

**UM CENÁRIO PARA  
A ECONOMIA  
BRASILEIRA COM  
PERMANÊNCIA DA  
AUSTERIDADE FISCAL  
E REDUÇÃO DA  
VULNERABILIDADE  
EXTERNA**

Fabio Giambiagi\*

Rio de Janeiro, abril - 2003

\*Economista do BNDES.  
O autor agradece os comentários de Sérgio Guimarães Ferreira  
e Sérgio Waddington a uma versão preliminar deste artigo,  
isentando-os de qualquer responsabilidade pelo conteúdo final.

---

## **Sumário**

Resumo . . . . .	5
Abstract . . . . .	5
1. Introdução . . . . .	7
2. Evolução Recente da Economia Brasileira: Fatos Estilizados . . . . .	8
3. O Modelo Utilizado . . . . .	11
4. Premissas Adotadas . . . . .	15
5. Resultados do Cenário . . . . .	20
6. Cenários Alternativos . . . . .	30
7. Conclusões . . . . .	32
Referências Bibliográficas . . . . .	36

---

---

## **Resumo**

O artigo analisa as perspectivas da economia brasileira para o período 2004/2010. Adota-se um modelo simples de consistência macroeconômica combinando contas nacionais, balanço de pagamentos, contas públicas, mercado de trabalho e financiamento do investimento. Supõe-se que o governo adote um *mix* de políticas baseadas no reforço da austeridade fiscal e no aprofundamento do ajustamento externo. Supõe-se, ainda, que, em um contexto externo menos hostil, as eventuais pressões no sentido de uma apreciação da taxa de câmbio seriam compensadas mediante uma política de redução da dívida externa oficial e de acumulação de reservas. No cenário básico, a economia cresceria 3,5% a.a. durante 2003/2006 e 4,7% a.a. no período 2007/2010, com redução da dívida pública de 57% do PIB em 2002 para 45% do PIB em 2010 e declínio do coeficiente Dívida externa líquida/PIB de 2,9 para 0,6 no mesmo período. Nesse cenário, haveria uma queda suave da taxa de juros real e o País poderia obter, na segunda metade da década, a categoria de “grau de investimento”. Naturalmente, para chegar a isso é fundamental dar continuidade às reformas estruturais da economia.

## **Abstract**

The article analyzes the outlook for the Brazilian economy for 2004/2010, using a simple model of macroeconomic consistency combining national accounts, balance of payment, public accounts, job market and investment finance. It is assumed that the government adopts a mix of policies based on the reinforcement of the fiscal austerity and the strengthening of the external adjustment. It is also supposed that, in a less hostile external environment, the eventual pressures to appreciate the exchange rate would be compensated through a policy of reduction of the official external debt and through an accumulation of reserves. In the basic scenario, the economy would grow 3,5% p.a. in 2003/2006 and 4,7% p.a. in 2007/2010. In this context, the public debt would decline from 57% of GDP in 2002 to 45% of GDP in 2010 and the ratio Net external debt/Exports of goods from 2,9 to 0,6 in the same period. In this scenario, a slight reduction of the real interest rate would occur, and Brazil would obtain, in the second half of the decade, the “investment grade” rating. Naturally, this aim requires the continuity of the structural reforms of the economy.



---

## **1. Introdução**

Entre 1997 e 2002, o Brasil foi impactado por não menos do que quatro crises externas: a asiática (1997); a russa (1998); a argentina (2001); e a decorrente da restrição de crédito externo, combinando forte aversão ao risco e retração das economias centrais e que se superpôs à crise de 2001 e se estendeu durante todo o ano de 2002.<sup>1</sup>

A sucessão de eventos adversos e seus efeitos sobre a economia brasileira, representados pela forte desvalorização do real, pelo impacto desta sobre os preços e pela pressão sobre a política monetária operada pelo Banco Central (BC), foram convencendo a maioria dos analistas acerca da importância de se ter a melhoria do resultado em conta corrente, como forma de reduzir a chamada “vulnerabilidade externa” da economia brasileira. Naturalmente, esse resultado vai depender da taxa de câmbio real vigente e, portanto, da predisposição do resto do mundo a alocar recursos no Brasil, duas variáveis sobre as quais, em princípio, o País não tem controle. Entretanto, é possível argumentar que, se a taxa de câmbio for pressionada no sentido de se desvalorizar, o ajuste externo se processará endogenamente; e, por outro lado, se houver redução da aversão ao risco e, ao mesmo tempo, existir um convencimento por parte das autoridades de que é importante evitar uma reversão do ajuste externo observado recentemente, elas teriam meios para impedir uma apreciação mais significativa da moeda nacional – por exemplo, praticando uma política deliberada de acumulação de reservas – e assim dar continuidade à melhora do Balanço de Pagamentos (BP) registrada em 2002/2003.

O presente texto discute essas questões. Adota-se a premissa de que o Governo Lula conservará as linhas gerais da política de austeridade fiscal herdada do seu antecessor e aprofundará o processo de ajuste externo, no limite tendo um modesto superávit na conta corrente de Balanço de Pagamentos (BP) que, somado à entrada de investimento direto, lhe permita enfrentar uma eventual situação típica de *credit crunch* sem precisar recorrer novamente aos empréstimos do Fundo Monetário Internacional (FMI). A orientação oficial de preservar a austeridade fiscal e simultaneamente tomar as medidas de política necessárias para reduzir a vulnerabilidade externa criaria assim, com o passar do tempo, as condições para que a economia brasileira possa se beneficiar de um círculo virtuoso de melhora dos seus fundamentos, acompanhada por um crescimento a taxas mais robustas que as dos últimos anos.

O trabalho dá continuidade à reflexão sobre o futuro de longo prazo da economia brasileira, feita nos esforços anteriores

---

1 Já antes o País tinha sido submetido às conseqüências negativas da crise do México de 1994/1995.

---

visando subsidiar o planejamento do BNDES no âmbito do Departamento Econômico da instituição e descritos em Além *et alii* (1997) e Giambiagi (1999, 2002).<sup>2</sup> O texto encontra-se dividido em sete seções. Depois desta breve introdução, mostram-se os fatos estilizados da evolução recente da economia brasileira. Na terceira seção, resume-se o modelo seguido e na quarta explicitam-se as principais premissas. A quinta seção mostra os resultados do cenário básico. Posteriormente, discutem-se resultados de cenários alternativos. Por último, são apresentadas as conclusões da análise.

## **2. Evolução Recente da Economia Brasileira: Fatos Estilizados**

A economia brasileira passou por um forte processo de ajuste a partir de 1999, visando corrigir aqueles que, na opinião praticamente consensual, eram os dois principais problemas macroeconômicos no final de 1998: o desequilíbrio das finanças públicas e o crescente déficit em conta corrente do BP. De fato, a observação de um déficit primário médio do setor público consolidado de 0,2% do PIB durante 1995/1998 – em forte contraste com o superávit médio de 2,9% do PIB dos quatro anos imediatamente anteriores – tinha aumentado a dívida pública de 30% do PIB em 1994 para 42% do PIB em 1998. Paralelamente, a expressiva apreciação cambial registrada nos primeiros anos do Plano Real acarretara um aumento do déficit em conta corrente de apenas US\$ 1 bilhão em 1994 para US\$ 34 bilhões quatro anos depois, o que deixava esse indicador na perigosa vizinhança de 5% do PIB.

O temor de que o Brasil fosse a “bola da vez” depois das crises do México em 1995 e dos países da Ásia e da Rússia anos depois levou a um colapso dos empréstimos para o Brasil, provocando a necessidade de um mega-empréstimo do Fundo Monetário Internacional (FMI) somado a outros organismos multilaterais e de alguns Tesouros dos países centrais, em 1998. Mesmo assim, a continuidade do déficit em conta corrente e os tropeços observados no processo de aprovação das medidas de ajuste fiscal causaram nova onda de desconfiança, levando o governo a deixar o dólar flutuar em janeiro de 1999. Desde então, ainda que com algumas oscilações, na comparação das posições de final do ano, o País passou por quatro anos consecutivos de desvalorização real da sua moeda, particularmente forte nos anos de 1999, 2001 e 2002. No conjunto dos quatro anos, o índice de taxa de câmbio real, entendido como a multiplicação do índice da

---

2 O modelo original utilizado e sintetizado na terceira seção foi descrito em Pastoriza e Giambiagi (1997). A versão aqui adotada, porém, inclui pequenas modificações em relação à original.

taxa de câmbio nominal pelo quociente entre os IPCs externo e doméstico, e tendo como base 100 junho de 1994 – mês do Plano Real – passou de um índice de 79 em dezembro de 1998 para um índice de 188 em dezembro de 2002. O impacto dessa desvalorização acumulada pode ser observado na Tabela 1, que mostra a melhora dos principais indicadores do setor externo durante 1999/2002, com destaque para a variação de US\$ 20 bilhões da Balança Comercial entre 1998 e 2002.

Paralelamente, as autoridades adotaram um conjunto de medidas tendentes a obter um ajuste significativo das contas públicas, centrado no aumento de receitas, medidas essas que, conforme mostra a Tabela 2, provocaram um ajuste primário da ordem de 4% do PIB entre 1998 e 2002, concentrado na mudança de posição fiscal ocorrida em 1999.

Cabe chamar a atenção para o fato de que o referido ajustamento ocorreu apesar da circunstância de que, a rigor, as despesas se expandiram como proporção do PIB. Se computarmos os gastos como transferências a estados e municípios no total do gasto primário, observa-se que, nos quatro anos de 1999/2002, o gasto primário total, em termos reais, teve um crescimento médio de 5,0% a.a., contra uma expansão do PIB de 2,0% a.a. No conjunto do período, isso implicou uma elevação desse total de dispêndio de 19,5% do PIB em 1998 para 21,8% do PIB quatro anos depois, conforme mostra a Tabela 3. Esse processo deu, assim, continuidade ao mesmo fenômeno já regis-

**Tabela 1**  
**Evolução de Indicadores do Setor Externo**

Ano	Balança Comercial (US\$ Bilhões)	Déficit Conta Corrente (US\$ Bilhões)	Dívida Ext. Líquida/Exportações Bens
1998	-6,6	33,6	3,5
1999	-1,3	25,1	3,9
2000	-0,7	24,7	3,3
2001	2,6	23,2	3,0
2002	13,1	7,8	2,9

Fonte: Banco Central.

**Tabela 2**  
**Setor Público Consolidado: Resultado Primário**  
**(Em % PIB)**

Ano	Superávit Primário (% PIB)
1998	0,0
1999	3,2
2000	3,5
2001	3,6
2002	3,9

Fonte: Banco Central.

**Tabela 3**  
**Resultado Primário do Setor Público**  
**(Em % PIB)**

<i>Discriminação</i>	<i>1998</i>	<i>2002</i>
Governo central	0,6	2,4
Receita bruta	20,1	24,1
(-) Transferências a estados e municípios	3,0	4,2
Receita líquida	17,1	19,9
Despesas primárias exceto transferências	16,5	17,6
Pessoal	5,0	5,5
Benefícios previdenciários	5,8	6,6
Demais despesas	5,7	5,5
Déficit primário Banco Central	0,0	0,1
Discrepância estatística <sup>a</sup>	0,0	0,2
Estados e municípios	-0,2	0,8
Estados	-0,4	0,6
Municípios	0,2	0,2
Empresas estatais	-0,4	0,7
Federais	-0,3	0,5
Estaduais	-0,1	0,2
Municipais	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>0,0</b>	<b>3,9</b>

<sup>a</sup>Um resultado positivo significa aumento do superávit primário.  
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

trado no primeiro mandato do Presidente Cardoso, igualmente caracterizado pela expansão da relação Gasto público/PIB.

