida Interna Líquida das Empresas Estatais	1,30	1,27	1,32	1,37	1,27	1,18	1,11	1,03	0,97
Dívida Externa Líquida das Empresas Estatais	1,60	2,05	1,93	1,83	1,73	1,64	1,56	1,47	1,38
Dívida Líquida Total das Empresas Estatais	2,90	3,33	3,25	3,20	3,00	2,82	2,66	2,50	2,34
Dívida Interna Líquida do Setor Público ^c	31,80	35,42	35,39	34,83	34,48	34,61	34,67	34,48	33,97
Dívida Externa Líquida do Setor Público	6,60	9,16	8,32	7,82	7,08	6,09	4,87	3,68	2,64
Dívida Líquida Total do Setor Público	38,40	44,59	43,71	42,64	41,56	40,70	39,54	38,17	36,61

^a Considera os efeitos do fim do Fundo de Estabilização Fiscal.

^b Inclui despesas e subsídios do Programa de Operações Especiais de Crédito (POOC), outras despesas da Previdência Social, despesas não transitadas pelo Tesouro, despesas para reforma agrária, gastos com os fundos regionais, outras despesas e erros e omissões.

^c Exclui a base monetária.

Obs.: (-) = Superávit.

Tabela 12
Balanço de Pagamentos – 1998/2006
(Em US\$ Milhões Correntes)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Balança Comercial	-6.775	-1.358	3.496	4.079	4.818	5.695	6.532	6.591	6.023
Exportações	51.119	48.178	55.684	58.827	62.479	66.479	70.735	75.263	79.930
Básicos	12.970	11.890	12.425	13.170	13.960	14.798	15.686	16.627	17.625
Semimanufaturados	8.127	7.450	7.785	8.252	8.748	9.272	9.829	10.418	11.044
Manufaturados	29.364	28.033	34.544	36.421	38.727	41.297	44.038	46.959	49.926
Operações Especiais	658	805	931	983	1.044	1.111	1.182	1.258	1.336
Importações	57.894	49.536	52.189	54.748	57.660	60.783	64.203	68.672	73.907
Bens de Capital	16.122	13.698	14.914	16.083	17.422	18.838	20.410	22.262	24.446
Petróleo	4.131	4.028	3.393	2.913	2.515	2.140	1.791	1.869	1.992
Outros Bens	37.641	31.810	33.882	35.752	37.724	39.805	42.002	44.541	47.470
Serviços	-28.799	-26.872	-29.047	-29.821	-30.525	-31.035	-31.475	-33.105	-34.990
Juros	-11.948	-16.483	-15.686	-15.476	-15.336	-14.999	-14.552	-14.217	-13.857
Receita	3.895	2.228	2.316	2.298	2.211	2.320	2.539	2.874	3.234
Despesa	15.843	18.710	18.003	17.775	17.547	17.319	17.091	17.091	17.091
Lucros e Dividendos (Líquido)	-7.305	-4.709	-8.861	-10.379	-11.828	-13.373	-15.019	-16.773	-18.642
Outros Serviços Não-Financeiros	-9.546	-5.680	-4.499	-3.966	-3.361	-2.664	-1.904	-2.115	-2.491
Receita	8.840	8.190	9.800	10.706	11.746	12.897	14.147	15.053	15.986
Despesa	18.386	13.870	14.300	14.672	15.107	15.561	16.051	17.168	18.477
Transações Unilaterais (Líquido)	1.778	1.831	1.914	2.029	2.150	2.279	2.416	2.561	2.715
Saldo Conta Corrente	-33.796	-26.398	-23.637	-23.714	-23.557	-23.061	-22.527	-23.953	-26.252
Saldo Conta de Capital	26.179	23.957	25.300	24.152	25.740	27.432	29.236	31.158	33.207
Investimento Direto Líquido ^a	22.727	27.957	23.611	22.540	24.022	25.601	27.284	29.078	30.990
Portfólio Líquido	-1.842	2.000	1.689	1.612	1.718	1.831	1.952	2.080	2.217
Financiamento	5.294	-6.000	0	0	0	0	0	0	0
Variação das Reservas	-7.617	-2.441	1.663	438	2.183	4.372	6.709	7.205	6.955
Estoque de Capital Estrangeiro Líquido	117.731	147.688	172.988	197.140	222.880	250.313	279.549	310.707	343.914
Capital Estrangeiro s/Portfólio ^{a/b}	88.253	116.210	139.821	162.361	186.382	211.983	239.267	268.346	299.336
Portfólio ^b	29.478	31.478	33.167	34.780	36.498	38.329	40.281	42.362	44.579
Dívida Externa Bruta	233.880	227.880	227.880	227.880	227.880	227.880	227.880	227.880	227.880
Reservas Internacionais ^c	44.556	42.115	43.778	44.216	46.400	50.772	57.481	64.686	71.641
Dívida Externa Líquida	189.324	185.765	184.102	183.664	181.480	177.108	170.399	163.194	156.239
PELA ^d	307.055	333.453	357.090	380.804	404.360	427.421	449.948	473.901	500.153
PIB (US\$ Milhões Correntes) ^e	775.702	555.451	593.497	628.272	665.075	704.062	745.365	793.016	847.933
Reservas (Meses Importação de Bens)	9	10	10	10	10	10	11	11	12

^aInvestimento direto (exclui portfólio) mais reinvestimentos, menos investimentos do país no exterior.

^bLíquido do estoque de capital brasileiro no exterior.

^cConceito de liquidez internacional.

^dPELA (passivo externo líquido ampliado) = dívida externa líquida + estoque líquido de capital estrangeiro (incluído o portfólio).

^ePIB em dólares calculado com base na divisão do PIB em reais pela taxa de câmbio média de cada ano.

Tabela 13
Balanço de Pagamentos: Indicadores – 1998/2006

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Saldo da Balança Comercial (% do PIB)	-0,9	-0,2	0,6	0,6	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7
Exportações de Bens (% do PIB)	6,6	8,7	9,4	9,4	9,4	9,4	9,5	9,5	9,4
Importações de Bens (% do PIB)	7,5	8,9	8,8	8,7	8,7	8,6	8,6	8,7	8,7
Déficit em Conta Corrente (% do PIB)	4,4	4,8	4,0	3,8	3,5	3,3	3,0	3,0	3,1
Déficit Não-Financeiro (% do PIB)	1,9	0,9	-0,2	-0,3	-0,5	-0,8	-0,9	-0,9	-0,7
Juros + Lucros e Dividendos (% do PIB)	2,5	3,8	4,1	4,1	4,1	4,0	4,0	3,9	3,8
PELA (% do PIB)	39,6	60,0	60,2	60,6	60,8	60,7	60,4	59,8	59,0
Dívida Externa Líquida (% do PIB)	24,4	33,4	31,0	29,2	27,3	25,2	22,9	20,6	18,4
Estoque de Capital Estrangeiro + Portfólio (% do PIB)	15,2	26,6	29,1	31,4	33,5	35,6	37,5	39,2	40,6
PELA/Exportações de Bens	6,0	6,9	6,4	6,5	6,5	6,4	6,4	6,3	6,3
Dívida Externa Líquida/Exportações de Bens	3,7	3,9	3,3	3,1	2,9	2,7	2,4	2,2	2,0
Estoque de Capital Estrangeiro + Portfólio/Exportações de Bens	2,3	3,1	3,1	3,4	3,6	3,8	4,0	4,1	4,3
Taxa de Crescimento da Exportação de Bens (%)	-3,5	-5,8	15,6	5,6	6,2	6,4	6,4	6,4	6,2
Taxa de Crescimento da Exportação de Básicos (%)	-10,4	-8,3	4,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Taxa de Crescimento da Exportação de Semimanufaturados (%)	-4,2	-8,3	4,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Taxa de Crescimento da Exportação de Manufaturados (%)	0,6	-4,5	23,2	5,4	6,3	6,6	6,6	6,6	6,3
Taxa de Crescimento da Importação de Bens (%)	-6,2	-14,4	5,4	4,9	5,3	5,4	5,6	7,0	7,6
Taxa de Crescimento da Importação exceto Petróleo (%)	-3,8	-15,4	7,2	6,2	6,4	6,3	6,4	7,0	7,7
Taxa de Crescimento da Importação de Petróleo (%)	-29,1	-2,5	-15,8	-14,1	-13,7	-14,9	-16,3	4,4	6,6

Tabela 14
Financiamento do Investimento: Preços Correntes – 1998/2006
(Em % do PIB)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Investimento (Preços de 1998)	19,9	18,9	19,3	19,8	20,3	20,8	21,4	22,0	22,6
Investimento (Preços Correntes)	19,9	18,9	19,3	19,8	20,3	20,8	21,4	22,0	22,6
Poupança (Preços Correntes)	19,9	18,9	19,3	19,8	20,3	20,8	21,4	22,0	22,6
Poupança Externa	4,4	4,8	4,0	3,8	3,5	3,3	3,0	3,0	3,1
Poupança Doméstica	15,6	14,2	15,4	16,0	16,8	17,5	18,3	18,9	19,5
Poupança do Governo ^a	-5,3	-2,6	-1,1	-0,2	0,0	0,0	0,5	0,8	1,2
Poupança Privada	20,9	16,8	16,4	16,2	16,7	17,5	17,8	18,1	18,4

^aConsidera como pagamento de juros ao setor privado o total de juros nominais. Igual à diferença entre o investimento e as necessidades nominais de financiamento do governo.

décadas e que corresponde a um aumento acumulado de 26% em oito anos, o que não é desprezível.¹⁴ Por último, cabe destacar que a economia chegaria ao final da projeção em situação de plena ocupação de capacidade, de modo que, para crescer a taxas maiores, seria preciso investir mais durante 1999/2006 e, con-

14 Na segunda metade da projeção, inclusive, o PIB *per capita* poderia estar crescendo a uma taxa de quase 4% a.a.

Tabela 15
Taxas de Crescimento da Economia
(Em % a.a.)

