

Arquimedes e a relação dívida/PIB

A política econômica do governo Lula diminuiu o peso da dívida pública sobre a economia? Por **Joaquim Levy**

Nas últimas semanas o governo vem colhendo uma série de boas notícias na área da dívida pública. No front externo, o risco Brasil caiu abaixo de 400 pontos, e a República emitiu com grande sucesso um título de 30 anos com a taxa de 8,75% a.a., muito abaixo da média do custo dos últimos anos. No front interno, o leilão do dia 13 de janeiro resultou na venda de Letras do Tesouro com vencimento em 2005 e taxas abaixo de 15% a.a.. A série de inovações positivas inclui o programa de emissão, pela primeira vez, de papéis prefixados com prazo de quatro anos — o que só é possível quando o nível de credibilidade do governo com respeito às perspectivas de inflação e solvência fiscal é significativamente alto.

Olhando para o médio e longo prazo, que é o horizonte dos investimentos de infra-estrutura, também é notável a queda dos juros reais indicada pelos leilões de títulos indexados ao IPCA. No último leilão, esse prêmio acima da inflação ficou por volta de 8,5% a.a., i.e., um decréscimo de 3 pontos percentuais desde o começo de 2003.

Os fatores que vêm concorrendo para esses resultados são múltiplos, tanto no Brasil como no Exterior. Certamente o grau de liquidez internacional tem favorecido o Brasil e outros países emergentes, assim como o efeito da flutuação do dólar no preço das commodities. No entanto, claro está que o Brasil não poderia ter se beneficiado como se beneficiou desses fatores se não tivesse uma política econômica consistente. Os juros nominais de mercado não estariam onde estão se a inflação não estivesse domada. A confiança nas commodities seria muito menor se o câmbio real tivesse sido erodido pela subidas dos preços domésticos. E, principalmente, os juros reais na dívida pública de médio prazo não teriam decrescido se a trajetória da dívida não tivesse adquirido uma nova dinâmica, mais favorável. Essa convicção, compartilhada por muitos dos analistas mais argutos merece ser bem entendida, em vista da multiplicidade de indicadores sobre a evolução da dívida que se encontram na imprensa.

A evolução da relação dívida/PIB é melhor avaliada no médio prazo. A solvência de um país só pode ser firmemente julgada quando se comparam vários anos. Por isso, a LDO indica a trajetória desejada para a dívida três anos à frente, e o governo brasileiro acordou uma meta com os parceiros do Mercosul para 2010 (40% do PIB).

Mas a identificação de uma tendência nem sempre pode esperar até sua plena expressão. Especificamente, é de interesse avaliar se, também nessa área, a política econômica do governo Lula alcançou seu objetivo, qual seja, diminuir o peso da dívida pública sobre a economia. Para isso, é preciso avaliar

Relação Dívida Líquida do Setor Público / PIB *

Para os anos de 2002-2003

Ano	DLSP R\$ milhões	PIB (R\$ bilhões)				DLSP (% do PIB)			
		Índice de valorização		Índice de valorização		Índice de valorização		Índice de valorização	
		Corrente	Deflator	IPCA-C	IGP-C	Corrente	Deflator	IPCA	IGP-C
2002	881.108	1.346	1.424	1.447	1.588	65,5%	61,9%	60,91	55,50
2003	917.290	1.535	1.580	1.566	1.567	59,8%	58,0%	58,6%	58,5%

Fonte: Ministério da Fazenda * PIB 2003 e deflator 2003 estimados.

as estatísticas recentes e como elas podem indicar uma tendência de melhora da trajetória da dívida que ratifique a queda dos juros.

Aqui entra Arquimedes, cujo princípio da alavanca é bastante útil para entender como a relação dívida/PIB é calculada. Essa relação liga um estoque a um fluxo (o PIB a preços correntes dos 12 meses anteriores). Como os dois têm dimensões diferentes, eles têm que ser harmonizados, o que tipicamente se dá pela valorização do PIB. Em valor nominal, a dívida líquida cresceu 4% em 2003, bem abaixo da inflação. Mas, quanto teria crescido esse quociente?

