

# Déficit Nominal Pode Ser Zerado em Até Dois Anos

Ana Claudia Alem\*

4 de julho de 2007

## Introdução

A revisão da metodologia de cálculo do Produto Interno Bruto (PIB) feita pelo IBGE, em março de 2007, teve impactos indiretos sobre uma série de variáveis econômicas fundamentais, entre as quais a relação dívida pública líquida/PIB.

O aumento do denominador contribuiu para a tendência de redução desse indicador, que já vinha desde 2003.<sup>1</sup>

Aproveitando a oportunidade, o objetivo deste informe é analisar a evolução recente da relação dívida pública líquida/PIB, bem como suas perspectivas para os próximos anos.

## A Evolução Recente da Dívida Pública

A assinatura do acordo com o FMI em 1998 marcou o início de uma mudança na condução da política fiscal no Brasil. O maior controle das contas públicas passou a ser visto como indispensável para a obtenção de credibilidade e consolidação de uma trajetória de crescimento sustentada ao longo do tempo. A necessidade de redução da relação dívida pública líquida/PIB tornou-se uma prioridade. Desde que se comprometeu com

---

\* Assessora da Presidência do BNDES.

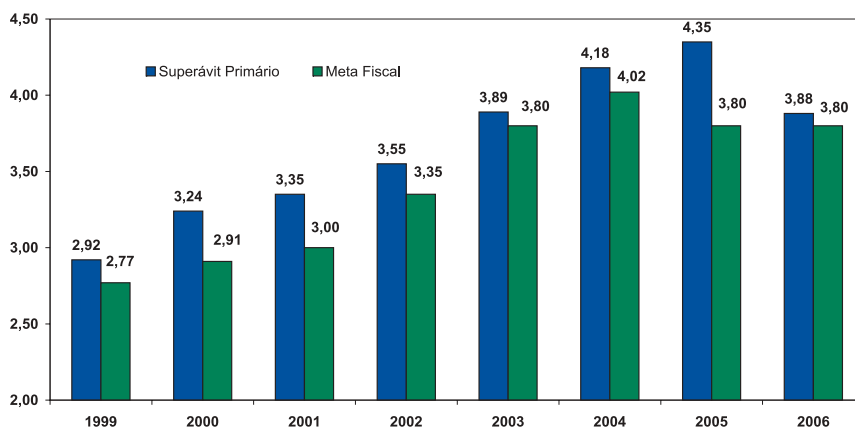
<sup>1</sup> Utiliza-se o conceito de setor público consolidado, que inclui o governo central, os estados, os municípios e as empresas estatais das três esferas de governo.

resultados fiscais com o FMI em 1998, o Brasil superou ano após ano as metas de resultado primário (ver Gráfico 1).

Os altos superávits primários combinados com a retomada da trajetória de crescimento – principalmente a partir de 2004 – foram os principais fatores explicativos da significativa redução da relação dívida pública/PIB nos últimos anos: de 52,4%, em 2003, para o valor de 44,9% do PIB, no final de 2006 (Gráfico 2). Além disso, outros dois fatores também contribuíram para esse resultado. O primeiro foi a apreciação do real frente ao dólar, que resultou em uma expressiva redução da dívida externa pública. O segundo foi a queda significativa da participação dos títulos indexados ao dólar no total do endividamento público.

A Tabela 1 mostra a evolução da dívida pública líquida sobre o PIB, discriminando os fatores que contribuíram para seu aumento e para sua redução ao longo dos últimos anos. O que chama a atenção é que, apesar do registro de altos superávits primários, o setor público consolidado continuou apresentando déficits no conceito nominal, que inclui o pagamento dos juros sobre a dívida. O nível das taxas de juros no Brasil tem se mantido muito alto, o que prejudica diretamente a condução das contas