<i>Período</i>	<i>PIB</i>	<i>População</i>	<i>Renda Per Capita</i>
1990/94	1,3	1,6	-0,3
1995/98	2,6	1,4	1,2
1999/2002	3,4	1,3	2,0
2003/06	5,0	1,2	3,8
1999/2006	4,2	1,3	2,9
1951/98	5,4	2,5	2,8

Fonte: IBGE.

Obs.: Para 1999/2006, previsões do autor.

seqüentemente, gerar um desequilíbrio externo maior e/ou um crescimento menor do consumo, alternativas que envolvem uma série de problemas.¹⁵

A retomada do crescimento seria liderada pelas exportações e pelo investimento e estaria associada à desvalorização ocorrida, que estimula a melhora do saldo comercial, e à queda da taxa de juros, em relação aos níveis que vigoraram até recentemente. A taxa de juros real bruta Selic de 1999/2006, deflacionada pelo IGP, seria, em média, de 10% a.a., muito abaixo da taxa média de 23,2% a.a. dos últimos cinco anos (Tabela 16).¹⁶

A formação bruta de capital fixo, medida a preços constantes de 1998 – algo maior do que a preços constantes de 1980 –, passa de 19,9% do PIB no ano-base para 22,6% do PIB no final da projeção (Tabelas 8 e 9). Essa maior participação relativa do investimento em 2,7 pontos do PIB é viabilizada pela queda do consumo privado (de 63,6% para 60,4% do PIB) e do governo (de

Tabela 16
Taxa de Juros Selic Real Bruta – 1994/98
(Em %)

<i>Ano</i>	<i>Taxa de Juros</i>
1994	24,4
1995	33,1
1996	16,6
1997	16,4
1998	26,5

Fonte: Banco Central.

Obs.: Deflator: IGP (centrado).

15 A capacidade ocupada é relativamente elevada no ano-base devido ao baixo nível do investimento nos últimos 10 anos. O grau de ocupação de 1998 decorre de termos considerado uma ocupação de capacidade plena em 1986 – o que parece bastante razoável –, ano a partir do qual se encadearam os indicadores do PIB e do investimento, para dados níveis estimados da relação capital/produto. Para mais detalhes, ver Carvalho (1996).

16 O fato de a taxa ainda ser relativamente alta realça a importância da “cunha fiscal”. Observe-se na Tabela 6 que a mesma taxa Selic real, em termos líquidos, é de 7,1% a.a. no mesmo período.

17,8% para 15,2% do PIB) no mesmo período. A compressão relativa do consumo (de 5,8 pontos do PIB) está associada também à ampliação das exportações no PIB, somada à queda da relação importações/PIB – em ambos os casos, referentes a bens e serviços não-fatores –, efeitos que conjugados geram um “delta” de 3,1 pontos do PIB entre 1998 e 2006, sempre a preços de 1998.

Vale ressaltar, contudo, que, embora o consumo privado seja a variável de ajuste e cresça menos que o PIB no conjunto do período considerado, em nenhum momento o consumo privado deixa de crescer. Nos oito anos (1999/2006), a taxa acumulada de crescimento dessa variável é de 31,7%, correspondendo a uma média de 3,5% a.a., ou seja, pouco mais de 80% da taxa de crescimento do PIB do período. Isso tende a conciliar as posições daqueles que propugnam por um aumento da poupança, como forma de aumentar a taxa de crescimento, com a visão daqueles que entendem que o aumento da taxa de poupança doméstica será uma decorrência do crescimento da economia a taxas vigorosas.

4.2. Mercado de Trabalho

A economia brasileira está passando, em 1999, por uma fase de ajuste a um contexto externo adverso, ajuste que é caracterizado pela combinação de um aperto expressivo da política fiscal e de uma certa estagnação do nível de atividade, essencial no curto prazo para melhorar o saldo da balança comercial. Em que pese a necessidade desse ajustamento, como consequência do mesmo, em um primeiro momento, a procura por mão-de-obra se ressentiu, o que tende a prejudicar os indicadores de emprego.

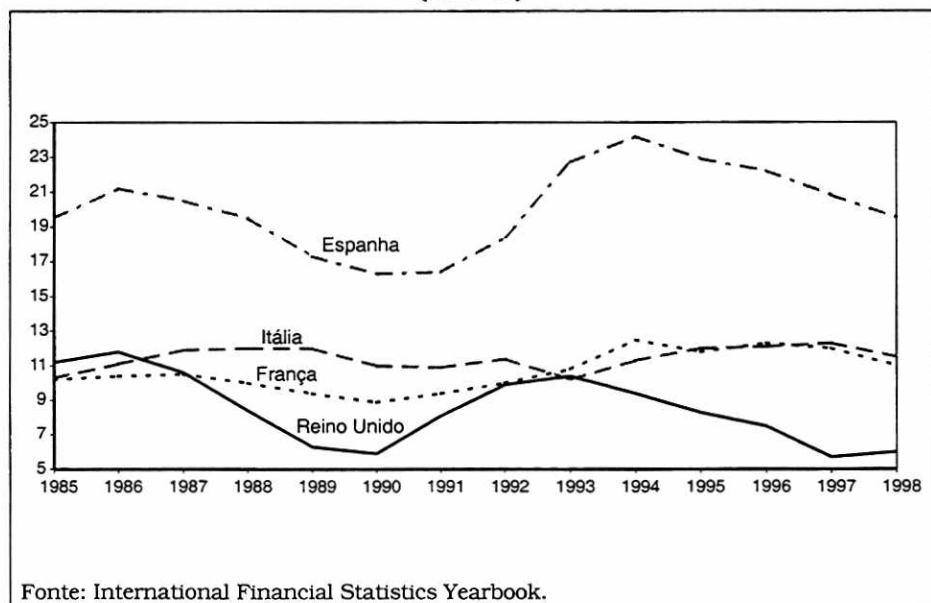
A Tabela 10 mostra as hipóteses mais importantes e os principais resultados referentes aos indicadores do mercado de trabalho. No caso da evolução da PEA, sua taxa de crescimento anual a partir do ano 2000 é consistente com a que costuma ser utilizada nos cenários demográficos do país – média de 2,3% a.a. entre 1999 e 2006. Em 1999, entretanto, essa variável não tem crescido, o que explica por que o desemprego não aumentou, como chegou a se temer no início do ano.

Por outro lado, o crescimento médio anual do indicador da produtividade global da economia, medido pela evolução do índice PIB/População Ocupada da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE, desde que se iniciou o processo de abertura em 1991, foi de 1,8%, nos sete anos compreendidos entre aquele ano e 1998. Em 1999, os indicadores disponíveis sugerem que o crescimento da produtividade vem sendo de menos de 1%. A partir do ano 2000, porém, assumimos um crescimento anual desse indicador de produtividade de 1,5% a.a., crescendo lentamente até 2% nos anos posteriores.

