

6 POLÍTICA FISCAL

O Governo Lula caracterizou-se nos sete primeiros meses de 2003 por uma rígida disciplina fiscal e um comprometimento com os fundamentos macroeconômicos. A magnitude da dívida brasileira exige do governo um esforço fiscal significativo. Em face disso, o setor público comprometeu-se a realizar um superávit primário de 4,25% em 2003.

O superávit primário do setor público acumulado nos sete primeiros meses de 2003 atingiu R\$ 44,3 bilhões (5,1% do PIB). Para esse resultado contribuíram o governo central (3,7% do PIB), estados e municípios (1,0% do PIB) e estatais (0,3% do PIB). Ainda que a situação fiscal esteja sob controle, a consecução do superávit primário do setor público não-financeiro de 4,25% do PIB em 2003 exigirá que o governo mantenha o cuidado com a execução mensal das contas públicas.

Alguns acontecimentos em julho merecem destaque. Nesse mês, o setor público não-financeiro realizou um superávit primário de R\$ 4,3 bilhões, para os quais contribuíram o governo central (com R\$ 3,3 bilhões) e as estatais (com R\$ 1 bilhão). Paralelamente, os governos regionais registraram déficit (R\$ 16 milhões) em decorrência do desempenho municipal (com necessidades de financiamento da ordem de R\$ 193 milhões) e também do resultado estadual (ainda que superavitário em R\$ 177 milhões). De fato, o resultado subnacional corresponde, em grande parte, ao superávit primário dos estados.¹

No governo central, o desempenho do governo federal, e mais especificamente do orçamento realizado pela Secretaria do Tesouro Nacional, foi responsável pelo resultado positivo, já que a execução orçamentária da Previdência registrou déficit. O resultado da Secretaria do Tesouro Nacional foi alcançado a despeito da queda real na arrecadação observada nos primeiros sete meses de 2003 *vis-à-vis* o mesmo período de 2002 (Tabela 6.1). Em 2002 a arrecadação tributária federal beneficiou-se de receitas atípicas e a expectativa era efetivamente de retração em 2003 (Tabela 6.2). Diante disso, para alcançar o resultado obtido nos primeiros sete meses de 2003, o Governo Lula empreendeu um grande esforço, particularmente no que se refere às despesas. E, desse modo, a redução dos gastos mais do que compensou as perdas na esfera da receita.

Quando se comparam os primeiros sete meses de 2003 com o mesmo período de 2002, verifica-se que as despesas totais reproduziram o comportamento observado nas suas principais rubricas (a saber, “pessoal e encargos sociais” e “custeio e capital”) e declinaram em termos reais. No caso do dispêndio com pessoal, a despeito do crescimento natural da folha de pagamentos, o gasto decresceu, corroído pela inflação. As despesas de custeio e de capital, por sua vez, sofreram forte contingenciamento nos primeiros sete meses do Governo

1. Os estados participam desse esforço de ajustamento na medida em que pagam as prestações da dívida estadual referente aos refinanciamentos consubstanciados nas Leis 7.976/89, 8.727/93 e 9.496/97.

TABELA 6.1
Resultado Primário do Governo Central — 2002-2003

[em R\$ milhões de julho de 2003*]

Discriminação do Resultado	Janeiro-Julho	
	2002	2003
I. Resultado Primário do Governo Federal	26.873	31.381
a. Resultado Primário do STN	36.681	43.287
Receita do Tesouro Nacional	170.037	162.657
Receita Bruta	174.307	167.282
Restituições	4.147	4.623
Transferências a Estados e Municípios	38.939	36.471
Despesa do Tesouro Nacional	94.418	82.898
Pessoal e Encargos Sociais	50.394	45.222
Custeio e Capital	44.024	37.347
Transferência ao Banco Central	0	330
b. Resultado Primário da Previdência Social	(9.808)	(11.907)
Receita da Previdência	45.357	42.135
Benefícios Previdenciários	55.166	54.041
II. Resultado Primário do Banco Central	(442)	(103)
Resultado Primário do Governo Central	26.430	31.278

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

* Deflacionado por 30% do IGP-DI e 70% do IPCA.