**Gráfico 1**  
**Superávit Primário e Metas Fiscais (em % do PIB)\***

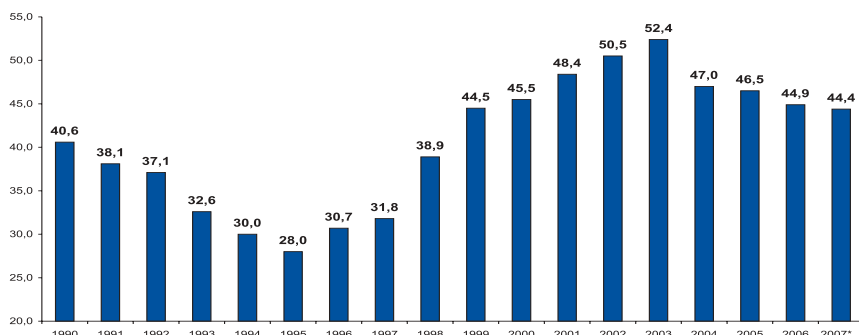


Fonte: Banco Central do Brasil.

\*Os dados estão ajustados pelos novos valores do PIB divulgados pelo IBGE em março de 2007.

## Gráfico 2

### Dívida Líquida do Setor Público (em % do PIB)\*



Fonte: Banco Central do Brasil.

\*Até abril.

## Tabela 1

### Dívida Pública Líquida Frente ao PIB (em %)

Discriminação	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Fatores que contribuíram para:</b>											
<b>1) O aumento do indicador</b>											
Pagamento de Juros nominais	5,0	4,5	6,9	7,5	6,3	6,3	6,5	8,3	6,3	7,3	6,7
Déficit primário	0,1	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Crescimento do PIB	-	-	-	-	-	-	-	0,1	-	-	-
Outros*	1,8	-	0,9	6,4	0,5	4,0	9,1	-	-	-	-
<b>2) A redução do indicador</b>											
Crescimento do PIB	4,2	2,9	0,7	5,7	2,8	4,3	10,6	-	7,5	2,6	4,3
Superávit primário	-	-	-	2,7	3,1	3,2	3,0	3,8	4,0	4,3	3,8
Outros*	-	1,3	-	-	-	-	-	2,7	0,2	0,8	0,2
<b>Variação da dívida no ano: (1) - (2)</b>	<b>2,7</b>	<b>1,1</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>-5,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,5</b>
<b>Dívida líquida total – saldo</b>	<b>30,7</b>	<b>31,8</b>	<b>38,9</b>	<b>44,5</b>	<b>45,5</b>	<b>48,4</b>	<b>50,5</b>	<b>52,4</b>	<b>47,0</b>	<b>46,5</b>	<b>44,9</b>

Fonte: Banco Central do Brasil.

\*Inclui ajustes cambiais e patrimoniais.

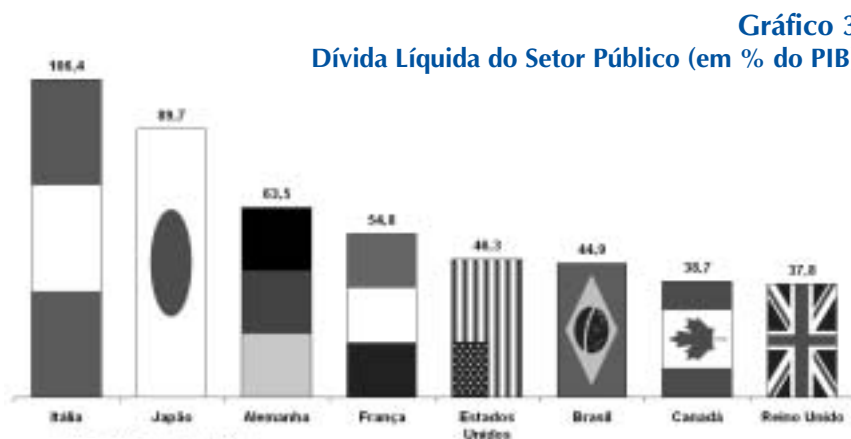
públicas. Os elevados superávits primários conquistados ano a ano têm sido largamente superados pelas despesas com o pagamento dos juros.

Em 2003, quando a dívida pública como proporção do PIB atingiu o maior valor, de 52,4%, a despesa com juros foi de 8,3%, bem acima do expressivo superávit primário de 3,8%. Ainda que as taxas de juros básicas tenham iniciado uma trajetória de queda contínua a partir de agosto de 2005, as despesas com o serviço da dívida continuaram elevadas. Em 2006, os pagamentos dos juros contribuíram com 6,7 pontos percentuais para o total da dívida líquida como proporção do PIB. Apesar disso, o indicador apresentou uma queda de 1,5 ponto percentual graças, em grande medida, ao efeito do crescimento do PIB e do superávit primário, que, juntos, contribuíram com 8,1 pontos percentuais para a redução da relação dívida pública líquida/ PIB naquele ano.