Como resultado das hipóteses acerca da PEA e da produtividade do trabalho, o crescimento do emprego, nos primeiros anos da projeção, é insuficiente para permitir uma queda expressiva da taxa de desemprego. Posteriormente, porém, o maior dinamismo da economia permitiria maior geração de empregos e uma queda gradual da taxa de desemprego aberto. Até o início da próxima década, contudo, essa perspectiva ainda não se concretizaria, devido ao baixo crescimento de 1999 e ao crescimento ainda moderado da economia no ano 2000, de modo que o número de desempregados em 2001 ainda seria ligeiramente superior ao de 1998, apesar do aumento acumulado de 5% do emprego, também em relação a 1998. Em 2002, porém, o número de desempregados voltaria a ser inferior ao de 1998, e nos oito anos do período considerado no cenário a população desempregada cairia, em termos acumulados, quase 40%, enquanto o emprego aumentaria 22%, a uma taxa média de 2,5% a.a. No final da projeção, inclusive, a taxa de desemprego seria de apenas 4%, nível praticamente correspondente a uma taxa de desemprego friccional. Esse número significa que, no futuro, a continuidade da expansão da economia, uma vez esgotada a reserva de mão-de-obra inicialmente disponível, dependeria de novos aumentos da produtividade, para não ficar limitada pela expansão da PEA.

Há duas mensagens que se depreendem claramente da leitura dos resultados da Tabela 10. A primeira é que o desemprego relativamente elevado de 1998/99 poderá não ser um fenômeno de curto prazo. O Gráfico 2 mostra que taxas de desemprego altas podem permanecer por alguns anos, em um contexto de crescimento contido. Nas projeções, considerando o crescimento do PIB, da produtividade e da PEA, o desemprego aberto do IBGE só retornaria a um nível inferior a 7% em 2002.

Gráfico 2
Taxas de Desemprego - 1985/98
(Em %)



Resumidamente, portanto, o desemprego tem aumentado desde 1995, mas demorará a cair, de modo que uma taxa de desemprego acima de 7% é um dado da realidade que poderá acompanhar o cotidiano dos brasileiros ainda por um par de anos.

A segunda mensagem, mais animadora, é que a médio prazo o mercado de trabalho tende a melhorar, se a economia passar a crescer a um ritmo mais intenso, pois espera-se que uma economia que cresce a um ritmo sustentado da ordem de 5% a.a. tende naturalmente a gerar, mais cedo ou mais tarde, uma redução do desemprego. A própria experiência internacional também mostra isso, como fica claro em alguns casos. A economia do Chile, castigada no início dos anos 80 por uma recessão muito forte, ainda tinha uma taxa de desemprego de mais de 12% em 1985; entretanto, devido ao crescimento ocorrido a partir de então, quatro anos depois ela já estava em 5%. Adicionalmente, vale notar que no Gráfico 2 a queda mais importante de desemprego ocorreu exatamente no Reino Unido – de 12% em 1986 para 6% em 1989 e de 10% em 1993 para 6% em 1997 –, justamente uma das economias européias mais dinâmicas no final dos anos 80 e depois de 1993, com o breve *intermezzo* do início dos anos 90, durante o qual o crescimento foi muito baixo em quase todos os países europeus.

Portanto, a perspectiva que se tem pela frente é de um desemprego elevado enquanto a economia brasileira não retomar o crescimento a taxas de 5% ou mais, com queda importante dos índices de desemprego a partir do final do atual governo, movimento que seria acelerado no governo seguinte (2003/06), em um contexto de crescimento mais intenso.

4.3. Contas Públicas

A evolução projetada das NFSPs, no conceito nominal, e a desagregação dos dados “acima da linha”, ano a ano, ao longo do período 1998/2006, encontram-se na Tabela 11. Antes de entrar na análise dos seus resultados, porém, é preciso explicar alguns detalhes importantes:

- é fundamental lembrar que, apesar da queda da receita de concessões, em 2000 devem ocorrer receitas extraordinárias de quase 2,5% do PIB (1,6% do PIB de receita da CPMF, 0,5% do PIB de concessões e 0,4% do PIB de receita associada às alíquotas extras de IR e CSLL); na nossa simulação, há uma queda gradual dessas receitas entre 2000 e 2003; a redução das receitas extraordinárias explica o aumento das necessidades de financiamento do governo central em 2002;
- o baixo crescimento real da despesa previdenciária do INSS no início da projeção, mostrado na Tabela 5,

deve-se ao fato de o aumento dos benefícios ser inferior à variação do deflator implícito em 1999/2000; e

- como efeito colateral da desvalorização cambial, devido à existência de títulos indexados ao câmbio e de uma dívida externa em dólares, a dívida líquida do setor público sofre uma elevação de quatro pontos do PIB em 1999, em relação a 1998, por conta dessa desvalorização, independentemente do resultado fiscal do ano.¹⁷

A principal variável fiscal – o superávit primário durante 1999/2001 e as NFSPs posteriormente –, como já foi explicado, é determinada exogenamente. O importante é analisar, com base na Tabela 17, as exigências que o esforço fiscal implica em termos das duas variáveis de ajuste relevantes: os “outros gastos correntes do governo central” (OGC na Tabela 11) e os gastos correntes totais de estados e municípios (GCEM).¹⁸

Para entender a dinâmica das variáveis na Tabela 17, cabe lembrar que na Tabela 11 elas são o item que é “comprimido” ou “alargado”, em função do maior ou menor espaço de manobra existente para as autoridades, dados: a) a meta fiscal; b) o comportamento da receita; e c) a trajetória dos demais itens da despesa. Metas fiscais apertadas (relaxadas), quedas (aumentos)

Tabela 17
Gastos Correntes: OGC e GCEM – 1999/2006

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
OGC								
% do PIB	4,08	3,79	3,56	3,45	3,24	3,28	3,54	3,88
Índice (1999 = 100)	100,0	96,1	94,4	96,0	94,7	100,7	114,1	131,3
Crescimento Real (%)	n.c.	-3,9	-1,8	1,8	-1,4	6,3	13,3	15,1
GCEM								
% do PIB	11,83	11,62	11,41	11,24	11,29	11,37	11,36	11,31
Índice (1999 = 100)	100,0	101,7	104,3	107,9	113,8	120,3	126,2	132,0
Crescimento Real (%)	n.c.	1,7	2,6	3,4	5,5	5,7	4,9	4,5

Fonte: Tabela 11.

Obs.: n.c. = não considerado.

17 O conceito das NFSPs de 1999 aqui utilizado desconta os efeitos da desvalorização, considerada como um ajustamento patrimonial incidente sobre o valor da dívida pública, mas sem efeitos imediatos no fluxo de desequilíbrio fiscal.

18 O OGC abrange as despesas que não pessoal, abono salarial e seguro-desemprego, benefícios previdenciários, investimento e juros da dívida. Engloba, portanto: a) as despesas e subsídios do Programa de Operações Especiais de Crédito (POOC); b) outras despesas da Previdência Social; c) gastos com reforma agrária; d) subsídios dos fundos regionais; e) outras despesas correntes; f) o déficit primário do Banco Central; e g) em 1998, os “erros e omissões”, ou “discrepância estatística” entre os resultados apurados pela Secretaria do Tesouro Nacional e o Banco Central. Cabe ressaltar que a variável “outras despesas correntes e de capital” (OCC) da execução financeira do Tesouro Nacional corresponde à soma do item e acima com a linha de investimentos do governo central na Tabela 11. O valor dos gastos correntes de estados e municípios, por sua vez, decorre de somar à receita própria dessas unidades, nas contas nacionais, o valor das transferências do governo central para estados e municípios.

da receita e/ou crescimento elevado (pequeno) dos demais itens pressionam para baixo (cima) as variáveis OGC do governo central e GCEM dos estados e municípios.

Na Tabela 17, nota-se que o valor real do OGC do governo central deverá sofrer ainda um certo ajuste até 2003, quando as receitas extraordinárias se esgotam. O motivo não é difícil de entender, devido à existência de um *trade-off* entre as metas de reduzir o déficit público e de aumentar o gasto social, em um contexto de queda da arrecadação, como o que se espera depois do ano 2000, devido à redução gradual das receitas extraordinárias. De fato, na Tabela 11, se o governo central perde receita, devido ao esgotamento das fontes temporárias de recursos, e tem boa parte de suas despesas (pessoal e benefícios previdenciários) rígidas, será preciso adotar medidas compensatórias que permitam cumprir as metas fiscais traçadas. Isso confirma a conclusão de Werneck e Bevilaqua (1997) de que o ajuste fiscal no Brasil deve estar associado a um reforço do controle do gasto público. A partir de 2003, a combinação de a) possibilidade de o superávit primário cair ligeiramente, após a conclusão da vigência do acordo com o FMI, e b) um maior crescimento da economia, que reduz a necessidade de conter o gasto, permite um crescimento maior do OGC, que em termos reais chegaria a 2006 em um nível real 31% maior que o de 1999.