Em que pese a intensidade do ajustamento externo, a dimensão da desvalorização verificada – que pressionou a importância relativa da dívida interna indexada em dólares e da dívida externa pública – e o reconhecimento dos chamados “esqueletos” causaram um efeito aparentemente paradoxal. De fato, embora o País tenha ultrapassado os pisos de superávit primário definidos nos acordos com o FMI em cada um dos quatro anos 1999/2002, a dívida pública ultrapassou largamente o teto estabelecido nos citados acordos. A explicação reside na magnitude desses ajustamentos patrimoniais, os quais, líquidos do efeito da privatização utilizada para o abatimento de dívida, passaram a “engordar” a dívida pública de apenas 1% do PIB, em 1998, para nada menos que 19% do PIB em 2002. A desagregação disso é mostrada na Tabela 4. Nela observa-se que, na realidade, a dívida denominada nas estatísticas oficiais do BC como sendo de origem fiscal chegou inclusive a cair entre 1998 e 2002, mas isso foi muito mais do que compensado pelo “delta” de 17% do PIB do impacto da desvalorização sobre as dívidas interna e externa e de 2% do PIB de reconhecimento de novos “passivos ocultos” (*hidden liabilities*). No total, portanto, a dívida líquida do setor público continuou aumentando entre 1998 e 2002, chegando a 57% do PIB no último ano.

**Tabela 4**  
**Composição da Dívida Pública (% PIB)**

<i>Composição</i>	<i>1998</i>	<i>2002</i>
Dívida fiscal	40,6	37,5
Ajustes patrimoniais	1,1	19,0
Privatização	-3,3	-4,1
Outros ajustes	4,4	23,1
Dívida interna	0,4	9,6
Dívida externa	0,5	8,0
Outros	3,5	5,5
<b>Dívida líquida total</b>	<b>41,7</b>	<b>56,5</b>

Fonte: *Banco Central*.

Em termos de nível de atividade, a combinação de desvalorização acentuada (com efeitos sobre os preços, que seriam mais acentuados em um contexto de crescimento econômico mais intenso) com queda da demanda em alguns dos principais demandantes dos nossos produtos (devido à crise dos países latino-americanos) e retração do crédito na economia internacional gerou um quadro de crescimento modesto da economia brasileira no período 1999/2002 como um todo, crescimento esse que atingiu 2,0% a.a., em média. A estagnação dos níveis de produtividade nesse período implicou uma expansão do emprego de magnitude similar, em torno de 2% a.a. no mesmo período.

Naturalmente, como caberia esperar, a intensidade da desvalorização observada gerou efeitos importantes sobre os preços, pressionando a inflação, que aumentou em relação ao nível pré-desvalorização e levou as autoridades, por dois anos consecutivos – 2001 e 2002 – a exibirem variações do IPCA superiores ao teto estabelecido por ocasião do anúncio do regime de metas de inflação (*inflation targets*). Portanto, ao se inaugurar a administração em janeiro de 2003, o desafio que o País tinha diante de si em termos macroeconômicos era o de crescer a taxas maiores, no contexto de aprofundamento dos ajustes fiscal e externo já em curso e com a necessidade de reverter o aumento da inflação observado em 2001 e 2002.

### **3. O Modelo Utilizado**

O modelo de consistência macroeconômica utilizado neste artigo é composto de algumas dezenas de identidades contábeis. Ele é constituído de um conjunto de equações simples que compõem cinco blocos, quais sejam:

- contas nacionais (CN);
- contas fiscais;

- 
- mercado de trabalho;
  - balanço de pagamentos; e
  - financiamento do investimento.

A origem do processo localiza-se no bloco fiscal, pois é nele que se define a taxa de crescimento do gasto público, que é uma das variáveis de entrada do bloco de CN. Trabalha-se com o universo das três esferas do setor público – governo central; estados e municípios; e empresas estatais – embora para efeito das CN só se levem em conta as que compõem o governo, ou seja, excluindo as estatais. Definida a meta de superávit primário e para dados níveis de receita e das principais rubricas de despesa – que evoluem em função de um determinado crescimento real definido exogenamente – a variável de ajuste são as “outras despesas correntes do governo” (OGC), no caso do governo central, e o total das despesas correntes, no caso dos governos estaduais e municipais. A variável OGC é o resultado da exclusão dos investimentos daquilo que no jargão denomina-se “outras despesas correntes e de capital” (OCC), que, por sua vez, representa o gasto primário excluindo-se as transferências a estados e municípios e as despesas com pessoal e INSS. Resumidamente, portanto, a partir do superávit primário, da receita e das principais rubricas de gasto, e dado que a taxa de juros – resultante da combinação de taxa de juros externa, risco-país e desvalorização – gera a despesa de juros, definem-se endogenamente:

- o valor de OGC;
- o total da despesa pública; e
- a dinâmica da relação Dívida pública/PIB.

Uma vez obtida a trajetória do gasto público mediante o procedimento explicado, o segundo bloco é o das CN. Nele, o gasto corrente do governo obedece à lógica antes citada; o crescimento do PIB e do investimento é exógeno; e as exportações e importações respondem a formulações tradicionais: as primeiras seguem o comércio mundial – admitindo-se uma taxa de câmbio real relativamente constante –, e as segundas decompõem-se em importações de: i) bens de capital, associadas ao investimento; ii) petróleo, que são residuais em face da demanda doméstica ligada ao PIB e à produção doméstica, que é dada; e iii) outras, que evoluem conforme o PIB. Isso posto e levando em conta uma equação tradicional de acumulação de capital em função do investimento e uma certa relação Capital/Produto, o modelo define endogenamente:

- o consumo privado; e
- o nível de ocupação da economia.

---

O bloco de mercado de trabalho é constituído de apenas umas poucas equações, pelas quais, em face de uma certa evolução – dada exogenamente – da produtividade do trabalho e da População Economicamente Ativa (PEA), chega-se endogenamente a:

- crescimento do emprego; e
- taxa de desemprego.

No caso do bloco de BP, enquanto as exportações e importações de bens são obtidas mediante o procedimento análogo ao que foi descrito para as CN, as exportações e importações dos demais serviços não-fatores são uma certa fração do comércio de bens, e os pagamentos de lucros e dividendos e de juros da dívida externa são decorrentes da aplicação de um fator de remuneração – proporção de remessa de lucros ou taxa de juros – aplicado aos estoques de capital estrangeiro e de dívida externa. Assim, para um dado nível de investimento direto estrangeiro (IDE) e de financiamento externo, calculam-se endogenamente:

- o resultado em conta corrente;
- as reservas internacionais do País; e
- o estoque de capital estrangeiro e a dívida externa líquida.

Por último, no bloco de financiamento do investimento, a identidade macroeconômica entre a poupança e o investimento e o fato de este ser exógeno definem endogenamente a poupança doméstica, como resultado da subtração da poupança externa, obtida no bloco externo, enquanto ao deduzir daquela a poupança pública resultante do bloco fiscal – igual à diferença entre o investimento e as necessidades nominais de financiamento do governo central e dos estados e municípios – chega-se endogenamente à poupança privada, cuja evolução naturalmente deve guardar um paralelo com a trajetória do consumo privado.

De forma sintética, então, tem-se um esquema macroeconômico em que, *grosso modo*, a combinação de hipóteses referentes a PIB; investimento; comércio mundial; investimento estrangeiro; financiamento externo; superávit primário; e trajetória das principais rubricas de gasto público gera um conjunto de resultados, com destaque para:

- consumo privado;
- OGC e consumo corrente do governo;
- taxa de desemprego;
- reservas internacionais; e
- estoques de dívida pública e externa (líquida).

---

Portanto, em que pese a sua simplicidade assumida, o modelo permite responder a um conjunto de interrogações cruciais para definir a viabilidade de médio e longo prazo de uma certa política econômica. Em particular, ele possibilita responder a perguntas como:

- Quais os requisitos em termos de evolução do gasto público para viabilizar certas metas de superávit primário?
- Como tende a evoluir a relação Dívida pública/PIB em face de um certo cenário referente à taxa de juros e ao superávit primário?
- Que comportamento do consumo privado se requer, considerando o comportamento esperado do PIB e dos demais componentes da demanda agregada?
- Qual será a evolução da relação Déficit em conta corrente/PIB de um certo cenário de crescimento da economia?
- O que se pode esperar da trajetória do endividamento externo?

Embora algumas soluções sejam matematicamente aceitáveis, elas podem ser economicamente absurdas, socialmente não palatáveis e/ou economicamente perigosas. Conseqüentemente, os resultados são condicionados à observação simultânea de um conjunto de limites. São estes:

- a ocupação de capacidade não pode ultrapassar 100% do PIB;<sup>3</sup>
- o crescimento do consumo privado não pode ser negativo;
- o déficit em conta corrente não pode ser superior a 3% do PIB; e
- a dívida pública, expressa como proporção do PIB, não pode ser superior à do ano anterior.

Nos termos do modelo, se a primeira ou a terceira restrição é violada, o crescimento do PIB deve diminuir, para não ultrapassar o limite de plena ocupação de capacidade ou o teto definido de déficit em conta corrente. No segundo caso, o investimento deve crescer a uma taxa inferior, para acomodar um consumo maior. E no último, o parâmetro do superávit primário deve ser aumentado, para não comprometer a trajetória da relação Dívida pública/PIB.

---

3 O nível inicial de capacidade foi adotado a partir do último dado de ocupação de capacidade do IBRE/FGV, tomando como base o nível desta observado em 1986, quando atingiu o máximo da série dos últimos vinte anos. O número adotado corresponde, portanto, à "normalização" do indicador para um máximo de 100% em 1986 – ano do Plano Cruzado e do *boom* da economia.

---

## **4. Premissas Adotadas**

O ano-base do modelo é 2003, para o qual adotam-se hipóteses baseadas na evolução dos dados até o momento de fechamento do presente artigo.<sup>4</sup> Considera-se que o governo terá uma gestão macroeconômica pautada pelo duplo propósito de: i) conservar a austeridade fiscal; e ii) reduzir a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Esta se caracteriza:

- pelo grande impacto sobre a economia doméstica dos movimentos de retração de crédito na economia internacional;
- pela forte incidência do câmbio sobre a relação Dívida pública/PIB; e
- pela necessidade recorrente de apelar aos recursos do FMI para “fechar” as contas do balanço de pagamentos.

Conseqüentemente, para impedir a repetição do ciclo de problemas externos, desvalorização, aumento da dívida pública, programa com o FMI etc., diversas vezes observado ao longo dos últimos anos, a estratégia prevista contempla:

- a perseguição de um superávit primário robusto, nos primeiros anos de governo, como forma de reduzir substancialmente o risco-país; e
- uma taxa de câmbio competitiva que permita gerar superávits comerciais expressivos, que possibilitem ao País se proteger em condições adequadas de eventuais adversidades externas, no futuro; entre essas medidas estão, por exemplo, a redução do percentual de rolagem de papéis cambiais e a substituição por papéis indexados a outros indexadores; e a compra para acumulação de reservas.

Os objetivos dessa estratégia, sob a ótica do Tesouro Nacional, seriam, ao longo do tempo: i) diminuir a proporção da dívida interna indexada à taxa de câmbio; ii) provocar uma queda da relação Dívida externa líquida do País/PIB; e iii) reduzir a proporção da dívida externa líquida na composição da dívida líquida total do setor público. Este último objetivo seria obtido mediante uma combinação de pagamento de parte da dívida externa bruta do setor público e de um processo de aquisição de divisas.