### O Perfil da Dívida Pública Líquida Brasileira

As evidências internacionais mostram que é mais importante se analisar o perfil do endividamento do que propriamente o tamanho da dívida pública. O perfil do endividamento se define por: i) o custo da dívida; ii) a composição da dívida; e iii) a maturidade (o prazo de vencimento).

O Gráfico 3 mostra a relação dívida pública líquida/PIB em 2006 para vários países, entre os quais o Brasil. Como se



Fontes: FMI e Banco Central do Brasil.

nota, a dívida brasileira estava longe de ser a maior do mundo. Vale destacar, também, que era inferior à dívida dos Estados Unidos (EUA).

Se a principal questão fosse o tamanho relativo, seria de esperar que, em um país como a Itália, a principal questão econômica em debate fosse sua dívida pública, que foi de 106,4% do PIB. Entretanto, como se sabe, esse não é o caso. Como se explica, então, que no Brasil uma dívida pública tão menor seja motivo de tanta preocupação? A resposta está no perfil de nossa dívida, que, apesar de já ter melhorado significativamente, ainda é desfavorável na comparação internacional. Isso se deve, em primeiro lugar, ao seu custo elevado para os padrões internacionais. Apesar de os juros estarem em uma trajetória de queda, o Brasil segue liderando nesse “quesito” em termos mundiais (ver Tabela 2).

A comparação dessa tabela com o Gráfico 3 desmente uma eventual interpretação de que os juros no Brasil seriam altos em

**Tabela 2**  
**Juros Internacionais em 2006 (em % ao ano)**

Países	Juros Nominais	Inflação	Juros Reais
Brasil	13,2	3,1	9,8
Turquia	17,5	9,7	7,1
México	7,3	4,1	3,1
Colômbia	7,4	4,5	2,8
Chile	5,4	2,6	2,7
França	3,9	1,6	2,2
EUA	5,3	3,2	2,0
Alemanha	3,7	1,7	2,0
Canadá	4,0	2,0	2,0
Itália	4,0	2,2	1,8
Japão	1,7	0,2	1,5
Reino Unido	4,5	3,2	1,3
Argentina	8,0	9,8	-1,6
Rússia	5,0	9,0	-3,7

Fonte: International Financial Statistics (IFS)/FMI.

razão do tamanho da dívida: na Itália, onde o endividamento foi de 106% do PIB em 2006, os juros nominais e reais registraram taxas de 4,0% e 1,8%, respectivamente, muito inferiores às brasileiras. Essa observação vale também para todos os outros países incluídos no gráfico, que, em 2006, apresentaram uma dívida pública como percentagem do PIB maior do que a do Brasil e praticaram juros expressivamente inferiores aos brasileiros.

Em segundo lugar, a dívida pública brasileira continua com alta participação de títulos pós-fixados, que foi da ordem de 47% em abril de 2007 (último dado disponível).<sup>2</sup> A elevada participação de títulos pós-fixados torna instável a evolução da dívida pública, fazendo-a vulnerável às flutuações da política monetária. A inexistência de uma separação entre o mercado de títulos públicos e o mercado monetário faz com que as decisões do Banco Central na condução da política monetária afetem diretamente o custo da dívida. Ou seja, em uma trajetória de aumento das taxas de juros, há um expressivo encarecimento do serviço da dívida pública. A cada aumento da Over/Selic, a despesa com os juros nominais sobre a dívida aumenta significativamente. Nos mercados mais avançados, os títulos públicos estão basicamente sujeitos a taxas fixas ou a índices de preços, nunca a taxas de juros do mercado monetário.