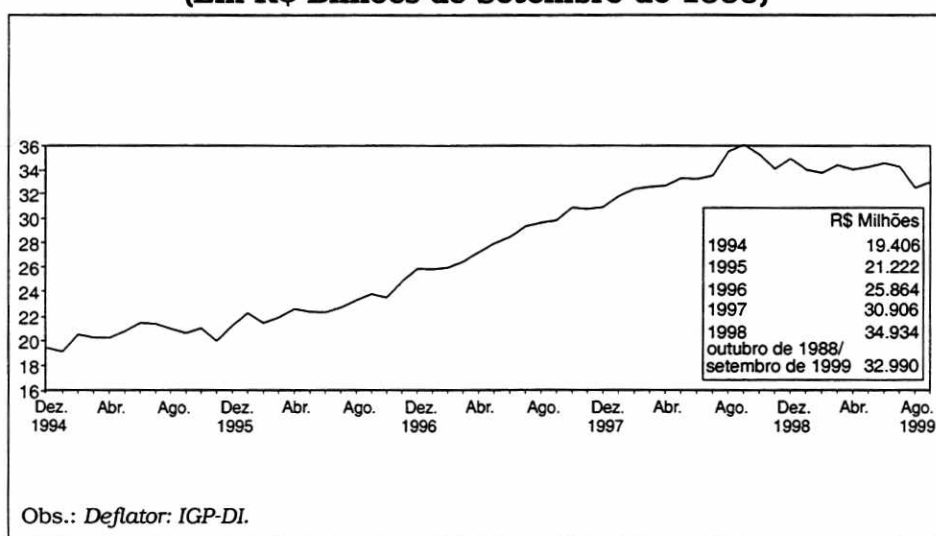
É importante destacar também que a queda inicial do OGC em 1999 é uma compensação pelo aumento das “outras despesas de custeio e capital” (OCC) da execução financeira do Tesouro Nacional ao longo dos últimos anos. De fato, inflacionando pelo IGP os valores mensais a preços de setembro de 1999, conclui-se que entre 1994 e 1998 a despesa anual do OCC cresceu, em termos reais acumulados, 80%, passando de R\$ 19 bilhões para R\$ 35 bilhões, o que constituiu um importante fator de pressão fiscal ao longo do período (Gráfico 3).

No caso do gasto corrente de estados e municípios, observa-se uma trajetória qualitativamente similar, ainda que com algumas diferenças. O gasto real fica praticamente estável inicialmente, porém abaixo, como percentagem do PIB, do nível de 1999. Entretanto, devido ao crescimento da economia, o fato é consistente com um crescimento real acumulado de 32% das despesas correntes dessas unidades da Federação entre 1999 e 2006.

Um fato para o qual cabe chamar a atenção é que a despesa real corrente do governo no conceito das contas nacionais – soma do governo central, estados e municípios – aumenta todos os anos, a partir de 2000, de forma consistente, porém, com uma queda de 2,6 pontos na participação da variável no PIB entre 1998 e 2006 (Tabelas 8 e 9).¹⁹ Nos oito anos considerados, o gasto

19 Essa despesa corrente representa a soma das despesas com abono salarial e seguro-desemprego, pessoal, benefícios previdenciários, OGC e gastos correntes de estados e municípios na Tabela 11.

Gráfico 3
OCC Acumulado em 12 Meses – 1994/99
(Em R\$ Bilhões de Setembro de 1999)



corrente do governo, nas contas nacionais, aumenta anualmente a uma taxa real média de 2,1% a.a., mesmo levando em conta a queda inicial do gasto. A explicação para a perda de importância relativa da variável reside no fato de que esse aumento é inferior ao crescimento do PIB. *Note-se, portanto, que parte do êxito da estratégia de ajustamento fiscal está associada à hipótese de um maior dinamismo da economia, já que ele, propiciando um aumento da receita e com o gasto crescendo menos do que o PIB, permite que o déficit público diminua, sem exigir sacrifícios maiores.* Algo similar parece ter ocorrido nos Estados Unidos nos últimos anos, com o crescimento da economia sendo fundamental no processo de redução do seu déficit fiscal.²⁰

Em linhas gerais, o quadro que se teria pela frente, caso as hipóteses se revelem corretas, seria o seguinte:

- uma queda gradual das NFSPs, porém com um déficit nominal consolidado ainda relativamente elevado, de mais de 4% do PIB, na média de 1999/2000;
- um comportamento diferenciado do resultado primário ao longo do tempo, com uma melhora expressiva inicial em relação a 1998 e uma queda do superávit em 2002/03, devido à perda das receitas extraordinárias;

²⁰ O ex-ministro e atual deputado Delfim Netto manifesta-se da seguinte forma a respeito desse ponto: "Programas que visam produzir equilíbrio fiscal só dão certo em regimes de crescimento rápido. Caso contrário, resta o corte sucessivo de despesas [que tem] limites muito claros" [*Jornal dos Economistas* (mar. 1998, p. 13)]. Embora a definição do que seja exatamente "regime de crescimento rápido" represente um fator de controvérsia, sua abordagem, como visão de longo prazo, nos parece bastante realista. Em 1999, contudo, o setor público, em função das circunstâncias, está sendo obrigado a se ajustar a um ambiente de crescimento próximo de zero.

-
- uma queda significativa da despesa nominal de juros, de 8% do PIB em 1998 para um valor de 3% a 4% do PIB em meados da próxima década; e
 - um aumento inicial da dívida líquida do setor público como proporção do PIB (excluindo a base monetária) de 38% do PIB em 1998 para 45% do PIB em 1999, após o que, face à combinação de menor déficit e maior crescimento do PIB, essa relação cairia continuamente, até chegar a 37% do PIB em 2006.

4.4. Balanço de Pagamentos

Os resultados do setor externo são mostrados nas Tabelas 12 e 13. As hipóteses mais importantes que determinam a evolução das reservas internacionais, que representam a variável que “fecha” este bloco, são:

- a desvalorização real, que, cabe lembrar, tanto estimula as exportações como desestimula as importações (Tabelas 5 e 6);
- as elasticidades do comércio exterior e o crescimento do comércio mundial, já comentados na Seção 3;
- o crescimento do PIB, que determina a demanda por importações;
- a entrada de investimento direto – exceto portfólio –, que se supõe cair ligeiramente entre 1999 e 2001, após o que a variável tem um crescimento alinhado com o PIB mais a inflação externa; e
- o custo do passivo externo.

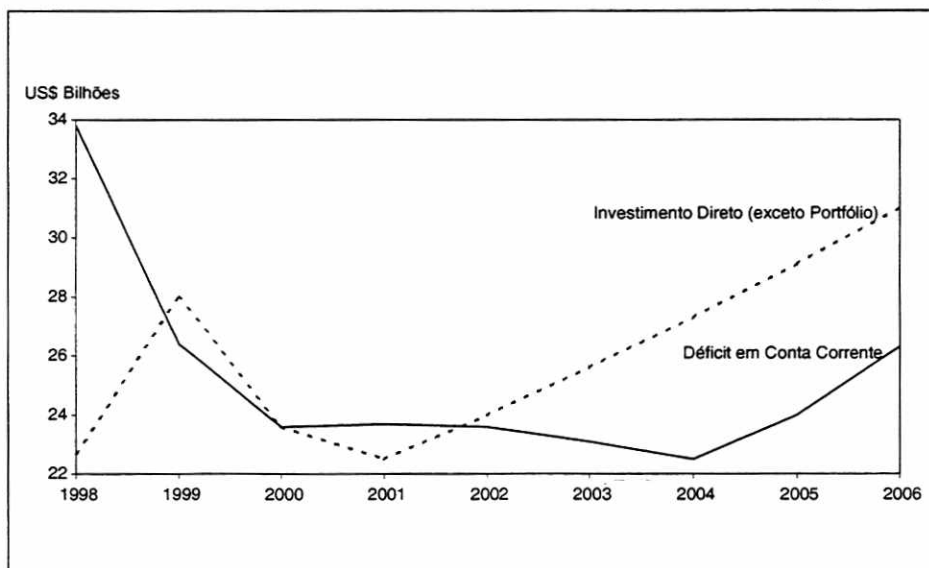
Nesse último caso, assume-se que o agregado composto pela soma do investimento direto e portfólio gere uma remessa de lucros e dividendos de 6% sobre o estoque de capital do ano anterior (com exceção de 1999, em que o parâmetro vem se revelando menor). Esse coeficiente é similar à média de 6,2% observada nos últimos cinco anos (1994/98). Tal custo é menor que a hipótese inicial de custo da dívida externa líquida (de 8%) e similar ao resultado da divisão dos juros líquidos de 1998 pela dívida externa líquida do final de 1997 (8,2%). Posteriormente, assume-se que a melhora dos indicadores externos do país provoca uma queda do *spread* de risco e que o custo médio da dívida externa líquida diminui suavemente, até se estabilizar em 7,5%. Embora o Brasil esteja pagando atualmente, nas novas colocações de papéis, um preço maior, o custo *médio* é menor, pela existência de diversos empréstimos a taxas inferiores – por exemplo, de organismos multilaterais – e pelo peso dos pagamen-

tos do acordo da dívida externa de 1994, feitos também a taxas que tomam como referência a *libor*. O custo médio do PELA, composto pela soma do investimento direto e portfólio e da dívida externa líquida, dados os valores iniciais dos estoques de passivo – com predomínio da dívida externa, mais cara –, em 1999 é de 6,9%, nível similar ao do final da projeção.