---

4 O impacto do conflito no Oriente Médio afeta o ano-base mas não os anos posteriores. A hipótese básica associada a isso é que o que acontecer em 2003 em relação ao preço do petróleo não chegaria a determinar a evolução do cenário para 2004/2010. Naturalmente, porém, se houver uma guerra prolongada no Iraque, uma queima maciça de poços de petróleo e/ou uma dinâmica da crise que afete o comportamento da economia mundial – como novos atentados terroristas nos moldes do ocorrido em 11 de setembro de 2001 – o cenário será muito diferente do que foi aqui adotado. Porém, é muito difícil prever com precisão os efeitos de um conflito dessa natureza.

Para tanto, sugere-se que o governo opte pela estratégia de renovar apenas parcialmente os vencimentos de bônus que vencem no período 2004/2010, somando um total de pagamentos de US\$ 19,4 bilhões, distribuídos da forma que é mostrada na Tabela 5.<sup>5</sup> No cenário adotado, contemplam-se colocações (emissões) brutas de US\$ 2,0 bilhões/ano – com exceção de 2010, quando seriam de US\$ 1,8 bilhões – e, portanto, inferiores aos vencimentos de cada ano, o que implicaria uma redução gradual da dívida externa do Tesouro.

Com base na Tabela 6 e partindo do pressuposto de que: i) ao País interesse conservar o crédito de longo prazo associado aos títulos da renegociação da dívida de 1994, aos títulos com vencimento depois de 2010 e aos organismos internacionais; e ii) o governo federal preserve a dívida externa das empresas estatais e não se intrometa nas decisões de endividamento de estados e municípios, supõe-se então que ao longo do período 2004/2010 o Tesouro Nacional quite, em bônus, uma parte das amortizações vincendas da dívida acima citada, de US\$ 19,4 bilhões. Considera-se também que o governo pague, escalonadamente, ao longo de sete anos, a dívida com o Clube de Paris, estimada em aproximadamente US\$ 4,9 bilhões na posição de dezembro de 2003, após os pagamentos feitos no ano em curso; e ao longo de quatro anos, por hipótese, a dívida com credores diversos, estimada na mesma data em US\$ 2,0 bilhões, depois das amortizações de 2003. O total de pagamentos a esses credores – pagamento líquido aos detentores de bônus, Clube de Paris e credores diversos – atingiria um total acumulado de US\$ 13 bilhões em sete anos.

Além disso, supõe-se que: a) a melhoria das perspectivas econômicas do Brasil permita ao País utilizar apenas US\$ 4 bilhões dos US\$ 24 bilhões colocados a sua disposição pelo FMI em 2003; b) o País não precisará renovar o acordo com a referida instituição em 2004; e c) a dívida remanescente com o FMI, após

**Tabela 5**  
**Vencimentos de Bônus da República durante 2004/2010**  
**(Em US\$ Bilhões)**

<i>Ano</i>	<i>Vencimentos</i>
2004	3,5
2005	2,3
2006	2,7
2007	3,7
2008	2,9
2009	2,5
2010	1,8
<b>Total</b>	<b>19,4</b>

Fonte: *Banco Central*.

5 A diferença entre esse valor e o da Tabela 6 para 2003/10 refere-se aos vencimentos de 2003.

**Tabela 6**  
**Dívida do Setor Público Não-Financeiro: 2002**  
**(Em US\$ Bilhões)**

<i>Composição</i>	<i>US\$ Bilhões (Dezembro)</i>
Dívida externa bruta	110,3
Banco Central	21,5
Tesouro Nacional	75,3
Bônus	56,9
Renegociação 1994	18,5
Captação	38,4
Vencimento 2003/2010	22,3
Outros vencimentos	16,1
Clube Paris	5,5
Organismos internacionais	10,5
Outros	2,4
Empresas públicas	7,3
Estados e municípios	6,2
Memo: Reservas internacionais	37,8
Dívida externa líquida	72,5
Banco Central + Tesouro Nacional	59,0
Empresas públicas + estados e municípios	13,5

Fonte: *Banco Central*.

as amortizações de 2003, de US\$ 12,9 bilhões, será saldada integralmente em três parcelas anuais, nos prazos e valores originalmente previstos, no triênio 2004/2006. Admite-se que superado o quadro crítico dos últimos anos e dada a reversão da situação da conta corrente, as amortizações da dívida externa privada sejam integralmente roladas. Conseqüentemente, somando os pagamentos a FMI, Clube de Paris e outros credores ao cronograma de vencimento antes citado referente aos bônus, os pagamentos da dívida externa que o Tesouro Nacional e o Banco Central fariam obedeceriam à escala da Tabela 7.<sup>6</sup>

No final do processo, em 2010, a dívida externa bruta do Banco Central, na Tabela 6, não mais existiria, e a dívida do Tesouro Nacional abrangeria apenas os bônus de renegociação de 1994 (US\$ 18,5 bilhões) adicionada aos vencimentos já contratados para depois de 2010 (US\$ 16,1 bilhões) e àqueles com organismos internacionais (US\$ 10,5 bilhões), além dos novos bônus que forem lançados no período 2004/2010 em substituição à parte das amortizações de bônus da dívida soberana que vencerem durante 2004/2010.<sup>7</sup>

6 Na tabela, a coluna dos bônus refere-se ao valor líquido de Vencimentos menos Emissões.

7 Embora isso gere uma certa demanda de divisas por parte do Tesouro, é importante registrar que ela não implicará pressão adicional sobre a taxa de câmbio em relação a 2003, uma vez que tal pressão já ocorre no ano em curso, devido à quitação de parte da dívida pública da União. Além disso, haveria maior oferta de divisas, associada ao aumento da proporção da dívida privada rolada para 100% das amortizações, comparativamente à baixa proporção de rolagem observada em 2002 e 2003.

**Tabela 7**  
**Hipótese de Cronograma de Pagamentos da República**  
**(Em US\$ Bilhões)**

Ano	Bônus	FMI	Clube de Paris	Outros Credores <sup>a</sup>	Total
2004	1,5	4,0	0,7	0,5	6,7
2005	0,3	3,0	0,7	0,5	4,5
2006	0,7	5,9	0,7	0,5	7,8
2007	1,7	-	0,7	0,5	2,9
2008	0,9	-	0,7	-	1,6
2009	0,5	-	0,7	-	1,2
2010	0,0	-	0,7	-	0,7
<b>Total</b>	<b>5,6</b>	<b>12,9</b>	<b>4,9</b>	<b>2,0</b>	<b>25,4</b>

<sup>a</sup>Inclui empréstimos bancários, notes e créditos de fornecedores.

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central (ver texto).

As principais premissas adicionais encontram-se listadas na Tabela 8. Por hipótese, o PIB cresce a taxas inicialmente moderadas, porém crescentes, chegando a 5% no final da projeção.<sup>8</sup> Partindo de uma taxa de câmbio média, em 2003, de R\$/US\$ 3,35, há uma certa desvalorização nominal residual, até a estabilização do câmbio nominal no final da projeção. A inflação é declinante, porém em 2004 ainda ligeiramente acima da meta oficial, convergindo para 3,0% no final da década. O *spread* de risco-país começa 2004 em 650 pontos básicos e declina gradativamente até 300 pontos em 2010. O crescimento real do comércio mundial é de 4% a.a. A formação bruta de capital cresce a taxas superiores às do PIB, o que é compatível com um quadro de recuperação gradual da taxa de investimento. Os gastos do INSS crescem 4% a.a. O reconhecimento de “esqueletos” é de 0,5% do PIB por ano nos primeiros anos, caindo até praticamente desaparecer no final da projeção e somando, em termos acumulados, 2,5% do PIB entre 2004 e 2010. O superávit primário é de 4,25% do PIB em 2004, com queda gradual e moderada nos quatro anos consecutivos, até estabilizar em 3,30% do PIB a partir de 2008. A hipótese subjacente é de que o novo governo ampliará os investimentos das empresas estatais federais, estaduais e municipais que, assim, teriam o seu superávit primário “zerado” até 2008 – em um quadro fiscal mais confortável – em contraste com o nível de superávit primário de 0,73% do PIB do conjunto de todas as estatais em 2002.<sup>9</sup> Por último, admite-se que a CPMF não tenha nem a alíquota diminuída para 0,08% imediatamente, nem seja renovada com a alíquota de 0,38% indefinidamente. Supõe-

8 O teste de validade dessa hipótese é observar se o limite de plena ocupação de capacidade é respeitado e como o desempenho da economia incide sobre a situação do BP.

9 Esse número se dividiu em 0,47% do PIB das empresas federais e 0,26% das estaduais, já que o resultado primário das empresas municipais foi estritamente nulo, como proporção do PIB. Os investimentos das empresas estatais federais em 2002 foram de 1,31% do PIB. Portanto, tomando como referência de comparação o ano passado, se o superávit primário das estatais como um todo for “zerado” daqui a alguns anos, os investimentos dessas empresas poderiam aumentar em torno de 0,7% do PIB, sendo 0,4% a 0,5% do PIB no âmbito federal, com ênfase no setor elétrico; e 0,2% a 0,3% do PIB nos estados, com destaque para as empresas de saneamento.

**Tabela 8**  
**Parâmetros e Variáveis Exógenas Principais**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (%)		3,5	4,0	4,5	4,5	4,5	5,0	5,0
Taxa desvalorização nominal câmbio (%)		4,0	3,0	2,0	1,5	1,0	0,5	0,0
IPCA (%)		6,5	5,5	5,0	4,5	4,0	3,5	3,0
IPA (%)		6,5	5,5	4,5	3,5	3,0	2,5	2,0
IPP-EUA (%)		2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Spread risco-país (%)		6,5	5,5	5,0	4,5	4,0	3,5	3,0
Taxa juros externa: 5 anos (%)		4,0	4,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Crescim. real comércio mundial (%)		4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Variação preço exportações básicos (%)		2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Variação preço export. semi-manufat. (%)		2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Variação preço export.manufaturados (%)		2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Prod.nacional petróleo (Mbd, 2003=1,7)		1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4
Variação preço petróleo (%)		-5,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Crescimento real invest. privado (%)		6,5	8,0	8,5	8,5	8,5	9,0	9,0
Crescimento real invest. gov. federal (%)		4,5	6,0	6,5	6,5	6,5	7,0	7,0
Crescimento real invest. est. & munic. (%)		4,5	6,0	6,5	6,5	6,5	7,0	7,0
Crescimento real gastos prev. social (%)		4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Reconhecimento de dívidas GC (% PIB) <sup>a</sup>		0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1
Superávit primário gov. central (% PIB)		2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Superávit primário est. & municípios (% PIB)		0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Superávit primário empr. estatais (% PIB)		0,95	0,75	0,50	0,25	0,00	0,00	0,00
IGP médio (%)	30,0	6,5	5,5	4,7	3,8	3,3	2,8	2,3
Deflator implícito PIB (%)	18,0	6,5	5,5	4,8	4,2	3,7	3,2	2,7

<sup>a</sup>Liquido de privatizações. Inclui efeito das variações cambiais sobre a dívida interna em títulos.

se que ela venha a diminuir gradualmente – depois de prorrogada com a alíquota atual para 2004 – para 0,28% em 2005; 0,18% em 2006; 0,08% em 2007; 0,04% em 2008; 0,02% em 2009; e ficando com uma alíquota marginal simbólica de 0,01% a partir de 2010, para fins de fiscalização.