Além disso, em que pesem os esforços de alongamento da dívida pública brasileira, seu vencimento ainda é altamente concentrado no curto/médio prazo.<sup>3</sup> O vencimento a curto prazo dos títulos dá aos credores a oportunidade de reverem a composição de suas carteiras e optarem, conforme as circunstâncias, pela combinação de maior rentabilidade. A escolha por títulos prefixados ou indexados a índices de preços é feita principalmente quando os agentes esperam a queda da

---

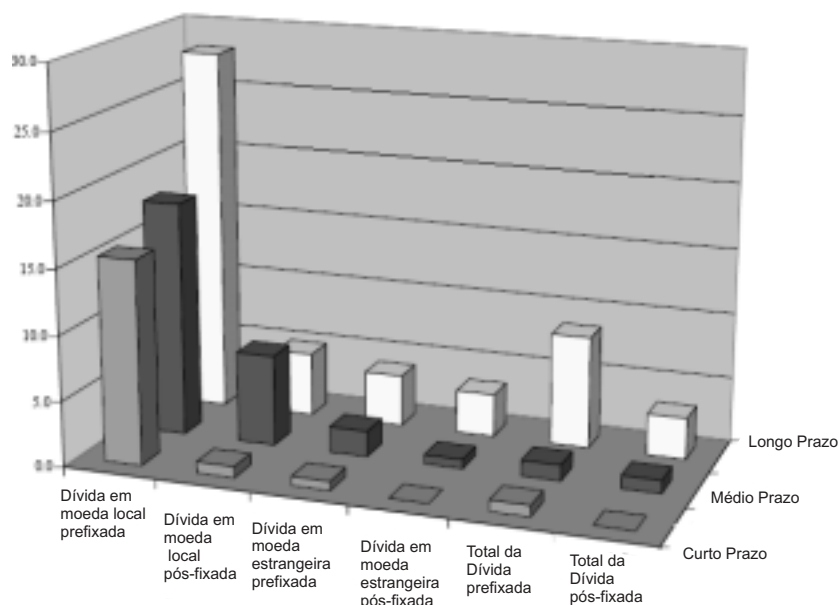
<sup>2</sup> Ver a tabela XXXIX da Nota para a Imprensa de Política Fiscal, do Banco Central, divulgada em 19/06/07.

<sup>3</sup> O curto prazo corresponde a vencimentos de um ano ou menos, o médio, entre um e cinco anos, e o longo prazo corresponde a uma maturidade de mais de cinco anos.

taxa de juros ou quando a expectativa de rentabilidade é atraente frente à expectativa de evolução da taxa Selic. Nesse momento, isso vem acontecendo: a própria trajetória de queda dos juros tem incentivado o aumento da demanda por títulos prefixados e indexados aos índices de preços.

Segundo o Banco Central, o prazo médio dos títulos emitidos pelo Tesouro foi de 32,69 meses, em abril de 2007. O Gráfico 4 mostra a composição e maturidade média da dívida pública interna de países selecionados. A experiência

**Gráfico 4**  
**Composição e Maturidade da Dívida Pública Líquida Interna – Países Selecionados (em % do total da dívida pública líquida interna)\***



Fonte: Jeanne e Guscina (2006): *Government debt in emerging market countries: a new data*, Sep., IMF WP/06/98.

\*Média do período 1980-2002: para as economias em transição, dados disponíveis apenas a partir do início dos anos 1990, e para os países desenvolvidos, média do período 1980-1996. Os países incluídos na amostra foram: Argentina, Brasil, Canadá, Chile, China, Colômbia, República Tcheca, França, Hungria, Índia, Israel, Indonésia, Japão, Coreia do Sul, Malásia, México, Filipinas, Polônia, Rússia, Tailândia, Turquia, EUA, Reino Unido e Venezuela.

internacional contrasta com a brasileira: grande parte da dívida pública é prefixada e de média e longa duração.

## Perspectivas para os Próximos Anos

Em anexo, apresentam-se três cenários de evolução da dívida pública líquida como proporção do PIB ( $R_{Div/PIB}$ ), de 2007 a 2010. A trajetória de  $R_{Div/PIB}$  é determinada principalmente pela taxa real de juros, pelo crescimento do PIB e pelo superávit primário. Quanto menor a taxa de juros real, maior o crescimento da economia, e maior o superávit primário, maior será a queda da relação dívida pública/PIB.