O Bacen valoriza o PIB a preços correntes corrigindo esses preços pelo IGP de cada um dos meses anteriores, isto é, alavancando o PIB de cada mês pela inflação acumulada até o mês para o qual a relação está sendo calculada (e.g., para dezembro de 2002, o PIB de março 2002 é ajustado pela inflação entre março e dezembro de 2002).

A valorização pelo IGP tem sua razão de ser — até porque muitos consideram que as receitas públicas tendem a crescer com o IGP. No

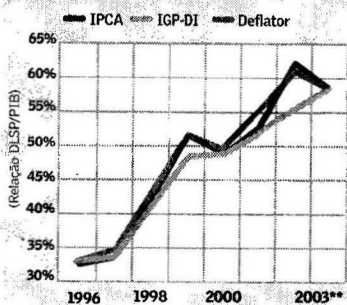
O país não poderia ter se beneficiado da liquidez internacional se não tivesse uma política econômica consistente

médio prazo, a hipótese é correta, com reversão de desvios de um ano sobre outros. Mas, no curto prazo, o IGP é volátil.

Se no mês de referência (e.g., dezembro de 2002) o IGP dá um salto, os preços de todos os meses anteriores vão ser ajustados exageradamente, como em uma gangorra que subisse demais. No caso de 2002 versus 2003, a consequência do salto do IGP no final de 2002, é que o PIB de 2002 valorizado pelo IGP (até dezembro de 2002!) é nominalmente quase igual ao PIB valorizado de 2003, apesar do IGP ter aumentado por volta de 9% em 2003. Note-se que isso é diferente do que dizer que o PIB real (a preços constantes) de 2002 é próximo do de 2003, sugerindo, ao invés, que o PIB real teria caído vários pontos em 2003, em contradição com o que os dados do IBGE sugerem. Obviamente, com o IGP, o denominador da relação dívida/PIB tornou-se exagerado no final de 2002, dificultando perceber a tendência em 2003.

Para melhor capturar a realidade,

Relação DLSP/PIB* Evolução de 1996 a 2003



Fonte: Ministério da Fazenda
* Valorizado (dezembro) ** Valores para 2003 estimados

é útil corrigir os preços do PIB corrente pelo IPCA — que é menos volátil, ou por uma estimativa do deflator do PIB usando os dados das Contas Nacionais já disponíveis (o deflator oficial de 2003 será preliminarmente conhecido apenas em março próximo, e definitivamente em dezembro de 2004). Desta maneira, se identifica a melhora da relação dívida/PIB em 2003, apesar do nível desconfortavelmente alto que ela ainda se encontra.

Ao se valorizar o PIB pelo IPCA, a queda da relação dívida/PIB é de 2,3 pontos percentuais, um pouco menor que aquela indicada pela estimativa direta do deflator do PIB. Ressalte-se que, ao longo de 2004, a aparente divergência com a estatística do BACEN tenderá a desaparecer, indicando que, de modo geral, esta estatística é adequada.

Essa análise indica que primeiro passo para a queda duradoura da relação dívida/PIB foi dado em 2003, revertendo a tendência dos últimos anos, quando a relação passou de 35% para mais de 60%. Com o crescimento em 2004 e a continuidade da política fiscal, essa nova direção deve se acentuar, mesmo sem apreciação cambial, permitindo se avançar para um valor abaixo de 50% nos próximos anos. Como o relatório do Tesouro Nacional publicado em 14 de janeiro de 2004 informa, também tem havido avanços em outros aspectos da administração da dívida pública, especialmente no que tange à redução da exposição ao câmbio, maior participação da dívida prefixada, queda da proporção da dívida vencendo em até 12 meses, e redução dos prêmios domésticos (e.g., sobre o DI futuro). Todos esses são ingredientes de um conjunto maior que serve de base para o crescimento em 2004.

Joaquim Levy é Secretário do Tesouro Nacional.