A combinação desvalorização real/estagnação do PIB em 1999/crescimento do comércio mundial permite reduzir o déficit em conta corrente (DCC) até 3,5% do PIB no final do atual governo (2002).²¹ Posteriormente, a mesma variável se manteria em torno de 3% do PIB nos quatro anos seguintes. Isso porque o maior crescimento do comércio mundial permitiria “alavancar” as exportações, compensando o efeito do maior crescimento do PIB sobre as importações. No conjunto dos oito anos da projeção, as exportações em dólares correntes cresceriam a uma média anual de 5,7%, maior que a das importações totais, de 3,1% a.a. O comportamento, em ambos os casos, seria bastante diferente em 1999 que no período 2000/06.²²

A hipótese adotada quanto a uma queda inicial do investimento direto, seguida de um crescimento posterior, acompanhando a expansão da economia, somada à redução relativa do desequilíbrio em conta corrente, implica assumir que a entrada de investimento direto – mesmo excluindo os recursos de portfólio – permitiria financiar a totalidade do déficit (Gráfico 4). O que ocorreria então seria uma *substituição de passivos*, com queda relativa da dívida externa líquida – como proporção do PIB – e aumento do estoque de capital estrangeiro investido no país.

Gráfico 4
Financiamento do Déficit em Conta Corrente – 1998/2006



21 Isso ocorre apesar do efeito negativo sobre o valor do PIB em dólares associado à desvalorização. A avaliação é similar à que consta do artigo de Castro, Cavalcanti, Reis e Giambiagi (1998).

22 Entre 1999 e 2006, a taxa média anual de crescimento das exportações e importações de bens, em dólares, seria de 7,5% e 5,9%, respectivamente.

O esforço de ajustamento reflete-se na redução do déficit não-financeiro da conta corrente do balanço de pagamentos – que exclui a remessa de lucros e dividendos e o pagamento de juros –, que evolui de 1,9% do PIB em 1998 para um superávit de 0,2% do PIB já no ano 2000.

A melhora do resultado da balança comercial é parcialmente contrabalançada pelo aumento do déficit de serviços, de US\$ 29 bilhões para US\$ 35 bilhões, entre 1998 e 2006, como reflexo do aumento do passivo externo. De fato, o aumento do estoque de capital estrangeiro leva a remessa de lucros e dividendos de US\$ 7 bilhões em 1998 para US\$ 19 bilhões em 2006.

A avaliação do grau de viabilidade desse cenário depende crucialmente da resposta a uma questão: *qual é o limite para o valor do passivo externo?* A Tabela 18 serve de pista para poder responder a essa pergunta. Ela mostra o valor do PELA em uma amostra de 10 diferentes economias emergentes em 1998.²³ Nota-se que não há um padrão definido, com alguns países destacando-se pelo predomínio do capital de empréstimos e outros pelo peso do capital estrangeiro investido no país. Ao mesmo tempo, a importância do PELA vai de menos de 25% do PIB na China até mais de 250% do PIB na Indonésia. Em linhas gerais, porém, cabe ressaltar que a média do PELA, ponderada pelo tamanho das economias, é de 43% do PIB.²⁴

No caso do Brasil, o valor do passivo total do país aumenta de 40% para 59% do PIB entre 1998 e 2006. Esse aumento decorre

Tabela 18
Passivo Externo Líquido Ampliado (PELA) – 1998
(Em % do PIB)^a

País	Estoque de Capital Estrangeiro (A)	Dívida Externa Líquida (B)	(A) + (B)
África do Sul	12,5	19,4	31,9
Argentina	10,2	20,5	30,7
Chile	32,3	18,3	50,6
China	22,1	0,2	22,3
Coréia do Sul	5,2	34,9	40,1
Indonésia	80,4	177,5	257,9
Malásia	62,8	32,8	95,6
México	20,8	25,0	45,8
Polônia	11,5	9,9	21,4
Tailândia	20,5	82,5	103,0

Fontes: World Investment Report – WIR (1998), para os dados do estoque de capital, e Goldman Sachs, para os dados da dívida externa líquida e do PIB.

^aOs dados sobre o capital estrangeiro referem-se ao estoque de 1997, dividido pelo PIB de 1998.

23 A tabela provavelmente subestima em dois ou três pontos do PIB o verdadeiro valor do indicador, por não levar em conta os fluxos da entrada de investimentos diretos de 1998.

24 Se for excluída a Indonésia, a média cai para 37% do PIB.

do efeito da desvalorização inicial sobre o valor do PIB avaliado em dólares, o que eleva essa relação para 61% do PIB em 1999, após o que ela cai tenuemente. O aumento do passivo entre 1998 e 2006 concentra-se no estoque de capital estrangeiro incluindo portfólio, que passa de 15% para 41% do PIB no mesmo período, já que a dívida externa líquida perde importância, caindo de 24% para 18% do PIB. Ao mesmo tempo, como as exportações são computadas em dólares e não estão sujeitas ao problema da comparação intertemporal do valor do PIB em dólares, o aumento da relação PELA/exportações de bens é menos acentuado em 1999. A avaliação desse quadro, portanto, não chega a ser conclusiva. Por um lado, estaríamos em presença de uma dependência em relação a capitais externos maior do que a média de outros países emergentes. Por outro, o aumento dos coeficientes de vulnerabilidade externa seria: primeiro, concentrado em 1999; segundo, negativo, com queda do coeficiente, se for considerada especificamente a trajetória da dívida externa; e, terceiro, parcialmente revertido com o passar do tempo (Tabela 13).

O aumento da importância do passivo ampliado do país traduz-se no crescimento das despesas líquidas do balanço de pagamentos na forma de juros e remessa de lucros e dividendos – resultante do financiamento dos déficits passados –, cuja soma aumenta, passando de 2,5% do PIB em 1998 para um máximo de 4,1% do PIB em 1999, com posterior queda para 3,8% do PIB até o final da projeção.

4.5. Financiamento do Investimento

A composição do financiamento do investimento encontra-se na Tabela 14. Cabe destacar que, atualmente, a necessidade de retomar o crescimento e, simultaneamente, atenuar o desequilíbrio externo impõe ao país um duplo desafio. Em primeiro lugar, porque crescer às taxas desejadas implica elevar a taxa de investimento e, conseqüentemente, a poupança total. E, em segundo, porque o aumento da taxa de poupança total terá que se dar em um contexto no qual pretende-se que a poupança externa diminua, para reduzir a vulnerabilidade externa do país. Isso significa que o esforço de aumentar a poupança doméstica terá que ser redobrado.

O aumento de quase três pontos do PIB do investimento em um período de oito anos traduz-se na necessidade de aumentar a poupança total em uma magnitude similar. Dada a queda da poupança externa, a poupança doméstica tem que aumentar aproximadamente quatro pontos do PIB entre 1998 e 2006, inteiramente concentrada na melhora da poupança do governo (soma do governo central, estados e municípios). Essa poupança é favoravelmente afetada pela menor despesa de juros nominais da dívida pública.

No que tange ao comportamento da poupança privada, cabe destacar que a sua queda entre 1998 e 2006 está intrinsecamente ligada ao ajustamento fiscal em curso em 1999, baseado fortemente no aumento de impostos.²⁵ De qualquer forma, chama a atenção o contraste entre essa queda e o que caberia esperar da diminuição de 3,2 pontos do PIB do consumo privado no mesmo período, que tenderia a elevar a poupança (Tabela 8). A explicação para essa diferença, além do já comentado aumento de impostos, reside na influência que irão exercer sobre a renda disponível do setor privado dois outros fenômenos também já citados: a) a diminuição dos juros nominais do governo – excluindo as empresas estatais –, de 7,9% do PIB em 1998 para 3,2% do PIB em 2006 (Tabela 11); e b) o aumento da remessa de juros e lucros e dividendos (Tabela 13). Tais circunstâncias afetarão negativamente a *renda* privada, o que compensa a tendência da *poupança* privada a aumentar devido à queda da importância relativa do consumo das famílias no PIB.