Os resultados da combinação de hipóteses – supondo uma regra de arbitragem de taxa de juros entre as remunerações local e externa ajustada pelo risco – em termos de taxa de juros aparecem na Tabela 9, que mostra um gradual declínio da taxa de juros real deflacionada pela Selic ao longo de todo o período. A Tabela 10 apresenta as hipóteses adotadas acerca do sistema formal de metas de inflação, entendendo-se que a convergência entre a variação do IPCA e a meta só se dará em 2010, embora o reingresso da taxa no intervalo da banda de tolerância se processe já em 2004, ano no qual supõe-se uma pequena elevação da meta atual de 5,5% para 6,0%, embora se adote a hipótese de que a inflação será de 6,5%.<sup>10</sup> A partir de 2005, a meta e a inflação adotadas no trabalho seriam idênticas.

10 Admite-se que a meta para 2005, a ser definida em junho de 2003, seja de 5,5%, com intervalo de tolerância de 2,5% e redução posterior gradualmente, entre 2006 e 2010.

**Tabela 9**  
**Taxa de Juros e Taxa de Câmbio**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Desvalorização real: câmbio x IPP/IPA (%)	-0,39	-0,42	-0,44	0,03	0,02	0,01	0,00
Índice paridade IPA (dez 2003 = 100)	99,61	99,19	98,75	98,78	98,80	98,81	98,81
Cupom cambial líquido em US\$ (%)	10,50	10,00	10,00	9,50	9,00	8,50	8,00
Selic real bruta (defl. IPCA, %)	11,41	10,55	9,76	9,02	8,28	7,54	6,80
Selic nominal bruta (%)	18,65	16,63	15,25	13,93	12,61	11,30	10,00
Selic nominal líquida (%)	14,92	13,30	12,20	11,14	10,09	9,04	8,00
Selic real líquida (defl. IPCA, %)	7,91	7,39	6,86	6,36	5,86	5,36	4,85

**Tabela 10**  
**Metas de Inflação: IPCA**  
**(Em %)**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Meta	6,00	5,50	5,00	4,50	4,00	3,50	3,00
Teto	8,50	8,00	7,50	7,00	6,50	6,00	5,50
Piso	3,50	3,00	2,50	2,00	1,50	1,00	0,50
Margem de variação	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50

Nota: A meta de 2004 refere-se ao conceito de meta ajustada definido em jan/03.

## **5. Resultados do Cenário**

A Tabela 11 mostra o que ocorreria com a composição do PIB, associada às taxas de crescimento de cada componente da demanda agregada, retratada na Tabela 10. O traço mais marcante é o aumento da taxa de investimento, de 19% do PIB em 2003 para 24% do PIB no final da projeção. A contrapartida desse processo é a perda de importância relativa do consumo e, em menor medida, a queda do saldo de transações reais com o exterior. Um aspecto relevante para o qual cumpre chamar a atenção é que, com uma relação Capital/Produto de 3 e uma vida útil do capital de 25 anos – ligada a uma depreciação de 4% – esse cenário implica atingir a plena ocupação de capacidade produtiva em 2010, sinal de que, se tais parâmetros estiverem corretos, será difícil crescer a taxas maiores do que as admitidas no trabalho. Na média dos sete anos 2004/2010, o PIB cresceria 4,4% a.a., liderado pela expansão de 8,1% a.a. do investimento, enquanto, em termos reais, o consumo privado o faria a uma média anual de 3,6%; o consumo do governo a uma taxa inferior, de 3,4%; e as exportações e importações de bens e serviços não-fatores cresceriam 3,9% e 4,5% a.a., respectivamente.

Nesse contexto, a taxa de desemprego começaria a declinar gradativamente apenas na segunda metade da década, conforme mostrado na Tabela 13.<sup>11</sup> A razão não é difícil de entender: com

11 O desemprego refere-se ao novo conceito adotado recentemente pelo IBGE.

**Tabela 11**  
**Contas Nacionais: Preços Constantes de 2003 – Composição**  
**(Em %)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Consumo total	78,6	78,4	77,5	76,7	76,0	75,4	74,8	74,3	73,9
Consumo privado	59,3	59,4	58,5	58,0	57,7	57,3	56,9	56,5	56,2
Consumo governo	19,3	19,0	19,0	18,7	18,4	18,0	17,9	17,8	17,7
Form.bruta de capital fixo	18,7	18,8	19,3	20,0	20,7	21,5	22,3	23,1	23,9
Investim. governo	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5
Governo central	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Estados e munic.	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
Investim. privado	16,5	16,6	17,1	17,7	18,4	19,1	19,9	20,6	21,4
Varição de estoques	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Exportações BSNF	15,8	17,1	17,1	17,1	17,0	16,9	16,9	16,7	16,5
Importações BSNF	13,7	14,5	14,1	14,0	14,0	14,0	14,1	14,3	14,6
PIB	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ocup. capacidade (%)	92,0	92,1	93,3	94,7	96,3	97,5	98,4	99,4	100,0

**Tabela 12**  
**Contas Nacionais e Nível de Atividade: Taxas de Crescimento Real**  
**(Em %)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Consumo total	-0,2	1,7	2,4	2,8	3,6	3,6	3,6	4,4	4,4
Consumo privado	-0,7	2,2	2,0	3,0	3,9	3,9	3,7	4,4	4,3
Consumo governo	1,0	0,4	3,4	2,3	2,7	2,7	3,6	4,5	4,6
Form. bruta de capital fixo	-4,1	2,5	6,3	7,8	8,3	8,3	8,3	8,8	8,8
Varição de estoques	-62,4	-70,0	3,5	4,0	4,5	4,5	4,5	5,0	5,0
Exportações BSNF	7,8	10,4	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Importações BSNF	-12,8	8,0	0,9	2,8	4,4	4,8	5,1	6,6	6,9
PIB	1,5	2,0	3,5	4,0	4,5	4,5	4,5	5,0	5,0
Crescimento população	1,30	1,28	1,26	1,24	1,22	1,20	1,18	1,16	1,14
PIB <i>per capita</i>	0,2	0,7	2,2	2,7	3,2	3,3	3,3	3,8	3,8
População (1000)	174.650	176.886	179.114	181.335	183.548	185.750	187.942	190.122	192.290
PIB <i>p/capita</i> (US\$) <sup>a</sup>	2.591	2.683	2.809	2.955	3.136	3.323	3.523	3.753	4.000

<sup>a</sup>PIB em US\$ calculado com base na divisão do PIB em R\$ pela taxa de câmbio média de cada ano.

uma produtividade da mão-de-obra crescendo 1,5% a.a. – hipótese que nos parece bastante razoável –, um crescimento do PIB de 4,0% gera um crescimento da população ocupada de 2,5%, apenas ligeiramente superior ao crescimento esperado da PEA. Portanto, o desemprego só declinaria em ritmo mais rápido quando a expansão econômica for da ordem de 4,5%, o que só ocorreria a partir de meados da década, a não ser que a economia cresça mais intensamente e/ou que o crescimento da produtividade não atinja os níveis indicados.

A Tabela 14 sugere que, se o superávit primário for mantido e se as taxas de juros forem as que são indicadas na Tabela 9, a evolução da dívida líquida do setor público deve seguir uma tendência tranquilizadora. Com efeito, essa dívida cairia de 55%

**Tabela 13**  
**Indicadores de Mercado de Trabalho**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Hipóteses</b>									
Crescimento PEA (%)	3,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2
Crescim. produt. trabalho (%)	-0,4	-0,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Resultados</b>									
Crescimento emprego (%)	1,9	2,3	2,0	2,5	3,0	3,0	3,0	3,4	3,4
Índice emprego (2002=100)	100,0	102,3	104,3	106,9	110,1	113,3	116,7	120,7	124,8
Cresc. pop. desempreg. (%)	22,8	2,3	4,8	1,1	-2,6	-3,7	-4,2	-9,1	-10,6
Índ. pop. desemp. 2002=100	100,0	102,3	107,2	108,3	105,6	101,6	97,4	88,5	79,1
Taxa desemprego-IBGE (%)	11,7	11,7	12,0	11,8	11,3	10,6	10,0	8,9	7,7

do PIB para 45% do PIB entre 2003 e 2010, revertendo parcialmente o processo ocorrido nos últimos oito anos. Um dado relevante a destacar é que, no final do período, o setor público seria **credor** em termos de divisas – isto é, a dívida externa líquida seria negativa – uma vez que os seus ativos seriam superiores à sua dívida bruta. Em conseqüência, se paralelamente o Tesouro caminhar no sentido de eliminar ao longo do tempo os títulos indexados ao dólar, essa fonte de vulnerabilidade da economia desapareceria, uma vez que a dívida do setor público não mais seria afetada desfavoravelmente por eventuais desvalorizações da taxa de câmbio.

A Tabela 15 mostra que, em que pese o fato de que as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) seriam praticamente eliminadas até o final da projeção, a redução da perda mais intensa de receita associada à queda da CPMF, combinada com o maior dinamismo da economia, permitiria maior expansão do gasto público na segunda metade da projeção. Assim, as despesas primárias totais do governo central poderiam crescer 3,8% a.a. durante 2007/2010, contra apenas 0,5% a.a. em 2003/2006. Em relação a este último ponto, há dois aspectos importantes a serem frisados. Primeiro, o baixo crescimento do gasto dos quatro anos 2003/2006 explica-se fundamentalmente pelo efeito da inflação sobre o gasto real em 2003, que terá causado uma **queda** real deste, conforme explicitado no final da Tabela 14.<sup>12</sup> E segundo, que dada a pressão representada pelo incremento real do gasto com INSS, um crescimento apenas moderado da despesa total significa que a queda da receita da CPMF “comprime” o espaço do OGC nos próximos anos. Vale lembrar, entretanto, que, dada a existência de inflação, isso é consistente com aumentos importantes expressos em termos nominais, o que pode viabilizar a aprovação dessa *performance* real nas sucessivas votações do Orçamento ao longo dos anos.<sup>13</sup>

12 Isso está associado, em boa parte, à corrosão real do salário do funcionalismo, que reduz significativamente o peso da despesa com pessoal no PIB na mesma Tabela 14 em 2003. O mesmo raciocínio vale para as demais despesas, na comparação de 2003 com 2002 na citada tabela.

13 Em termos reais, como se pode ver na última linha da Tabela 14, as demais despesas (OGC) em 2006 seriam praticamente iguais às de 2003, com uma variação acumulada de menos de 2%.