A explicitação dessa equação é importante porque demonstra o caráter dinâmico da relação dívida pública/PIB, que muitas vezes parece ser ignorado no debate fiscal. A redução do endividamento como proporção do PIB não depende apenas do aumento do superávit primário. Pelo contrário, uma queda mais acelerada da taxa real de juros e um aumento da taxa de crescimento da economia podem permitir até mesmo uma redução das exigências de superávit primário.

Além disso, tudo o mais constante, quanto maior o PIB, menor será  $R_{Div/PIB}$ . Para que haja uma queda da relação dívida pública/PIB, basta que o denominador cresça mais que o numerador. Assim, a dívida pública líquida e o PIB podem crescer, e, mesmo assim, haver uma redução da relação entre as duas variáveis.

O cenário “pessimista” mostra que o tão “sonhado” déficit nominal zero poderia ser atingido já em 2008 (na verdade, haveria um pequeno superávit de 0,27% do PIB), com uma relação dívida pública/PIB de 39,58%. Em 2010, a relação cairia para 32,49% do PIB.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> As hipóteses principais desse cenário são: i) crescimento do PIB de 4,5%, de 2007 a 2010; ii) projeções da SELIC nominal média do mercado, divulgadas pelo Banco Central; iii) projeções da inflação (IPCA), também divulgadas pelo Banco Central; e iv) um superávit primário de 3,80% do PIB no período, ou seja, considera-se que não haja o desconto de 0,45% do PPI previsto pelo PAC. Ver o quadro no anexo.



No cenário “realista”, mesmo com a redução do superávit primário, a situação seria muito favorável: em 2009, haveria um pequeno superávit nominal de 0,29% do PIB, com uma  $R_{Div/PIB}$  de 37,17%.<sup>5</sup> Em 2010, a relação dívida pública/PIB cairia para 33,80%. Esse cenário é mais favorável do que o anterior, pois a redução do superávit primário cria espaço para o aumento dos investimentos públicos em infra-estrutura, essenciais para a consolidação da atual trajetória de crescimento.

Finalmente, o cenário “otimista” considera uma queda mais rápida das taxas de juros e, conseqüentemente, taxas de crescimento mais altas do PIB do que nos cenários anteriores, mantendo o superávit primário de 3,35% do PIB, de 2007 a 2010. Esse, sem dúvida, seria o “melhor” dos mundos: em 2010, já se atingiria um superávit nominal de 1,2% do PIB, com uma dívida de apenas 32% do PIB.

## Considerações Finais

Os altos superávits primários combinados com a retomada da trajetória de crescimento – principalmente a partir de 2004 – foram os principais fatores explicativos da significativa redução da relação dívida pública/PIB nos últimos anos.

Na comparação internacional, entretanto, a dívida pública líquida do setor público continua com um perfil desfavorável: é cara, com elevada indexação a juros pós-fixados e com prazos de vencimento reduzidos. Como foi discutido, os juros no Brasil não são altos por causa do tamanho da dívida pública. A direção de causalidade é outra: a dívida brasileira só não é mais baixa porque os juros são muito elevados.

A análise dos três cenários da evolução da dívida pública líquida/PIB demonstrou que, independentemente de hipóteses

---

<sup>5</sup>As hipóteses de inflação e taxas de juros do cenário anterior são mantidas. O superávit primário é reduzido para 3,35% do PIB, pois leva-se em conta o desconto de 0,45% do PIB do PPI, previsto pelo PAC. Por conta do aumento dos investimentos públicos, projeta-se também um aumento do crescimento do PIB para 5%, de 2008 a 2010. Ver o quadro no anexo.

um pouco mais otimistas ou pessimistas, o “problema” fiscal está muito próximo de ser equacionado. O déficit nominal poderá ser zerado em uma questão de um a dois anos. A relação dívida pública líquida/PIB, por sua vez, poderá ficar abaixo dos 35%, já em 2010.

O setor público já vem registrando altos superávits primários. A necessidade de manter os gastos sociais e de aumentar os investimentos públicos, principalmente nos setores de infra-estrutura, impede aumentos adicionais das metas primárias. A redução do endividamento como proporção do PIB não depende apenas do aumento do superávit primário. A redução da taxa de juros é a variável-chave para uma queda mais rápida da relação dívida pública líquida/PIB nos próximos anos. Isso, não apenas pelo efeito direto no serviço da dívida, mas também pelo indireto, pelo estímulo a um crescimento mais alto do PIB.