5. Cenários Alternativos

O cenário básico com o qual trabalhamos depende da concretização de uma série de hipóteses. Para avaliar a sensibilidade dos resultados face a premissas mais pessimistas referentes a algumas das variáveis mais críticas, foram gerados resultados de quatro cenários alternativos (ver Tabela 19). As características de cada cenário são as seguintes:

- *Cenário alternativo 1*: considera um crescimento menor do investimento privado e do PIB. Conseqüentemente, a necessidade de respeitar as mesmas metas fiscais do cenário básico, combinada com o menor crescimento da receita, gera como resultado um crescimento menor dos “outros gastos do governo central” (OGC) e dos “gastos correntes de estados e municípios” (GCEM), ambos na Tabela 17. Em compensação, tem-se um melhor resultado externo que no cenário básico.
- *Cenário alternativo 2*: supõe uma estabilização dos níveis de risco-país em 500 pontos básicos a partir de 2002, valor superior ao do cenário básico, com efeitos ligeiramente negativos – definidos exogeneamente – sobre a evolução do investimento e do PIB. Como resultado, têm-se taxas de juros maiores que no cenário básico e as mesmas variáveis OGC e GCEM pressionadas, da mesma forma que no cenário anterior.

25 Mesmo sem a CPMF, o aumento da receita da Cofins e de outras contribuições continuaria vigente.

Tabela 19
Comparação entre as Hipóteses de Crescimento dos
Cenários – 1999/2006
(Em %)

Cenários	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Básico								
PIB	0,5	3,5	4,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Investimento Privado	-4,0	6,0	7,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Alternativo 1								
PIB	0,5	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Investimento Privado	-4,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Básico								
Risco-País (%)	12,5	6,0	5,0	5,0	4,0	3,5	3,3	3,0
PIB	0,5	3,5	4,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Investimento Privado	-4,0	6,0	7,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Alternativo 2								
Risco-País (%)	12,5	6,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
PIB	0,5	3,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Investimento Privado	-4,0	6,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Básico								
INSS	0,5	2,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Alternativo 3								
INSS	0,5	2,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Básico								
Comércio Mundial ^a	3,0	4,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Alternativo 4								
Comércio Mundial ^a	3,0	4,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0

^aEm dólares correntes.

- *Cenário alternativo 3:* considera a hipótese de um crescimento maior que no cenário básico do *quantum* de aposentados e pensionistas do INSS a partir de 2001 (5% a.a. ao invés de 4% a.a.). Portanto, também nesse caso há uma limitação do espaço para a despesa de OGC do governo central.
- *Cenário alternativo 4:* adota uma hipótese de crescimento apenas moderado do comércio mundial, com efeitos sobre os níveis da balança comercial e, portanto, sobre o passivo externo do país.

Os resultados mais importantes de cada cenário são mostrados na Tabela 20. No cenário alternativo 1, o menor crescimento do PIB obriga o governo a ter um nível do OGC praticamente igual ao valor real de 1999, mesmo no final da projeção. O fato chama a atenção para a relevância da hipótese de crescimento, como base para a trajetória futura dos gastos sociais. Em outras palavras, se o PIB crescer menos do que no cenário básico, haverá um sério *trade-off* entre o crescimento do gasto e o cumprimento

Tabela 20
Comparação entre os Resultados dos Cenários – 1999/2006
(Em %)

<i>Cenários</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
Básico								
OGC (% do PIB)	4,1	3,8	3,6	3,5	3,2	3,3	3,5	3,9
Índice OGC	100	96	94	96	95	101	114	131
GCEM (% do PIB)	11,8	11,6	11,4	11,2	11,3	11,4	11,4	11,3
Índice GCEM	100	102	104	108	114	120	126	132
Superávit Comercial (Bilhões)	-1,4	3,5	4,1	4,8	5,7	6,5	6,6	6,0
DCC (% do PIB)	4,8	4,0	3,8	3,5	3,3	3,0	3,0	3,1
PELA/X Bens	6,9	6,4	6,5	6,5	6,4	6,4	6,3	6,3
Alternativo 1								
OGC (% do PIB)	4,1	3,8	3,5	3,2	2,9	2,8	3,0	3,2
Índice OGC	100	96	93	90	84	85	92	104
GCEM (% do PIB)	11,8	11,6	11,4	11,2	11,2	11,3	11,3	11,2
Índice GCEM	100	102	104	107	112	117	121	125
Superávit Comercial (Bilhões)	-1,4	3,5	4,5	6,0	7,8	9,6	10,8	11,6
DCC (% do PIB)	4,8	4,0	3,7	3,4	3,0	2,6	2,4	2,3
PELA/X Bens	6,9	6,4	6,5	6,4	6,4	6,2	6,1	6,0
Básico								
Selic Real ^a	5,6	11,7	12,2	12,3	10,9	10,2	9,2	8,2
OGC (% do PIB)	4,1	3,8	3,6	3,5	3,2	3,3	3,5	3,9
Índice OGC	100	96	94	96	95	101	114	131
GCEM (% do PIB)	11,8	11,6	11,4	11,2	11,3	11,4	11,4	11,3
Índice GCEM	100	102	104	108	114	120	126	132
Alternativo 2								
Selic Real ^a	5,6	11,7	12,2	12,3	12,1	12,0	11,3	10,7
OGC (% do PIB)	4,1	3,8	3,6	3,4	2,8	2,6	2,7	2,9
Índice OGC	100	96	94	94	80	78	84	95
GCEM (% do PIB)	11,8	11,6	11,4	11,2	11,3	11,3	11,3	11,3
Índice GCEM	100	102	104	107	112	118	123	128
Básico								
INSS (% do PIB)	6,0	5,9	5,9	5,8	5,7	5,7	5,6	5,6
OGC (% do PIB)	4,1	3,8	3,6	3,5	3,2	3,3	3,5	3,9
Índice OGC	100	96	94	96	95	101	114	131
Alternativo 3								
INSS (% do PIB)	6,0	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
OGC (% do PIB)	4,1	3,8	3,5	3,3	3,1	3,1	3,3	3,6
Índice OGC	100	96	93	93	90	94	105	120
Básico								
Superávit Comercial (Bilhões)	-1,4	3,5	4,1	4,8	5,7	6,5	6,6	6,0
DCC (% do PIB)	4,8	4,0	3,8	3,5	3,3	3,0	3,0	3,1
PELA/X Bens	6,9	6,4	6,5	6,5	6,4	6,4	6,3	6,3
Alternativo 4								
Superávit Comercial (Bilhões)	-1,4	3,5	3,5	3,6	3,8	3,9	3,1	1,6
DCC (% do PIB)	4,8	4,0	3,9	3,8	3,6	3,5	3,6	3,8
PELA/X Bens	6,9	6,4	6,5	6,6	6,7	6,7	6,8	6,9

^aDeflator: IGP-DI.

das metas fiscais. No caso dos gastos correntes de estados e municípios, o efeito é mais tênue, pelo fato de o ajuste incidir sobre uma variável da ordem de 11% a 12% do PIB, ao invés dos 3% a 4% do PIB da variável OGC. Por outro lado, no final da projeção o superávit comercial é de US\$ 12 bilhões e o déficit em conta corrente cai para apenas 2% do PIB.

No cenário alternativo 2, tem-se um fenômeno similar ao do cenário anterior, com a maior taxa de juros, em um cenário no qual a meta fiscal voltaria a ser o déficit nominal, pressionando o espaço para o gasto primário e com um piso de quase 11% para a taxa de juros real.

No cenário alternativo 3, assim como no 2, a maior despesa de um item (nesse caso, a Previdência Social) comprime o valor do OGC, embora menos que nos dois cenários anteriores.

Por último, no cenário alternativo 4, o menor crescimento do comércio mundial em relação ao cenário básico – 5% a.a. a partir de 2001, ao invés de 6% – implica reduzir significativamente os níveis de superávit comercial ao longo do tempo, com efeitos de retroalimentação sobre o nível do passivo externo do país e sobre o déficit em conta corrente, pela perda da receita de juros das reservas, que diminuem gradualmente.

6. Conclusões

No período 1995/98, o Brasil apresentou: a) uma taxa de câmbio real apreciada em relação ao início do Plano Real; b) um resultado fiscal primário negativo, na média do período; e c) um consumo privado crescente – o consumo das famílias aumentou quatro pontos do PIB entre 1994 e 1998. Nessas condições, como não poderia deixar de ser, o déficit em conta corrente aumentou em forma expressiva, passando de 0,9% do PIB em 1994 para 4,4% do PIB em 1998, ao mesmo tempo em que a dívida líquida do setor público – excluindo a base monetária – aumentava rapidamente, em relação ao nível de 26% do PIB ao qual tinha caído em 1994, atingindo 38% do PIB em 1998. Na época, a taxa de desemprego se conservava relativamente baixa – média de 5% entre 1995 e 1997 –, embora crescente, só aumentando mais intensamente em 1998.