TABELA 6.2
Arrecadação Federal — 2002-2003

[em R\$ de julho de 2003^a]

	Receita Total Jan.-Jul.			Receita Total (Exc. Atípicas) Jan.-Jul.		
	2002	2003	Var. (%)	2002	2003	Var. (%)
Imposto de Renda	59.665	54.644	-8,4	48.872	52.885	8,2
IPI (Exceto IPI Vinculado)	9.976	8.389	-15,9	9.976	8.972	-10,1
Imposto de Importação e IPI Vinculado	8.187	7.451	-9,0	8.187	7.550	-7,8
Contribuições ^b	72.023	73.193	1,6	70.494	72.469	2,8
Outros ^c	5.857	5.182	-11,5	5.323	4.881	-8,3
Receita Administrada	155.707	148.860	-4,4	142.852	146.757	2,7
Demais Receitas	6.565	9.123	39,0	6.565	8.267	25,9
Total Geral	162.273	157.983	-2,6	149.417	155.023	3,8

Fonte: Secretaria de Receita Federal.

^a Deflacionado por 30% do IGP-DI e 70% do IPCA.

^b CPMF, Cofins, PIS/Pasep, CSLL, Cide-combustíveis e contribuição para o plano de seguridade social dos servidores públicos.

^c Incluído Refis.

Lula (particularmente até maio), medida fundamental para se atingir o superávit primário acertado com o FMI.

Esse resultado, contudo, vem apresentando sinais de reversão desde junho. Na esfera da receita, a queda da receita bruta de R\$ 23,4 bilhões para R\$ 20,4 bilhões observada entre maio e junho de 2003 é revertida em julho (com arrecadação bruta de R\$ 24,5 bilhões). Os movimentos da CSLL e do IRPJ explicam, em grande medida, as oscilações da receita. Inflada em maio por pagamentos relacionados a períodos anteriores e ao resultado operacional das empresas, a arrecadação do CSLL e IRPJ decresceu em junho e recuperou-se em julho (ainda que esse comportamento esteja atrelado a fatores sazonais). A retração da atividade econômica, decisões judiciais desfavoráveis ao IPI e a redução das alíquotas de importação e do IPI também afetaram negativamente a arrecadação. Além disso, desde junho a receita disponível do Tesouro em parte foi consumida pelo pagamento das restituições do Imposto de Renda.

A partir de junho, as despesas apresentaram trajetória ascendente e, mesmo que o comportamento dos gastos em parte possa ser atribuído a fatores extraordinários, parti-

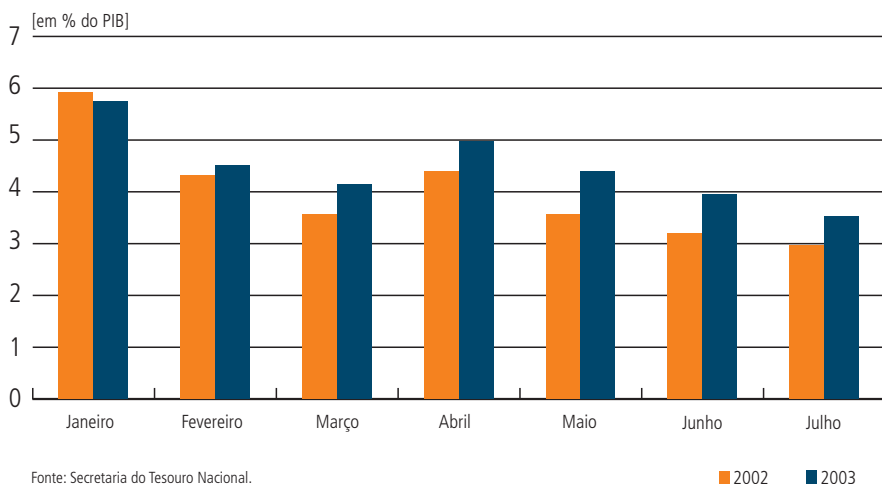
GRÁFICO 6.1

Despesas do Tesouro Nacional — 2002-2003

cularmente no que diz respeito a despesa com pessoal — a saber, o vencimento da parcela semestral referente aos 28,6% em junho e, em julho, reajuste concedido ao funcionalismo de 1% retroativo a janeiro e incorporação da vantagem individual de R\$ 60,00 retroativa a maio —, o processo de descontingenciamento do gasto, traduzido em aumento das “Despesas de Capital e Custeio” (DCC), tende a se consolidar.