**Tabela 14**  
**Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP): Conceito Nominal**  
**(Em % PIB)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Governo Central</b>									
Receita total	24,11	22,60	22,60	22,21	21,81	21,42	21,26	21,18	21,14
CPMF	1,51	1,50	1,50	1,11	0,71	0,32	0,16	0,08	0,04
Demais receitas	22,60	21,10	21,10	21,10	21,10	21,10	21,10	21,10	21,10
(-) Transferências E&M <sup>a</sup>	4,21	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80
Receita líquida	19,90	18,80	18,80	18,41	18,01	17,62	17,46	17,38	17,34
Desp. excl. juros/transf. E&M	17,51	16,30	16,30	15,91	15,51	15,12	14,96	14,88	14,84
Pessoal	5,49	4,90	4,78	4,64	4,49	4,34	4,19	4,03	3,88
Benef. previdenciários	6,59	6,60	6,63	6,63	6,60	6,57	6,54	6,47	6,41
Investimentos	0,60	0,60	0,61	0,62	0,63	0,64	0,65	0,67	0,68
OGC	4,83	4,20	4,28	4,02	3,79	3,57	3,58	3,71	3,87
Juros nominais	3,14	5,00	4,92	4,58	4,35	4,05	3,71	3,30	2,82
Sup. primário	2,39	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Nec. fin. nominais	0,75	2,50	2,42	2,08	1,85	1,55	1,21	0,80	0,32
<b>Estados &amp; Municípios</b>									
Receita total	13,50	13,10	13,10	13,10	13,10	13,10	13,10	13,10	13,10
Desp. excl. juros	12,71	12,30	12,30	12,30	12,30	12,30	12,30	12,30	12,30
Investimento	1,60	1,60	1,62	1,65	1,68	1,71	1,74	1,78	1,81
Gastos correntes	11,11	10,70	10,68	10,65	10,62	10,59	10,56	10,52	10,49
Juros nominais	4,64	4,50	2,36	2,18	2,01	1,85	1,71	1,55	1,39
Sup. primário	0,79	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Nec. fin. nominais	3,85	3,70	1,56	1,38	1,21	1,05	0,91	0,75	0,59
<b>Empresas Estatais</b>									
Sup. primário	0,73	0,95	0,95	0,75	0,50	0,25	0,00	0,00	0,00
Juros nominais	0,74	0,50	0,20	0,06	-0,05	-0,11	-0,13	-0,12	-0,10
Nec. fin. nominais	0,01	-0,45	-0,75	-0,69	-0,55	-0,36	-0,13	-0,12	-0,10
<b>NFSP</b>									
Sup. primário	3,91	4,25	4,25	4,05	3,80	3,55	3,30	3,30	3,30
Juros nominais	8,52	10,00	7,49	6,81	6,32	5,79	5,29	4,73	4,11
Nec. fin. nominais	4,61	5,75	3,24	2,76	2,52	2,24	1,99	1,43	0,81
<i>Dívida líq. s. público (% PIB)</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>
Dív. int. líq. gov. centr. <sup>a</sup>	18,6	18,0	19,7	21,9	23,2	25,3	27,0	27,9	28,1
Dív. ext. líq. gov. central	12,7	12,0	10,5	8,3	6,5	3,9	1,3	-1,0	-2,9
Dív. líq. total g. central <sup>a</sup>	31,3	30,0	30,3	30,2	29,7	29,2	28,3	27,0	25,2
Dív. int. líq. est. e munic.	17,4	17,5	17,4	17,3	17,0	16,6	16,3	15,8	15,2
Dív. ext. líq. est. e munic.	1,4	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0
Dív. líq. total est. e mun.	18,8	19,0	18,9	18,6	18,2	17,8	17,4	16,8	16,2
Dív. int. líq. emp. estat.	1,2	1,0	0,2	-0,5	-1,0	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4
Dív. ext. líq. emp. estat.	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Dív. líq. total emp. estat.	1,7	1,5	0,6	-0,1	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0
Dív. int. líq. set. público <sup>a</sup>	37,2	36,5	37,3	38,6	39,2	40,6	41,9	42,4	42,0
Dív. ext. líq. set. público	14,6	14,0	12,4	10,1	8,2	5,5	2,8	0,4	-1,6
Dív. líq. total s. público <sup>a</sup>	51,8	50,5	49,8	48,7	47,3	46,1	44,7	42,7	40,4
Base monetária	4,7	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Dívida total incl. base monet.	56,5	55,0	54,3	53,2	51,8	50,6	49,2	47,2	44,9
Crescimento real gasto (%) <sup>b</sup>	7,5	-5,6	3,5	2,0	2,4	2,4	3,6	4,6	4,8
Crescimento real OGC (%)	6,4	-11,3	5,5	-2,4	-1,3	-1,6	4,6	8,8	9,6

<sup>a</sup>Exclui base monetária.

<sup>b</sup>Despesa primária. Inclui transferências a estados e municípios.

(-) = Superávit nominal.

**Tabela 15**  
**PIB, População e Gasto Público: Crescimento Real Médio**  
**(Em % a.a.)**

<i>Variável</i>	<i>2002/06</i>	<i>2006/10</i>	<i>2002/10</i>
PIB	3,5	4,7	4,2
População	1,2	1,2	1,2
PEA	2,3	2,2	2,3
Despesa primária gov.central. (inclui transf.E&M)	0,5	3,8	2,1
Outros gastos correntes governo central (OGC)	-2,6	5,3	1,3
Memo: variação média deflator implícito PIB (% a.a.)	8,6	3,4	6,0
Memo: crescimento nominal médio (% a.a.)			
Despesa primária gov.central. (inclui transf.E&M)	9,1	7,4	8,2
Outros gastos correntes governo central (OGC)	5,8	8,9	7,3

Nota: *Deflator: deflator implícito do PIB.*

As Tabelas 16 e 17 expõem a notável mudança que ocorreria com o BP brasileiro: depois de ter tido um déficit médio em conta corrente de US\$ 26 bilhões durante 1995/1998 e de US\$ 20 bilhões durante 1999/2002, o Brasil exibiria um superávit médio anual nessa rubrica da ordem de US\$ 1 bilhão durante 2003/2010, em um contexto em que o superávit da Balança Comercial atingiria mais de US\$ 20 bilhões durante vários anos.<sup>14</sup> Nesse ponto, porém, é necessário fazer alguns esclarecimentos, para dar ao fato a sua justa dimensão.

- Boa parte do ajustamento já terá sido feito entre 2001 e 2003, quando o País terá passado de um déficit em conta corrente de US\$ 23 bilhões para outro estimado em apenas US\$ 3 bilhões no ano em curso.
- De 2003 em diante, a maior parte da mudança decorrerá da redução do pagamento de juros relacionado com uma dívida menor, que diminuiria essa rubrica de US\$ 13 bilhões em 2003 para US\$ 7 bilhões no final da projeção.
- Nesse mesmo período, 2004/2010, a soma (Saldo da Balança Comercial + Resultado dos serviços não financeiros + Transferências unilaterais) diminui de um superávit de 3,2% do PIB em 2003 para um menor, de 2,2% do PIB em 2010.<sup>15</sup>
- Parte da melhora do superávit comercial obedece à redução dos gastos com combustíveis e lubrificantes em função da maior produção doméstica e da queda dos preços prevista para 2004.

14 Isso permitiria arcar com o pagamento de parte da dívida externa pública. Os números da linha de Financiamento da Tabela 16 correspondem aos da coluna de Total da Tabela 7.

15 Esse dado é importante porque indica que a mudança de sinal da poupança externa não está exigindo a contrapartida real - na forma de maior redução da absorção doméstica -, que seria necessária se a melhoria do resultado da conta corrente não fosse fruto da diminuição da renda líquida enviada ao exterior.

**Tabela 16**  
**Balço de Pagamentos**  
**(Em US\$ Milhões Correntes)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Balança Comercial	13.126	17.000	19.752	21.580	22.682	23.610	24.339	24.039	23.363
Exportações	60.361	68.000	71.784	76.149	80.779	85.690	90.900	96.427	102.289
Básicos	16.951	20.000	21.216	22.506	23.874	25.326	26.866	28.499	30.232
Semimanufaturados	8.964	11.000	11.669	12.378	13.131	13.929	14.776	15.675	16.628
Manufaturados	33.000	36.000	38.189	40.511	42.974	45.587	48.358	51.298	54.417
Oper. especiais	1.446	1.000	711	754	800	848	900	955	1.013
Importações	47.235	51.000	52.032	54.569	58.097	62.080	66.561	72.388	78.926
Bens de capital	11.592	11.000	11.923	13.106	14.475	15.986	17.656	19.591	21.739
Combust. e lubrificantes	6.301	8.000	6.327	5.626	5.424	5.378	5.506	6.317	7.407
Outros bens	29.342	32.000	33.782	35.836	38.198	40.715	43.398	46.480	49.780
Serviços e rendas	-23.274	-22.500	-23.998	-23.584	-23.350	-23.250	-23.320	-23.760	-24.414
Juros	-13.131	-13.000	-13.353	-12.336	-11.215	-10.116	-9.066	-7.997	-6.955
Receita	2.144	2.000	1.213	1.540	2.145	2.499	3.168	3.953	4.741
Despesa	15.275	15.000	14.566	13.876	13.360	12.615	12.234	11.950	11.696
Lucros e dividendos (líq.)	-5.162	-5.000	-5.480	-5.970	-6.469	-6.978	-7.498	-8.028	-8.568
Outr. serviços não-financ.	-4.981	-4.500	-5.165	-5.278	-5.666	-6.155	-6.755	-7.736	-8.890
Receita	9.870	10.500	11.485	12.184	12.925	13.710	14.544	15.428	16.366
Despesa	14.851	15.000	16.650	17.462	18.591	19.865	21.299	23.164	25.256
Tr. unilaterais (líquid.)	2.390	2.500	2.600	2.704	2.812	2.925	3.042	3.163	3.290
Saldo conta corrente	-7.758	-3.000	-1.646	700	2.144	3.286	4.061	3.442	2.239
Saldo conta capital	12.003	-4.500	5.540	7.985	4.934	10.089	11.649	12.314	13.084
Investim. dir. líquido <sup>a</sup>	8.965	12.000	12.240	12.485	12.734	12.989	13.249	13.514	13.784
Financiamento	3.038	-16.500	-6.700	-4.500	-7.800	-2.900	-1.600	-1.200	-700
Variação reservas <sup>b</sup>	1.957	-7.500	3.894	8.684	7.079	13.375	15.710	15.756	15.323
Estoque capital est. líquido <sup>c</sup>	125.000	137.000	149.240	161.725	174.459	187.448	200.697	214.211	227.996
Dívida externa bruta	210.711	194.211	187.511	183.011	175.211	172.311	170.711	169.511	168.811
Reserv. internac. <sup>d</sup>	37.823	30.323	34.217	42.902	49.980	63.355	79.065	94.821	110.144
Dívida externa líquida	172.888	163.888	153.294	140.109	125.231	108.956	91.646	74.690	58.667
PIB (US\$ milhões correntes.) <sup>e</sup>	452.565	474.627	503.048	535.868	575.537	617.237	662.043	713.590	769.250
Reservas: meses imp. bens <sup>d</sup>	10	7	8	9	10	12	14	16	17
Dívida com FMI	21.484	12.900	8.900	5.900	0	0	0	0	0
Reservas líquidas <sup>f</sup>	16.339	17.423	25.317	37.002	49.980	63.355	79.065	94.821	110.144
Prod. nacional petróleo (Mbd)	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4
Consumo petróleo (Mbd)	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,3	2,5	2,6

<sup>a</sup>Investimento direto (inclui portfólio) mais reinvestimentos, menos investimentos do País no exterior.

<sup>b</sup>(-) = Perda.

<sup>c</sup>Líquido do estoque de capital brasileiro no exterior. Inclui portfólio.

<sup>d</sup>Conceito liquidez internacional.

<sup>e</sup>PIB em US\$ calculado com base na divisão do PIB em R\$ pela taxa de câmbio média de cada ano.

<sup>f</sup>Desconta empréstimos do FMI.