Ao ser obrigado a se ajustar, o Brasil teve que percorrer um caminho inverso ao daquele período. A taxa de câmbio sofreu uma desvalorização real substancial e está em curso um forte ajuste fiscal, em ambos os casos com efeitos iniciais negativos sobre o nível do consumo privado. O ajuste das contas públicas está se dando com um componente de novos impostos e, em parte,

através da queda de gastos, contraindo a demanda doméstica e a renda *per capita* em 1999.

Enquanto o *duplo ajustamento* externo e fiscal se processa, o país sofre os efeitos de uma taxa de desemprego elevada, consequência indesejada, porém inevitável a curto prazo, do esforço de adaptação do país às novas circunstâncias externas resultantes da crise verificada no final de 1998 e início de 1999.

Nesse sentido, o período de projeção de oito anos de que este texto trata pode ser subdividido em dois subperíodos. No primeiro, que se refere especificamente ao ano de 1999, devido à necessidade de melhorar a situação do setor externo, o PIB praticamente não cresce, restrito pelo setor externo, o governo faz um esforço maiúsculo de ajustamento fiscal, o real sofre uma desvalorização significativa e o desemprego mantém-se em quase 8%. Como consequência do ajuste, as contas fiscais experimentam uma mudança primária de mais de 3% do PIB e a soma de balanço comercial e serviços não-financeiros sofre uma mudança acumulada de US\$ 9 bilhões em apenas um ano.

No segundo subperíodo, de sete anos (2000/06), com a taxa de câmbio real praticamente estabilizada e paralelamente a um aumento do investimento, o país poderia aspirar a taxas de crescimento maiores, da ordem de 5% a.a. e viabilizando, até o final da projeção, uma queda da taxa de desemprego para um nível próximo do friccional. Ao mesmo tempo, o crescimento do PIB também provocaria uma queda contínua da relação dívida pública/PIB.

O cenário traçado poderá ser julgado como sendo relativamente pessimista por parte daqueles que entendem que o Brasil tem condições de crescer a taxas maiores do que a média de 4,2% em oito anos projetada neste texto. Como foi explicado na introdução, porém, o objetivo do exercício aqui feito é justamente o de identificar os dilemas colocados pelo desafio do crescimento. Nesse sentido, parece-nos necessário enfatizar que, com essa expansão da economia, o Brasil chegaria no final da projeção praticamente sem capacidade ociosa e com uma situação externa relativamente boa, mas longe de ser espetacular, devido ao crescimento do seu passivo externo. Portanto, uma expansão maior do PIB, provavelmente, estaria associada a um maior crescimento do investimento e das importações, com impacto negativo sobre o desempenho da balanço comercial e sobre a relação entre o passivo externo e o PIB. Considerando a necessidade de chegar a uma relação déficit em conta corrente/PIB que seja relativamente baixa, tratar-se-ia, portanto, de uma estratégia alternativa arriscada e não isenta de custos.

Cabe lembrar que, fazendo uma adaptação dos números do artigo para preços constantes de 1980, estaríamos falando de uma economia cuja taxa de investimento passaria de 18% do PIB

em 1998 para pouco mais de 20,5% do PIB em 2006. Portanto, não é nada claro como se poderia crescer muito mais do que o previsto sem sacrificar os níveis de consumo, o que permitiria viabilizar o aumento da taxa de investimento através da compressão da relação consumo/PIB.

Por outro lado, a idéia de que o crescimento projetado seria “pequeno” não nos parece correta, por três motivos: primeiro, porque a economia poderia ter taxas de crescimento crescentes, no sentido de cada período de governo ser melhor do que o anterior, o que teria uma repercussão positiva sobre a avaliação que a população faz do desempenho econômico do país; segundo, porque isso ocorreria em um contexto de redução das taxas de crescimento da população, o que ampliaria o efeito do crescimento do PIB sobre a renda *per capita*; e, terceiro, porque em um período de oito anos o PIB *per capita* teria um aumento acumulado de 26%, o que é significativo.

Ao mesmo tempo, é necessário reconhecer que os resultados aqui apontados, conquanto nos pareçam viáveis, baseiam-se em hipóteses que, ainda que possam ser julgadas realistas, estão longe de serem garantidas. Duas delas nos parece que merecem ser destacadas, pois estão ligadas à *agenda futura* e porque a sua possível não-concretização configura claramente os *elementos de risco* existentes atualmente:

- a premissa de que o crescimento da economia dos Estados Unidos – claramente, a “locomotiva” do crescimento mundial, nas atuais circunstâncias –, ainda que a um ritmo menor em relação ao dos últimos anos, será mantido, evitando que a maior economia do planeta mergulhe em recessão, a qual, se concretizada, obviamente deprimiria todas as nossas projeções de crescimento; e
- a hipótese de que o governo terá êxito em aprovar, durante o segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, os novos ajustes da legislação previdenciária, base para evitar um reagravamento do déficit do INSS.

Nesse sentido, cabe destacar que os bons resultados fiscais do cenário adotado dependem da confirmação de um crescimento real médio do gasto com benefícios de apenas 1,2% a.a. no biênio 1999/2000, o que, ainda que contando com a “ajuda” da inflação, não deixa de incorporar uma certa dose de otimismo. Naturalmente, nesse período ou nos anos posteriores – quando o *quantum* de benefícios aumentaria 4% a.a. –, se o crescimento dos benefícios for maior que o previsto, as outras despesas do governo terão que ser mais comprimidas ou, em contrapartida, o governo enfrentará dificuldades para o cumprimento das metas fiscais adotadas neste texto.

Um dado relevante a considerar é a relação entre o crescimento econômico e a viabilidade do ajustamento fiscal. Se o país puder crescer em torno de 5% a.a. a partir da próxima década, será viável aumentar o gasto público para atender às legítimas demandas sociais de todo tipo existentes no país, ao mesmo tempo em que a recuperação da economia, pelo seu impacto sobre a receita, permitiria sucessivas reduções da relação NFSPs/PIB. Entretanto, se o crescimento for menor, as metas fiscais não poderão ser muito rígidas ou, alternativamente, a aspiração de aumentar o gasto social em volume significativo ao longo do tempo terá que ser parcialmente sacrificada.

É importante concluir com algumas observações específicas, que nos parecem relevantes para os *policy makers*:

- *há um conflito de curto prazo entre a necessidade de, por um lado, aumentar o superávit primário – em um contexto de queda da arrecadação, em função do esgotamento gradual das fontes temporárias de receita – e, por outro, aumentar o gasto destinado às áreas sociais; esse conflito se traduz na trajetória da variável “outras despesas correntes do governo” (OGC), que em 2000/01, por exemplo, teria que sofrer certos cortes – devido ao fim das receitas da venda da Telebrás e à queda da arrecadação da CPMF, pela redução da alíquota para 0,30% em meados do ano 2000 –, processo que se repetiria em 2003;*
- *a longo prazo, porém, até o final da projeção, as despesas correntes do governo central não comprometidas com transferências constitucionais e com pagamento de pessoal, benefícios previdenciários e juros da dívida pública poderão ter um aumento real de mais de 30% em relação a 1999;*
- *o superávit primário do setor público poderá ter uma queda entre 2001 e 2003, quando a receita da CPMF desaparecer, o que, porém, não impedirá a queda das NFSPs, em um contexto de crescimento mais rápido da economia, de forma análoga ao processo que levou à queda do déficit público nos últimos anos nos Estados Unidos, por ocasião da fase de prosperidade da economia nos dois períodos da administração Clinton;*
- *caso o governo deseje evitar uma queda muito intensa do superávit primário consolidado em 2002 – quando se esgota o programa acordado com o FMI e acaba a maioria das receitas extraordinárias –, poderá ser necessário adotar medidas adicionais de ajustamento, daqui a dois anos; dependendo das circunstâncias, da credibilidade de que goze o governo na época e das condições da liquidez internacional, tais medidas poderão ser parti-*

cularmente necessárias para viabilizar a continuidade do movimento de queda dos níveis de “risco-país” e de taxa de juros, que poderiam ser afetados por uma queda drástica do superávit primário;