Assim, a deterioração do resultado primário do governo central em junho pode ser atribuída ao resultado do Tesouro Nacional (e, mais especificamente, ao comportamento da despesa e a fatores sazonais no âmbito da receita). Mesmo que tenha apresentado alguma melhora em julho, esta foi insuficiente para reverter a tendência à queda do superávit primário acumulado no ano. Ainda assim, o resultado mantém-se acima do observado em 2002 (Gráfico 6.2).

GRÁFICO 6.2

Evolução do Resultado Primário do Governo Central — 2002-2003 — Acumulado no Ano

No caso dos governos subnacionais, a retração econômica arrefeceu a capacidade de aumento da receita, seja através de arrecadação própria, seja por meio de transferências.² No que se refere às receitas, o ICMS, principal fonte de arrecadação estadual e uma das mais importantes no financiamento municipal, acusou uma queda de 3% no Brasil entre janeiro e julho de 2003 e mesmo período de 2002 (Tabela 6.3). Por outro lado, as finanças subnacionais sofreram também com a queda nas transferências federais (Tabela 6.3) observada entre janeiro e julho de 2003 e igual período de 2002 em decorrência, principalmente, de receitas atípicas arrecadadas no ano passado (Tabela 6.2). A redução das transferências, conseqüência também do início do processo de restituição do IRPF e de queda na arrecadação do IR e do IPI, acentuou-se após maio (de R\$ 6,7 bilhões para R\$ 4 bilhões entre maio e julho) e reforçou a precariedade das finanças subnacionais.

TABELA 6.3
Proxy da Receita Subnacional — 2002-2003
[em R\$ de julho de 2003^a]

	Janeiro-Julho		
	2002	2003	Var. (%)
ICMS ^b	69.178	66.947	-3
Transferências Federais	38.939	36.471	-6
Proxy da Receita Subnacional ^c	108.117	103.418	-4

Fontes: Banco Federativo, Confaz e Secretaria do Tesouro Nacional.

^a Deflacionado por índice baseado no IGP-DI (30%) e IPCA (70%).

^b De maio a julho, dados obtidos a partir do levantamento semanal realizado pelo Banco Federativo fornecidos pelo Banco do Brasil com base em informações.

^c Proxy da receita subnacional, considerando somente as transferências federais e a arrecadação do ICMS.

No nível municipal, ainda que existam grandes disparidades horizontais, há indícios de que muitos municípios se defrontam com problemas de caixa, que impedem inclusive o pagamento das contas de energia elétrica e de telefone. Essa situação está provocando diversos efeitos colaterais, como, por exemplo, a paralisação em alguns municípios de serviços públicos prestados à população.

A deterioração da situação fiscal reduziu a já precária capacidade de investimento estadual e municipal. Nesse contexto, existe uma pressão significativa para reverter em parte esse quadro no processo de reforma tributária e em pleitos para rever a renegociação da dívida. Contudo, a concessão de novas fontes de receita para os governos subnacionais compromete a capacidade do setor público de alcançar o superávit primário consolidado, pois transfere do governo central aos governos estaduais e municipais uma capacidade maior de gasto sem que haja como contrapartida um superávit subnacional maior. Conforme mencionado, o superávit primário subnacional, em grande medida, refere-se ao resultado estadual e este está atrelado ao pagamento das prestações da dívida.

Diante desse quadro, conclui-se que a situação fiscal se mantém sob controle. Estão em jogo, contudo, questões de cunho político e econômico. Ainda que seja factível atingir os resultados almejados pelo governo, caberá ao setor público um certo esforço nos demais cinco meses do ano.

PROJETO DE LEI DO ORÇAMENTO DA UNIÃO

No final de agosto, o Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão encaminhou ao Congresso Nacional o Projeto de Lei do Orçamento da União para 2004 (PLOA-2004),

2. Vale lembrar que o mais importante imposto arrecadado pelos estados (ICMS), assim como os principais impostos partilhados pela União com os governos subnacionais (IR e IPI) são muito sensíveis a oscilações da atividade econômica.

com base na Lei de Diretrizes Orçamentárias aprovada em junho de 2003. O orçamento estabelece os alicerces para o próximo ano fiscal a fim de balizar as ações do governo. Fundamentado em parâmetros macroeconômicos (ver quadro), o ministério formulou projeções de receita e despesa tanto para o governo central quanto para as empresas estatais federais.