**Tabela 17**  
**Balço de Pagamentos: Indicadores**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Saldo bal. comercial (% PIB)	2,9	3,6	3,9	4,0	3,9	3,8	3,7	3,4	3,0
Exportações bens (% PIB)	13,3	14,3	14,3	14,2	14,0	13,9	13,7	13,5	13,3
Importações bens (% PIB)	10,4	10,7	10,3	10,2	10,1	10,1	10,1	10,1	10,3
Comb. e lubrif. (% PIB)	1,4	1,7	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9	1,0
Outras import. (% PIB)	9,0	9,1	9,1	9,1	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3
Saldo CC (% PIB)	-1,7	-0,6	-0,3	0,1	0,4	0,5	0,6	0,5	0,3
Superávit não financ (% PIB)	2,3	3,2	3,4	3,5	3,4	3,3	3,1	2,7	2,3
Transações unilater. (% PIB)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Outr. serv. não-financ (% PIB)	-1,1	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2
Juros + lucros e divid. (% PIB)	4,0	3,8	3,7	3,4	3,1	2,8	2,5	2,2	2,0
Dív. ext. líquida (% PIB)	38,2	34,5	30,5	26,1	21,8	17,7	13,8	10,5	7,6
Dív. ext. líquida/Exp. bens	2,9	2,4	2,1	1,8	1,6	1,3	1,0	0,8	0,6
Taxa cresc. export. bens (%)	3,7	12,7	5,6	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Tx. cresc. export. básicos (%)	10,5	18,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Tx. cresc. export. semim. (%)	8,7	22,7	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Tx. cresc. export. manuf. (%)	0,3	9,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Taxa cresc. import. bens (%)	-15,0	8,0	2,0	4,9	6,5	6,9	7,2	8,8	9,0
Tx. cr. imp. exc. comb/lubr (%)	-17,0	5,0	6,3	7,1	7,6	7,6	7,7	8,2	8,2
Tx. cr. import. comb. e lubr (%)	0,4	27,0	-20,9	-11,1	-3,6	-0,8	2,4	14,7	17,3

- Embora uma primeira análise possa qualificar a projeção como otimista, dada a magnitude do saldo comercial previsto, é importante registrar que, partindo da hipótese assumida para 2003, nos sete anos do período 2004/2010, as exportações de bens, em US\$, cresceriam 6,0% a.a., e as importações, excluídos combustíveis e lubrificantes, a 7,5% a.a.<sup>16</sup> Essas taxas seriam muito superiores às médias de 4,2% e de **menos** 6,5% a.a. registradas pelas exportações e importações – sem combustíveis e lubrificantes – respectivamente, nos quatro anos do período 1999/2002.

No cenário traçado, a combinação de pagamento parcial da dívida externa bruta por parte do Tesouro Nacional e de uma importante acumulação de reservas a partir de meados da década causa uma forte queda da dívida externa líquida total do País, que cai de 2,9 vezes as exportações de bens em 2002, até um coeficiente de apenas 0,6 em 2010. As reservas internacionais passariam de US\$ 30 bilhões em 2003, para US\$ 110 bilhões no final da década.<sup>17</sup> Esse número pode parecer muito elevado, mas

16 Em termos de períodos de governo e incluindo os resultados esperados para 2003, o aumento das exportações seria de 7,6% a.a. no governo de 2003/2006 e de 6,1% a.a. nos quatro anos do período 2007/2010, ao passo que no caso das importações excluídos combustíveis e lubrificantes, esse aumento seria de 6,5% a.a. e 7,9% a.a., respectivamente, para os mesmos períodos.

17 Isso pode ser coerente com o espírito de uma política de flutuação cambial, se a acumulação de reservas ocorrer no contexto de uma política pré-anunciada de compras diárias de divisas, simetricamente oposta à política de venda da “ração” diária seguida em passado recente, venda essa anunciada para evitar uma desvalorização maior da taxa de câmbio.

quando nos lembramos da magnitude das reservas chinesas ou do valor atualizado pela inflação dos EUA, de aproximadamente US\$ 100 bilhões a preços de 2010, das reservas do Brasil em dólares em meados de 1998, antes da crise da Rússia, o número não chega a ser exagerado. As reservas acumuladas a cada ano na Tabela 16 seriam adquiridas pelo Banco Central, como forma de fortalecer o País para enfrentar eventuais cenários adversos no futuro.<sup>18</sup>

A Tabela 18 indica como se daria o financiamento da expansão requerida do investimento, combinada com o efeito da redução da poupança externa. A contrapartida de ambos os efeitos seria um aumento expressivo da poupança do governo, que cresceria quase seis pontos do PIB nos próximos sete anos. Embora esse cenário só seja viabilizado mediante a manutenção de um superávit primário que inspire confiança para permitir uma queda gradual dos juros, o fato é que toda a variação da poupança viria da redução da despesa de juros das três esferas da administração pública entre 2003 e 2010, de mais de cinco pontos do PIB na soma do governo central e estados e municípios (Tabela 14). A Tabela 19 condensa os principais resultados.

Cabe uma breve reflexão a respeito da tendência de evolução do PIB. Como mostra a Tabela 20, o crescimento anual da renda *per capita* do País durante 1991/2002 – mesmo afetado pela fraca *performance* do PIB em 2001/2002 – foi 1,7 ponto superior à média de 1981/1990. Ou seja, nos anos 1980, a renda *per capita* do brasileiro **encolheu** 0,6% a.a., ao passo que durante 1991/2002 ela  **aumentou** 1,1% a.a.

Mesmo quando se levam em conta os ciclos de governo, nos oito anos das duas gestões do Presidente Cardoso

**Tabela 18**  
**Financiamento do investimento: Preços Correntes**  
**(% PIB)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Investim.-Preços 2002	18,7	18,8	19,3	20,0	20,7	21,5	22,3	23,1	23,9
Invest.-Preços correntes	18,7	18,8	19,3	20,0	20,7	21,5	22,3	23,1	23,9
Poupança-Preços correntes	18,7	18,8	19,3	20,0	20,7	21,5	22,3	23,1	23,9
Poup. externa	1,7	0,6	0,3	-0,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,3
Poup. doméstica	17,0	18,2	19,0	20,1	21,1	22,0	22,9	23,5	24,2
Poup. governo <sup>a</sup>	-2,4	-4,0	-1,8	-1,2	-0,8	-0,2	0,3	0,9	1,6
Poupança privada	19,4	22,2	20,7	21,3	21,9	22,3	22,6	22,6	22,6

<sup>a</sup>Considera 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 (governo central + estados & municípios).

18 Vale lembrar, a propósito, que a Coréia do Sul, que em 1997 tinha apenas US\$ 20 bilhões em reservas, passou a ter mais de US\$ 120 bilhões cinco anos depois, acumulando uma variação de aproximadamente US\$ 100 bilhões em cinco anos (coluna de Antônio Delfim Netto, jornal *Valor Econômico*, 25/3/2003).

**Tabela 19**  
**Síntese dos Principais Resultados**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Principais hipóteses</b>									
Crescimento PIB (%)			3,5	4,0	4,5	4,5	4,5	5,0	5,0
Desvaloriz. nomin. câmbio (%)			4,0	3,0	2,0	1,5	1,0	0,5	0,0
IPCA (%)			6,5	5,5	5,0	4,5	4,0	3,5	3,0
Spread risco-país (%)			6,5	5,5	5,0	4,5	4,0	3,5	3,0
Cresc. comércio mundial (%)			4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>Principais resultados</b>									
<b>Taxa de juros</b>									
Selic nominal bruta (%)	19,2	24,5	18,7	16,6	15,3	13,9	12,6	11,3	10,0
<b>C. nacionais (preços 2003)</b>									
Form. bruta capital fixo (% PIB)	18,7	18,8	19,3	20,0	20,7	21,5	22,3	23,1	23,9
<b>Poupança (% PIB)</b>									
Total	18,7	18,8	19,3	20,0	20,7	21,5	22,3	23,1	23,9
Externa	1,7	0,6	0,3	-0,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,3
Governo	-2,4	-4,0	-1,8	-1,2	-0,8	-0,2	0,3	0,9	1,6
Privada	19,4	22,2	20,7	21,3	21,9	22,3	22,6	22,6	22,6
<b>Emprego</b>									
Taxa desemprego IBGE (%)	11,7	11,7	12,0	11,8	11,3	10,6	10,0	8,9	7,7
<b>Contas públicas (% PIB)</b>									
NFSP	4,6	5,8	3,2	2,8	2,5	2,2	2,0	1,4	0,8
Dívida líquida S. público	56,5	55,0	54,3	53,2	51,8	50,6	49,2	47,2	44,9
<b>Bal. Pgto. (US\$ Milhões)</b>									
Balança comercial	13.126	17.000	19.752	21.580	22.682	23.610	24.339	24.039	23.363
Exportações	60.361	68.000	71.784	76.149	80.779	85.690	90.900	96.427	102.289
Importações	47.235	51.000	52.032	54.569	58.097	62.080	66.561	72.388	78.926
Serviços	-23.274	-22.500	-23.998	-23.584	-23.350	-23.250	-23.320	-23.760	-24.414
T. unilaterais (líquido)	2.390	2.500	2.600	2.704	2.812	2.925	3.042	3.163	3.290
Saldo conta corrente	-7.758	-3.000	-1.646	700	2.144	3.286	4.061	3.442	2.239
Invest. direto (c/portfólio)	8.965	12.000	12.240	12.485	12.734	12.989	13.249	13.514	13.784
Financiamento	3.038	-16.500	-6.700	-4.500	-7.800	-2.900	-1.600	-1.200	-700
Estoque capital estrangeiro	125.000	137.000	149.240	161.725	174.459	187.448	200.697	214.211	227.996
Dívida externa bruta	210.711	194.211	187.511	183.011	175.211	172.311	170.711	169.511	168.811
Reservas internacionais	37.823	30.323	34.217	42.902	49.980	63.355	79.065	94.821	110.144
Dívida externa líquida	172.888	163.888	153.294	140.109	125.231	108.956	91.646	74.690	58.667
PIB (US\$ correntes)	452.565	474.627	503.048	535.868	575.537	617.237	662.043	713.590	769.250
<b>Indicadores externos</b>									
Saldo CC (% PIB)	-1,7	-0,6	-0,3	0,1	0,4	0,5	0,6	0,5	0,3
Dív. ext. líquida/Exportações	2,9	2,4	2,1	1,8	1,6	1,3	1,0	0,8	0,6
Taxa crescimento export. (%)	3,7	12,7	5,6	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Taxa crescimento import. (%)	-15,0	8,0	2,0	4,9	6,5	6,9	7,2	8,8	9,0
Tx. cr. imp. exc. comb/lubr(%)	-17,0	5,0	6,3	7,1	7,6	7,6	7,7	8,2	8,2

**Tabela 20**  
**Brasil: Taxa de Crescimento do PIB – Média Anual**  
**(Em % a.a.)**

Período	Crescimento médio		
	PIB	População	Renda per capita
1981/1990	1,6	2,2	-0,6
1991/2002	2,5	1,4	1,1
1990/1994	1,3	1,9	-0,6
1995/2002	2,3	1,4	0,9
2003/2006/ <sup>P</sup>	3,5	1,3	2,2
2007/2010/ <sup>P</sup>	4,7	1,2	3,5
2003/2010/ <sup>P</sup>	4,2	1,2	3,0

<sup>P</sup> Projeção do trabalho.  
Fonte: IBGE.

(1995/2002) houve uma melhora em relação aos cinco anos da gestão Fernando Collor/Itamar Franco, com a taxa de crescimento da renda *per capita* passando de **menos 0,6%** a.a. durante 1990/1994 para 0,9% a.a. positivo durante 1995/2002. Analogamente, também haveria uma melhora no governo atual, com um incremento de 1,3 ponto percentual anual em relação à gestão de governo anterior, já que a taxa de crescimento da renda *per capita* seria, em média, de 2,2% a.a. durante 2003/2006, voltando a subir durante 2007/2010. O que se quer enfatizar com isso é a idéia de progresso gradual do País, isto é, de um processo de avanços sucessivos, iniciado na década de 1990 e que se espera que venha a ser aprofundado na década atual.