#### Anexo:

A dívida líquida do setor público como proporção do PIB pode ser expressa pela seguinte equação:

$$R_{Div/PIB} = \{R_{Div/PIBsb(-1)} * [(1 + i)/(1 + y)]\} - s - p + a + b$$

onde  $R_{Div/PIB}$  é a relação dívida líquida/PIB,  $R_{Div/PIBsb(-1)}$  é a relação dívida pública/PIB sem base monetária com defasagem de um período,  $i$  é a taxa de juros real que incide sobre a dívida líquida,  $y$  é o crescimento real do PIB,  $s$  é a receita de senhoriagem sobre o PIB,  $p$  corresponde ao superávit primário do setor público como proporção do PIB,  $a$  é fluxo de ajustamentos patrimoniais (reconhecimento de “esqueletos” e/ou movimentos da taxa de câmbio sobre a dívida indexada em dólares), e  $b$  é a base monetária sobre o PIB.

### Cenário 1: Pessimista

Indicadores	2007	2008	2009	2010
Crescimento do PIB	4,50	4,50	4,50	4,50
Superávit primário	3,80	3,80	3,80	3,80
Selic nominal	11,80	10,24	9,54	9,26
Inflação	3,60	3,89	3,98	3,96
Taxa real de juro	7,92	6,11	5,35	5,10
Esqueletos	0,45	0,45	0,35	0,20
Senhoriagem	0,25	0,25	0,25	0,25
Base monetária/PIB	5,10	5,10	5,10	5,10
Dívida pública s/Base	37,50	34,48	31,06	27,39
Dívida pública c/Base	42,60	39,58	36,16	32,49
Superávit primário (% do PIB)	3,80	3,80	3,80	3,80
Juros nominais (% do PIB)	4,43	3,53	2,96	2,54
NFSP (% do PIB)	0,63	-0,27	-0,84	-1,26

*Nota: As projeções da Selic Média e da Inflação são do Banco Central (22/06/07).*

### Cenário 2: Realista

Indicadores	2007	2008	2009	2010
Crescimento do PIB	4,50	5,00	5,00	5,00
Superávit primário	3,35	3,35	3,35	3,35
Selic nominal	11,80	10,24	9,54	9,26
Inflação	3,60	3,89	3,98	3,96
Taxa real de juro	7,92	6,11	5,35	5,10
Esqueletos	0,45	0,45	0,35	0,20
Senhoriagem	0,25	0,25	0,25	0,25
Base monetária/PIB	5,10	5,10	5,10	5,10
Dívida pública s/Base	37,95	35,20	32,07	28,70
Dívida pública c/Base	43,05	40,30	37,17	33,80
Superávit primário (% do PIB)	3,35	3,35	3,35	3,35
Juros Nominais (% do PIB)	4,48	3,60	3,06	2,66
NFSP (% do PIB)	1,13	0,25	-0,29	-0,69

*Nota: As projeções da Selic Média e da Inflação são do Banco Central (22/06/07).*

### Cenário 3: Otimista

<b>Indicadores</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Crescimento do PIB	5,00	5,50	6,00	6,50
Superávit primário	3,35	3,35	3,35	3,35
Selic nominal	11,50	9,80	9,50	8,00
Inflação	3,60	3,89	3,98	3,96
Taxa real de juro	7,63	5,69	5,31	3,89
Esqueletos	0,45	0,45	0,35	0,20
Senhoriagem	0,25	0,25	0,25	0,25
Base monetária/PIB	5,10	5,10	5,10	5,10
Dívida pública s/Base	37,65	34,56	31,09	26,92
Dívida pública c/Base	42,75	39,66	36,19	32,02
Superávit primário (% do PIB)	3,35	3,35	3,35	3,35
Juros nominais (% do PIB)	4,33	3,39	2,95	2,15
NFSP (% do PIB)	0,98	0,04	-0,40	-1,20

*Nota: As projeções da Inflação são do Banco Central (22/06/07).*