Parâmetros Macroeconômicos Utilizados no PLOA-2004

PIB	R\$ Milhões	1.730.980
	Variação Nominal (%)	9,85
	Variação Real (%)	3,50
IPCA	Acumulado em 12 Meses (%)	5,50
Câmbio		3,37
Taxa Média Selic (%)		15,17
Massa Salarial	Variação Nominal (%)	12,83

Fonte: Projeto de Lei do Orçamento para 2004.

A elaboração do orçamento para 2004 transcorreu em circunstâncias mais amenas do que em 2003, na medida em que não foi necessário intensificar o esforço fiscal ante o ano anterior e tampouco havia expectativa de contração das receitas (em consequência das receitas atípicas que caracterizaram o primeiro semestre de 2002).

Na esfera da receita, estimou-se a Receita Primária Total da União para o exercício de 2004 em R\$ 402 bilhões (Tabela 6.4), o que embute crescimento nominal de 11,3% em relação a 2003. Essa trajetória calca-se na expectativa de crescimento do PIB de 3,5% (ver quadro) e na receita decorrente de:

- a) incremento da alíquota da CSLL incidente sobre as empresas prestadoras de serviços de 12% para 32%;
- b) elevação da alíquota do Cofins das Instituições Financeiras de 3% para 4%;
- c) ganhos adicionais provenientes do Programa Refis II;

TABELA 6.4

Projeto de Lei do Orçamento da União: Projeção de Receitas e Despesas Primárias — 2004

	Reprog/2003		PLO/2004	
	R\$ Bilhões	Em % do PIB	R\$ Bilhões	Em % do PIB
I. Receitas	361,3	22,72	402,2	23,23
I.1. Receitas Administradas pela Secretaria da Receita Federal	245,7	15,45	274,2	15,84
I.2. Arrecadação Líquida do INSS	79,7	5,01	92,6	5,35
I.3. Receitas Não-Administradas	35,9	2,26	35,4	2,05
II. Transferências Constitucionais por Repartição de Receita	57,4	3,61	60,2	3,48
III. Receita Líquida de Transferências	303,9	19,11	342	19,76
IV. Transferências	265	16,66	299,5	17,31
IV.1. Pessoal e Encargos Sociais	78,5	4,94	83,9	4,85
IV.2. Benefícios Previdenciários	106,7	6,7	124	7,17
IV.3. Outras Despesas Obrigatórias	28,1	1,77	27,8	1,6
IV.4. Despesas Discricionárias	51,7	3,25	63,9	3,69
V. Discrepância Estatística	0,1	0	0	0
VI. Resultado Primário Fiscal e Seguridade Social	39	2,45	42,4	2,45
VII. Primário Empresas Estatais	11,2	0,7	12,2	0,7
VIII. Primário da União	50,2	3,15	54,6	3,16

Fonte: Projeto de Lei do Orçamento para 2004.

- d) prorrogação da alíquota de 0,38% da CPMF;
- e) contribuição dos inativos do setor público com rendimentos acima de R\$ 1.440; e
- f) manutenção das alíquotas máximas do IRPF e IRRF – Rendimentos do Trabalho.

Ressalte-se que os últimos três subitens ainda não tramitaram no Congresso e, logo, não está assegurada a sua efetivação (ainda que, ao que tudo indique, transcorrerá a contento do governo).

As transferências a estados e municípios tenderiam a cair em termos de percentual do PIB de 3,61 para 3,48 (Tabela 6.4). Isto implica que, caso haja um crescimento do PIB da ordem de 3,5%, esta rubrica permanecerá constante em termos reais.

Diante desse quadro, o PLOA-2004 estipula que a Receita Líquida, ou seja, a receita total descontadas as transferências a governos subnacionais, atingirá em 2004 19,76% do PIB ante os 19,11% do PIB (Tabela 6.4) previstos para 2003.

No tocante às despesas, estas devem alcançar R\$ 300 bilhões (17,31% do PIB). Entre as rubricas de despesas, destacam-se:

- a) o incremento da rubrica benefícios da previdência (de 6,7% do PIB em 2003 para 7,17% do PIB em 2004), em decorrência do aumento real do salário mínimo em 2003 e do crescimento vegetativo próprio a esta rubrica;
- b) a redução em termos de percentual do PIB dos gastos com pessoal e encargos sociais; e
- c) a contração das outras despesas obrigatórias.