A Tabela 21 ajuda a situar os resultados em perspectiva, mostrando que, em que pese o aparente exagero de se ter um superávit em conta corrente, este, primeiro, seria modesto; segundo, verificaria-se de forma mais acentuada apenas na gestão de governo 2007/2010, já que na média de 2003/2006 ainda não haveria superávit; e terceiro, seria coerente com uma redução das transferências reais ao exterior, dado que resultaria basicamente de uma redução da despesa de juros.

**Tabela 21**  
**Resultado em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos**  
**(Em % PIB)**

Composição	1999/2002	2003/2006	2007/2010
Balança Comercial (A)	0,8	3,9	3,5
Outros serviços reais (B)	-1,3	-1,0	-1,1
Transferências unilaterais (C)	0,4	0,5	0,5
(D) = (A) + (B) + (C)	-0,1	3,4	2,9
Juros + lucros/dividendos (E)	-3,6	-3,5	-2,4
Total (F) = (D) + (E)	-3,7	-0,1	0,5
Memo: import. comb. e lubrif.	1,1	1,2	0,9

Fonte: para 1999/2002, Banco Central; para 2003/2006, Tabela 17.

## 6. Cenários Alternativos

Na elaboração de cenários alternativos, na Tabela 22, optamos por escolher alguns parâmetros específicos para modificá-los e avaliar isoladamente a repercussão sobre algumas das principais variáveis em relação às quais a influência desses parâmetros é mais importante. Embora seja válido alegar que a mudança de um parâmetro modifica, por sua vez, outras hipóteses, preferimos nos limitar a alterar apenas um dado de entrada, para poder identificar com mais precisão os efeitos diretos da alteração. Por motivos de espaço, selecionamos os principais resultados afetados, em vez de apresentar cada uma das tabelas de resultados de cada cenário individualmente considerado.

Considerando o cenário básico como sendo o de número 1, o Cenário 2 se caracteriza por um maior crescimento das despesas do INSS, de 6% a.a. em vez de 4% a.a. do primeiro cenário. O Cenário 3, por sua vez, incorpora hipóteses mais pessimistas acerca do desempenho exportador, com o crescimento real do comércio mundial se dando a uma taxa média de 2% a.a. em vez dos 4% a.a. até agora utilizados como hipótese. No quarto cenário, assume-se um crescimento do PIB 1% inferior, a cada ano, em relação ao adotado, começando por 2,5% em vez de 3,5% em 2004 e assim sucessivamente. Por último, no Cenário 5, em vez de uma elasticidade unitária das importações de bens de capital em relação à formação bruta de capital fixo e das demais importações excluídos combustíveis e lubrificantes em relação ao PIB, que caracterizam o cenário básico – e também os de números 2 a 4 – assumiu-se uma elasticidade de 1,5 em nos dois casos.

Intuitivamente, espera-se que no Cenário 2 o maior crescimento das despesas previdenciárias, para um dado nível de superávit primário, estreite o espaço para os demais gastos. No Cenário 3, o menor crescimento das exportações estaria associado a um horizonte menos ameno quanto à trajetória de

**Tabela 22**  
**Cenários Alternativos: Hipóteses**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Cenário 2</b>							
Crescimento INSS (%)	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
<b>Cenário 3</b>							
Cresc. comércio mundial (%)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Cenário 4</b>							
Crescimento PIB (%)	2,5	3,0	3,5	3,5	3,5	4,0	4,0
<b>Cenário 5</b>							
Elasticidade das importações <sup>a</sup>	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5

<sup>a</sup>Refere-se tanto à elasticidade das importações de bens de capital em relação à formação bruta de capital fixo como à das demais importações excluídos combustíveis e fertilizantes em relação ao PIB.

solvência dos indicadores de dívida externa. Já no Cenário 4, com menor crescimento, dado que, por hipótese, os gastos com pessoal e as despesas do INSS crescem a uma taxa predeterminada, sobrariam menos recursos para a variável OGC, da mesma forma que no Cenário 2, enquanto, em contrapartida, o superávit comercial seria maior, dado o menor dinamismo da economia. Finalmente, no Cenário 5, o maior crescimento das importações no bloco do setor externo implicaria resultados da conta corrente piores que os do cenário básico. Os principais resultados são mostrados na Tabela 23.

No Cenário 2, o maior espaço ocupado pela despesa previdenciária no Orçamento comprime as demais despesas, de modo que no conjunto dos sete anos da projeção 2004/2010, o OGC teria uma **queda** real acumulada de 6%, contra um crescimento real de 25% no cenário básico.

No Cenário 3, em face de menor expansão das exportações, em 2010 o déficit em conta corrente seria de 2,0% do PIB e a relação Dívida externa líquida/PIB, de 1,4 – piores que o superávit de 0,3% do PIB e o nível de 0,6 do citado coeficiente na mesma data no cenário básico. Entretanto, o fato de este último indicador de solvência ser claramente melhor mesmo no Cenário 3, em comparação com o endividamento externo do ano-base de 2003, dá certa tranqüilidade no sentido de que, ainda com um cenário menos favorável, as perspectivas do setor externo parecem ser bastante promissoras.

No Cenário 4, com menor crescimento do PIB, o resultado positivo em conta corrente é ainda maior que no cenário básico, a ponto de o País quitar toda a sua dívida externa líquida. Em contrapartida, a combinação de gastos rígidos com pessoal e INSS e a meta de superávit primário forçam uma **queda** real acumulada

**Tabela 23**  
**Cenários Alternativos: Resultados**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Cenário 2</b>							
Crescimento real OGC (%)	2,3	-5,9	-5,4	-6,3	0,1	5,0	6,1
<b>Cenário 3</b>							
Resultado conta corrente (% PIB)	-0,7	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-1,5	-2,0
Dív. externa líquida/Export. bens	2,2	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4
<b>Cenário 4</b>							
Resultado conta corrente (% PIB)	-0,1	0,7	1,3	1,7	2,1	2,3	2,5
Dív. externa líquida/Export. bens	2,1	1,8	1,4	1,1	0,7	0,4	0,0
Dívida líquida setor público (%PIB)	54,8	54,2	53,5	52,9	52,2	50,9	49,2
Crescimento real OGC (%)	1,6	-6,4	-5,7	-6,4	0,1	4,9	6,2
<b>Cenário 5</b>							
Resultado conta corrente (% PIB)	-0,6	-0,4	-0,5	-0,8	-1,1	-1,7	-2,4
Dív. externa líquida/Export. bens	2,2	1,9	1,7	1,5	1,3	1,2	1,2

---

da variável OGC de 6% durante 2004/2010, em contraste com o citado incremento de 25% do cenário básico.

Finalmente, no Cenário 5, a maior pressão das importações continua gerando um déficit em conta corrente em 2010, de 2,4% do PIB. Entretanto, cabe ressaltar que esse é um déficit moderado, não significativamente superior ao registrado em 2002 e que, mesmo nesse cenário, o coeficiente de endividamento externo sobre as exportações continuaria caindo de forma contínua. Naturalmente, porém, a perspectiva relativamente otimista no que tange o setor externo, que parece ser comum aos diversos cenários, está estreitamente associada à hipótese de taxa de câmbio assumida no trabalho e à idéia de que seria possível: i) reduzir a exposição em títulos cambiais; ii) pagar parte da dívida externa pública; e/ou iii) ter uma política de acumulação de reservas internacionais.

## **7. Conclusões**

A base da continuidade das incertezas macroeconômicas nos últimos anos no Brasil esteve ligada ao fato de que, apesar da desvalorização ocorrida desde 1999 e do expressivo aumento do superávit primário, o déficit em conta corrente continuou sendo superior a US\$ 20 bilhões, ficando na média em US\$ 24 bilhões durante 1999/2001; e a dívida pública, expressa como proporção do PIB, manteve até 2002 a trajetória de aumento verificada desde 1995. O cenário aqui traçado, baseado na continuidade das linhas gerais da política econômica atual, está associado a uma estratégia macroeconômica de conservação da austeridade fiscal e superação da vulnerabilidade externa, que dissipou definitivamente tais temores.

No campo fiscal, o objetivo seria gerar um superávit primário significativo, ainda que possa ser ligeiramente declinante com o passar do tempo. No cenário básico com que trabalhamos, o superávit médio de 2004/2010 seria de 3,7% do PIB (Tabela 24). Isso permitiria reduzir gradativamente a taxa de juros real e, combinando superávits primários expressivos com redução da despesa de juros, caminhar na direção da redução significativa do déficit nominal até o final do período, com queda da dívida pública de 57% do PIB em 2002, para menos de 45% do PIB em 2010; e das NFSP, de 5% do PIB em 2002 para 1% do PIB em 2010.

A Tabela 24 dá uma idéia, porém, da dimensão do desafio. Note-se que a taxa de juros real Selic do governo 2003/2006 seria, em média, similar à observada durante 1999/2002, ou seja, de 10/11% a.a. Isso, por sua vez, causaria uma despesa de juros ainda bastante onerosa, que exigiria, para poder reduzir as NFSP,

**Tabela 24**  
**Situação Fiscal: Comparação entre Períodos**

<i>Variável</i>	<i>1999/2002</i>	<i>2003/2006</i>	<i>2007/2010</i>
Taxa de juros real (% a.a.) <sup>a</sup>	10,2	11,1	7,9
Juros nominais (% PIB)	8,0	7,7	5,0
Superávit primário (% PIB)	3,6	4,1	3,4
NFSP (% PIB)	4,4	3,6	1,6

<sup>a</sup>*Selic. Deflator: IPCA.*

Fonte: para 1999/2002, Banco Central; para 2003/2010, Tabela 14.

um superávit primário razoavelmente superior em 2003/2006 em relação ao resultado médio do governo anterior (1999/2002).

Em outras palavras, o governo terá que fazer um duplo esforço de austeridade, conservando uma política monetária ainda apertada – embora possa ser gradualmente relaxada – durante 2003/2006, ao mesmo tempo em que redobra os esforços de austeridade. Mais ainda: o crescimento médio real do gasto primário total do governo central, de apenas 0,5% a.a. durante 2003/2006, marcaria um significativo contraste com a expansão real de 5,0% a.a. registrada nos quatro anos da segunda gestão Cardoso. É exatamente esse desempenho que, no exercício desenvolvido, permitiria diminuir o gasto primário total do governo central – incluindo transferências a estados e municípios – de 21,7% do PIB em 2002 para 19,3% do PIB em 2006 e 18,6% do PIB em 2010.<sup>19</sup> A dificuldade de conciliar essa realidade com as demandas da opinião pública requer que os gastos sejam administrados com extremo rigor para poder realizar as políticas sociais, sem prejuízo do cumprimento dos objetivos ligados ao equilíbrio macroeconômico.

No campo externo, em um cenário externo hostil, a continuidade do ajuste do BP iria se processar natural e endogenamente através da taxa de câmbio, como vimos em 2002. Entretanto, nosso cenário-base é outro, em que a continuidade dos bons resultados macroeconômicos do País em 2003 e 2004 abra espaço para a retomada do interesse na realização de empréstimos ao País. A hipótese aqui assumida é de que, contrariamente a outras ocasiões em que o País foi passivo diante desse interesse, as autoridades – seguindo a orientação do Presidente da República, diversas vezes manifestada durante a campanha eleitoral, de diminuir a vulnerabilidade externa da economia – adotarão medidas tendentes a evitar uma apreciação significativa da taxa de câmbio real. Isso converteria em permanentes os ganhos obtidos recentemente no comércio externo, possibilitando a mudança de sinal da balança em conta corrente do BP, que se tornaria superavitária.