- por outro lado, se a taxa de juros experimentar a trajetória prevista no cenário, mesmo em uma situação em que o superávit primário consolidado diminui 0,8 ponto percentual do PIB entre 2001 e 2003, ficando limitado a uma média de 2,5% do PIB durante 2003/06, *a dívida líquida do setor público – sem considerar a base monetária – deverá cair de 43% do PIB em 2001 para 37% do PIB no final da projeção;*
- *o passivo externo líquido do país (soma da dívida externa líquida com o estoque de capital estrangeiro, incluindo o portfólio), de 40% do PIB em 1998, aumentará substancialmente em 1999, até 60% do PIB, devido à desvalorização, caindo apenas ligeiramente ao longo da próxima década; essa dinâmica está associada à queda do déficit em conta corrente, de uma média de 4% do PIB durante o período de governo 1999/2002 – ainda muito afetada pela queda do PIB medido em dólares – para 3,1% do PIB durante o período posterior, de 2003 a 2006; a dívida externa, porém, depois de 1999, sofreria uma importante perda de importância relativa, face ao crescimento do PIB nos próximos anos, em um contexto no qual o déficit em conta corrente seria financiado fundamentalmente por meio da entrada de investimento direto; e*
- o efeito de “congelar” os valores da dívida externa bruta – o que é desejável, para minimizar a vulnerabilidade da economia diante das restrições externas –, combinado com um déficit em conta corrente que não deverá cair abaixo de 3% do PIB, será um aumento da penetração do capital estrangeiro no país, na forma de investimento direto, necessário para financiar o desequilíbrio externo: *o estoque de capital externo – incluindo o portfólio – aplicado no Brasil deverá aumentar continuamente, passando de 15% do PIB em 1998 para mais de 25% do PIB em 1999 e em torno de 40% do PIB em meados da próxima década; para que isso não ocorra, seria necessário reduzir ainda mais o déficit em conta corrente e aumentar mais as exportações – o que iria requerer a diminuição dos níveis de consumo ou de investimento – ou, caso contrário, retomar o processo de endividamento externo, interrompido em 1999, alternativas essas que não parecem recomendáveis. Portanto, a economia brasileira deverá conviver ainda durante vários anos com o avanço do capital estrangeiro investido no país.*

Referências Bibliográficas

- ALÊM, Ana Cláudia, GIAMBIAGI, Fabio, PASTORIZA, Florinda. *Cenário macroeconômico*. Rio de Janeiro: BNDES, 1997 (Texto para Discussão, 56).
- CARVALHO, José Carlos. *Estimativas do produto potencial, relação capital/produto e depreciação do estoque de capital*. Rio de Janeiro: BNDES, 1996 (Texto para Discussão, 44).
- CASTRO, Alexandre, CAVALCANTI, Marco Antônio, REIS, Eustáquio, GIAMBIAGI, Fabio. O balanço de pagamentos do Brasil: perspectivas de médio prazo. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, dez. 1998.
- GIAMBIAGI, Fabio, PASTORIZA, Florinda. *Modelo de consistência macroeconômica*. Rio de Janeiro: BNDES, 1997 (Texto para Discussão, 52).
- IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada). *O Brasil na virada do milênio*. Rio de Janeiro, 1997, 2 v.
- PINHEIRO, Armando Castelar, NAJBERG, Sheila, GIAMBIAGI, Fabio. Cenários macroeconômicos e setoriais para a economia brasileira – 1997/2002. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, p. 3-36, jun. 1997.
- RIGOLON, Francisco, GIAMBIAGI, Fabio. A renegociação das dívidas e o regime fiscal dos estados. In: GIAMBIAGI, Fabio, MESQUITA, Maurício (orgs.). *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.
- WERNECK, Rogério, BEVILAQUA, Afonso. *Fiscal-policy sustainability in Brazil*. Trabalho elaborado para o programa “Fiscal-policy sustainability in Latin America”. Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), maio 1997.

TEXTOS PARA DISCUSSÃO do BNDES

- 54 A ECONOMIA POLÍTICA DAS POLÍTICAS PÚBLICAS: FATORES QUE FAVORECERAM AS PRIVATIZAÇÕES NO PERÍODO 1985/94 – Licínio Velasco Jr. – abril/97
 - 55 A ECONOMIA POLÍTICA DAS POLÍTICAS PÚBLICAS: AS PRIVATIZAÇÕES E A REFORMA DO ESTADO – Licínio Velasco Jr. – maio/97
 - 56 CENÁRIO MACROECONÔMICO: 1997/2002 – Ana Cláudia Duarte de Além, Fabio Giambiagi e Florinda Pastoriza – maio/97
 - 57 A DESPESA PREVIDENCIÁRIA NO BRASIL: EVOLUÇÃO, DIAGNÓSTICO E PERSPECTIVAS – Fabio Giambiagi e Ana Cláudia Duarte de Além – maio/97
 - 58 UMA MATRIZ DE CONTABILIDADE SOCIAL ATUALIZADA PARA O BRASIL – Sandro C. de Andrade e Sheila Najberg – julho/97
 - 59 ABERTURA COMERCIAL: CRIANDO OU EXPORTANDO EMPREGOS – Maurício Mesquita Moreira e Sheila Najberg – outubro/97
 - 60 AUMENTO DO INVESTIMENTO: O DESAFIO DE ELEVAR A POUPANÇA PRIVADA NO BRASIL – Ana Cláudia Além e Fabio Giambiagi – dezembro/97
 - 61 A CONDIÇÃO DE ESTABILIDADE DA RELAÇÃO PASSIVO LÍQUIDO AMPLIADO/PIB: CÁLCULO DO REQUISITO DE AUMENTO DAS EXPORTAÇÕES NO BRASIL – Fabio Giambiagi – dezembro/97
 - 62 BNDES: PAPEL, DESEMPENHO E DESAFIOS PARA O FUTURO – Ana Cláudia Além – dezembro/97
 - 63 O INVESTIMENTO EM INFRA-ESTRUTURA E A RETOMADA DO CRESCIMENTO ECONÔMICO SUSTENTADO – Francisco José Zagari Rigolon e Maurício Serrão Piccinini – dezembro/97
 - 64 MECANISMOS DE REGULAÇÃO TARIFÁRIA DO SETOR ELÉTRICO: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL E O CASO BRASILEIRO – José Claudio Linhares Pires e Maurício Serrão Piccinini – julho/98
 - 65 O DESEMPENHO DO BNDES NO PERÍODO RECENTE E AS METAS DA POLÍTICA ECONÔMICA – Ana Cláudia Além – julho/98
 - 66 OPÇÕES REAIS E ANÁLISE DE PROJETOS – Francisco José Zagari Rigolon – março/99
 - 67 ESTRANGEIROS EM UMA ECONOMIA ABERTA: IMPACTOS SOBRE PRODUTIVIDADE, CONCENTRAÇÃO E COMÉRCIO EXTERIOR – Maurício Mesquita Moreira – março/99
 - 68 SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO: REESTRUTURAÇÃO RECENTE, COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS E VULNERABILIDADE À CRISE CAMBIAL – Fernando Pimentel Puga – março/99
 - 69 A RENEGOCIAÇÃO DAS DÍVIDAS E O REGIME FISCAL DOS ESTADOS – Francisco Rigolon e Fabio Giambiagi – julho/99
 - 70 O AJUSTE FISCAL DE MÉDIO PRAZO: O QUE VAI ACONTECER QUANDO AS RECEITAS EXTRAORDINÁRIAS ACABAREM? – Francisco Rigolon e Fabio Giambiagi – agosto/99
 - 71 POLÍTICAS REGULATÓRIAS NO SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL E O CASO BRASILEIRO – José Claudio Linhares Pires – setembro/99
 - 72 MODELO DE GERAÇÃO DE EMPREGO: METODOLOGIA E RESULTADOS – Sheila Najberg e Marcelo Ikeda – outubro/99
 - 73 POLÍTICAS REGULATÓRIAS NO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA: A EXPERIÊNCIA DOS ESTADOS UNIDOS E DA UNIÃO EUROPÉIA – José Claudio Linhares Pires – outubro/99
-

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Av. República do Chile, 100
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0XX21) 277-7447
Fax: (0XX21) 220-2615

FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial

Av. República do Chile, 100 – 17º andar
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0XX21) 277-7447
Fax: (0XX21) 220-7909

BNDESPAR – BNDES Participações S.A.

Av. República do Chile, 100 – 20º andar
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0XX21) 277-7447
Fax: (0XX21) 220-5874

Escritórios**Brasília**

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco E
Ed. BNDES – 13º andar
CEP 70076-900 – Brasília – DF
Tel.: (0XX61) 322-6251
Fax: (0XX61) 225-5179

São Paulo

Av. Paulista, 460 – 13º andar
CEP 01310-904 – São Paulo – SP
Tel.: (0XX11) 251-5055
Fax: (0XX11) 251-5917

Recife

Rua Antonio Lumack do Monte, 96 – 6º andar
CEP 51020-350 – Recife – PE
Tel.: (0XX81) 465-7222
Fax: (0XX81) 465-7861

Belém

Av. Presidente Vargas, 800 – 17º andar
CEP 66017-000 – Belém – PA
Tel.: (0XX91) 216-3540
Fax: (0XX91) 224-5953

Internet

<http://www.bndes.gov.br>