<sup>19</sup> Vale ressaltar que ele cairia para 20,1% do PIB já em 2003, quando o gasto primário total sofreria uma contração real de 6% (Tabela 14) que é inteiramente coerente com as previsões oficiais associadas à reprogramação orçamentária feita já pelo novo governo.

---

Embora esse fato possa chocar quem se acostumou aos elevados déficits em conta corrente registrados nos últimos anos, note-se que a Tabela 17 mostra um saldo da Balança Comercial no final da projeção, expresso como proporção do PIB, 0,6% do PIB inferior ao verificado no ano-base de 2003, sinal de que não estamos trabalhando com resultados excessivamente ambiciosos para o setor externo. Basicamente, o que ocorre é que, da mesma forma que um processo de endividamento gera um crescimento do tipo “bola de neve” da despesa com juros, um ambiente de gradual redução da dívida externa líquida permitiria diminuir a despesa externa de juros em US\$ 6 bilhões entre 2003 e 2010. Isso, somado ao simples crescimento do valor em dólares do superávit comercial – algo perfeitamente normal em se considerando a dimensão do saldo em 2003 e a expansão tanto das exportações como das importações – levaria a um “delta” de variação da conta corrente de US\$ 5 bilhões entre o começo e o final da projeção. Nesse contexto, a razão Dívida externa líquida/Exportações de bens, que chegou a atingir 3,9 em 1999 e já caiu para 2,9 em 2002, diminuiria mais ainda, para apenas 0,6 em 2010.

Para concluir, há um conjunto de ressalvas, porém, que gostaríamos de ressaltar e que irão condicionar a possibilidade de sucesso de uma estratégia como a que foi explicada.

- a) O fato de a estratégia exigir uma taxa de câmbio que não seja excessivamente apreciada gera pressões inflacionárias que terão que ser combatidas pelo Banco Central mediante uma política monetária bastante dura ainda durante algum tempo. Esse é um elemento essencial para que as premissas assumidas acerca do declínio da inflação possam se verificar, a estabilidade macroeconômica não seja comprometida e o País possa alcançar a categoria de “grau de investimento” (*investment grade*) até o final da década.
- b) Como a taxa de crescimento do PIB durante 2003/2006 ainda seria relativamente modesta, atingindo em média 3,5% a.a., o desemprego continuará sendo um problema importante nos próximos anos, só diminuindo a partir de meados da década, apesar de o crescimento do emprego ser, em média, de 2,8% a.a. durante 2003/2010. Em outras palavras, o governo terá que ter capacidade para conseguir o apoio da opinião pública e do Congresso Nacional para as suas políticas, em que pese o fato de que a taxa de desemprego – na nova medida adotada pelo IBGE desde o final de 2002 – continuará provavelmente a ser superior a 10% do PIB provavelmente até perto do final da década.
- c) No cenário traçado, que contempla uma redução gradual da CPMF, a variável “Outros gastos correntes do governo central” (OGC) teria uma queda real acumulada entre 2003 e 2006, a não ser que o governo prorrogue

---

a CPMF nos moldes atuais. Isso significa que os gastos não associados aos programas sociais terão que ser rigidamente contidos, o que configura um cenário positivo para o País em termos de superação dos seus problemas, mas de grande rigidez orçamentária para a maioria dos ministérios.

- d) Para que a queda do risco-país e da taxa de juros se processe na velocidade prevista, é essencial que o Brasil continue a trilhar o caminho da aprovação das reformas que vem sendo seguido desde 1995 e que, espera-se, tenha novos desdobramentos no governo atual, com a aprovação das reformas previdenciária e tributária e da autonomia operacional do Banco Central. Essas reformas deverão dar maior estabilidade ao País, aprofundando o esforço de construção institucional (*institutional building*) essencial para que determinadas políticas sejam entendidas como políticas de Estado e não do governo A ou B.
- e) Nessa mesma linha, ainda que as possibilidades de êxito de uma estratégia baseada na continuidade da repetição de bons resultados fiscais primários sejam grandes, em nossa opinião, a estratégia se veria reforçada se, como parte desse esforço de consolidação institucional, o governo enviasse ao Congresso Nacional uma proposta de lei definindo um piso legal **permanente** – expresso como percentual do PIB – para o superávit primário do governo central. Embora para alguns isso possa não passar de um simples ato formal, cremos que a força desse compromisso traria repercussões muito positivas em termos da imagem do País, sinalizando o caráter duradouro do ajustamento fiscal e a necessidade de que, não apenas no presente como também no futuro, iniciativas tendentes a elevar o gasto público deverão ter como contrapartida a adoção de cortes compensatórios e/ou de aumento dos tributos e não a solução fácil da redução da meta de superávit primário.
- f) O cenário básico adotado se apóia criticamente na hipótese de que o piso previdenciário acompanhará a inflação.<sup>20</sup> Entretanto, se a promessa de dobrar o poder aquisitivo do salário mínimo entre 2002 e 2006 se traduzir na elevação em igual proporção desse piso, estaríamos lidando com uma pressão extra, por nós estimada em aproximadamente 2,5% do PIB, da despesa do INSS, com efeitos poderosos sobre o gasto total e sobre as expectativas. Nesse sentido e se for mantida a referida promessa, uma alternativa que poderia ser

---

20 A hipótese de aumento real de 4% a.a. da despesa do INSS se explica pelo crescimento esperado do número de aposentados e pensionistas que recebem benefícios do referido órgão.

---

estudada é a desvinculação do piso previdenciário em relação ao salário mínimo. Essa proposta poderia ser defendida conceitualmente considerando que: i) seria uma forma de possibilitar aos trabalhadores da ativa um ganho salarial importante, sem prejudicar as contas públicas; e ii) é inteiramente correto preservar o valor real das aposentadorias, mas uma coisa é ter esse objetivo e outra muito diferente é elevar o valor real dessas aposentadorias, o que não ocorre em nenhum outro país do mundo.

## **Referências Bibliográficas**

ALÉM, ANA CLÁUDIA *et alii*. *Cenário macroeconômico*. Rio de Janeiro: BNDES, maio, 1997 (Texto para Discussão, 56).

GIAMBIAGI, FABIO. *Um cenário normativo para a economia brasileira com reforma tributária e controle do gasto público: 2003/10*. Rio de Janeiro: BNDES, fev. 2002 (Texto para Discussão, 92).

\_\_\_\_\_. *Perspectivas para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: BNDES, dez. 1999 (Texto para Discussão, 74).

PASTORIZA, FLORINDA, GIAMBIAGI, Fabio. *Modelo de consistência macroeconômica*. Rio de Janeiro: BNDES, jan. 1997 (Texto para Discussão, 52).

---

## **TEXTOS PARA DISCUSSÃO do BNDES**

- 81 **RETORNO DOS NOVOS INVESTIMENTOS PRIVADOS EM CONTEXTOS DE INCERTEZA: UMA PROPOSTA DE MUDANÇA DO MECANISMO DE CONCESSÃO DE RODOVIAS NO BRASIL – José Claudio Linhares Pires e Fabio Giambiagi – julho/2000**
- 82 **REMUNERAÇÃO POR GÊNERO NO MERCADO DE TRABALHO FORMAL: DIFERENÇAS E POSSÍVEIS JUSTIFICATIVAS – Marcelo Ikeda – setembro/2000**
- 83 **FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES: CARACTERÍSTICAS E ENFOQUE REGULATÓRIO – José Claudio Linhares Pires e Adely Branquinho das Dores – outubro/2000**
- 84 **COMO A INDÚSTRIA FINANCIA O SEU CRESCIMENTO: UMA ANÁLISE DO BRASIL PÓS-PLANO REAL – Maurício Mesquita Moreira e Fernando Pimentel Puga – outubro/2000**
- 85 **O CENÁRIO MACROECONÔMICO E AS CONDIÇÕES DE OFERTA DE ENERGIA ELÉTRICA NO BRASIL – José Claudio Linhares Pires, Joana Gostkorzewick e Fabio Giambiagi – março/2001**
- 86 **AS METAS DE INFLAÇÃO: SUGESTÕES PARA UM REGIME PERMANENTE – Fabio Giambiagi e José Carlos Carvalho – março/2001**
- 87 **A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA DE PRIVATIZAÇÃO: O QUE VEM A SEGUIR? – Armando Castelar Pinheiro – novembro/2000**  
**THE BRAZILIAN PRIVATIZATION EXPERIENCE: WHAT'S NEXT? – Armando Castelar Pinheiro – November/2000**
- 88 **SEGMENTAÇÃO E USO DE INFORMAÇÃO NOS MERCADOS DE CRÉDITO BRASILEIROS – Armando Castelar Pinheiro e Alkimar Moura – fevereiro/2001**  
**SEGMENTATION AND THE USE OF INFORMATION IN BRAZILIAN CREDIT MARKETS – Armando Castelar Pinheiro and Alkimar Moura – February/2001**
- 89 **À PROCURA DE UM CONSENSO FISCAL: O QUE PODEMOS APRENDER DA EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL? — Fabio Giambiagi – março/2001**
- 90 **A BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA: DESEMPENHO NO PERÍODO 1997-2000 – Maurício Serrão Piccinini e Fernando Pimentel Puga – setembro/2001**
- 91 **O BRASIL NA DÉCADA DE 90: UMA TRANSIÇÃO BEM-SUCEDIDA? – Armando Castelar Pinheiro, Fabio Giambiagi e Maurício Mesquita Moreira – novembro/2001**  
**BRAZIL IN THE 1990s: A SUCCESSFUL TRANSITION? – Armando Castelar Pinheiro, Fabio Giambiagi and Maurício Mesquita Moreira – November/2001**
- 92 **UM CENÁRIO NORMATIVO PARA A ECONOMIA BRASILEIRA COM REFORMA TRIBUTÁRIA E CONTROLE DO GASTO PÚBLICO: 2003/10 – Fabio Giambiagi – fevereiro/2002**
- 93 **DO DÉFICIT DE METAS ÀS METAS DE DÉFICIT: A POLÍTICA FISCAL DO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO – 1995/2002 – Fabio Giambiagi – abril/2002**
- 94 **RESTRICÇÕES AO CRESCIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA: UMA VISÃO DE LONGO PRAZO – Fabio Giambiagi – maio/2002**
- 95 **A LOCALIZAÇÃO DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA NAS ÚLTIMAS TRÊS DÉCADAS – Filipe Lage de Sousa – agosto/2002**
- 96 **O APOIO FINANCEIRO ÀS MICRO, PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS NA ESPANHA, NO JAPÃO E NO MÉXICO – Fernando Pimentel Puga – agosto/2002**
- 97 **AS PERSPECTIVAS DO SETOR ELÉTRICO APÓS O RACIONAMENTO – José Claudio Linhares Pires, Fabio Giambiagi e André Franco Sales – outubro/2002**
-

---

**BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social**

Av. República do Chile, 100  
20031-917 - Rio de Janeiro - RJ  
Tel.: (21) 2277-7447  
Fax: (21) 2240-3862

**Escritórios**

**Brasília**

Setor Bancário Sul - Quadra 1 - Bloco J  
Ed. BNDES/13º andar  
70076-900 - Brasília - DF  
Tel.: (61) 322-6251  
Fax: (61) 225-5510

**São Paulo**

Av. Presidente Juscelino Kubitschek, 510/5º andar  
Vila Nova Conceição  
04543-906 - São Paulo - SP  
Tel.: (11) 3471-5100  
Fax: (11) 3044-9800

**Recife**

Rua Antonio Lumack do Monte, 96/6º andar  
51020-350 - Recife - PE  
Tel.: (81) 3465-7222  
Fax: (81) 3465-7861

**Internet**

[www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)

---