O projeto de Lei Orçamentária foi constituído considerando como parâmetro um superávit primário para o governo central de 2,45% do PIB e para as estatais federais de 0,70% do PIB. Mantém-se, assim, inalterada a meta fiscal a ser alcançada em 2004. Para atingir esses números, é fundamental o crescimento do PIB em 3,5%, particularmente no que se refere ao governo federal. Afinal, as despesas governamentais apresentam uma certa rigidez para baixo, enquanto as receitas são fortemente influenciadas pelo desempenho do PIB. É de se esperar que em termos nominais o dispêndio com a previdência e com pessoal e encargos varie independentemente do Produto Interno, enquanto as receitas apresentam claramente um comportamento pró-cíclico.

Convém lembrar que o cumprimento das metas acertadas com o FMI esteve atrelado nos últimos anos a crescimento da economia superior às expectativas (2000), aumentos nominais na receita em consequência da inflação (2001 e 2003) e aumentos reais da arrecadação oriundos de receitas atípicas (2002). Não se vislumbram para o próximo ano aumentos da inflação ou receitas atípicas significativas. Desse modo, a concretização desse orçamento em grande medida pauta-se no dinamismo da economia e na aprovação pelo Congresso das matérias ora em tramitação. Caso contrário, restará ao governo federal contingenciar o gasto para alcançar as metas de superávit primário com as quais ele se comprometeu.

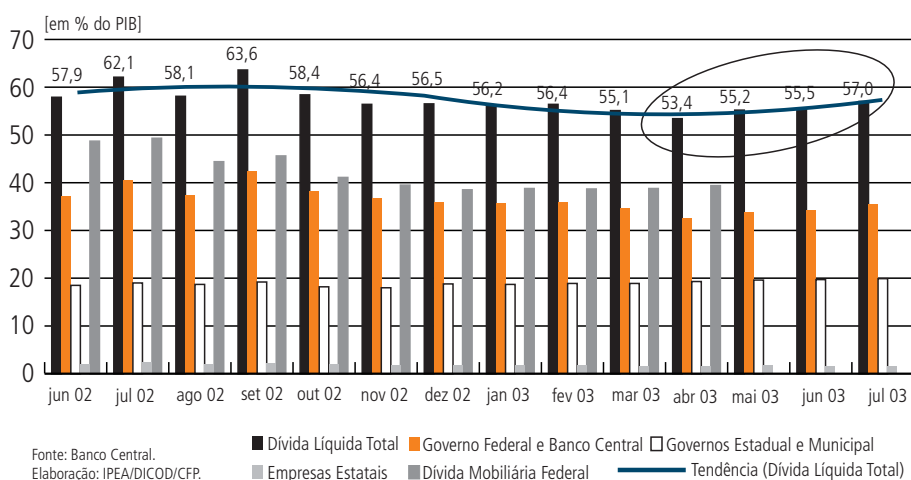
DÍVIDA PÚBLICA EM 2003

A dívida líquida do setor público (DLSP) atingiu, em julho de 2003, R\$ 877,2 bilhões (57,0% do PIB), ante R\$ 856,4 bilhões (55,5% do PIB) no mês anterior e R\$ 881,1 bilhões (56,5% do PIB) em dezembro de 2002. O Gráfico 6.3 apresenta a evolução recente da relação DLSP/PIB (os rótulos de dados referem-se à dívida líquida total), mostrando que sua maior parcela compõe-se da dívida líquida do governo central (governo federal e Banco

Central) e, em particular, da dívida mobiliária federal. A linha de tendência (polinomial cúbica), calculada com base nos dados dos últimos 12 meses para a dívida líquida, mostrou-se declinante entre outubro de 2002 e março de 2003.

GRÁFICO 6.3

Brasil: Dívida Líquida do Setor Público — Jun./02-Jul./03



Nos primeiros sete meses de 2003, salientam-se os efeitos da melhoria do estado de confiança, no tocante à estabilidade macroeconômica, sobre o perfil da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). Dentre esses efeitos, destacam-se a redução da participação relativa dos papéis cambiais e o aumento da fração dos títulos prefixados. Quanto aos títulos cambiais, contribuíram para o encolhimento de sua parcela na DPMFi a apreciação do câmbio e redução dos percentuais de rolagem dos *swaps* e dos títulos cambiais.

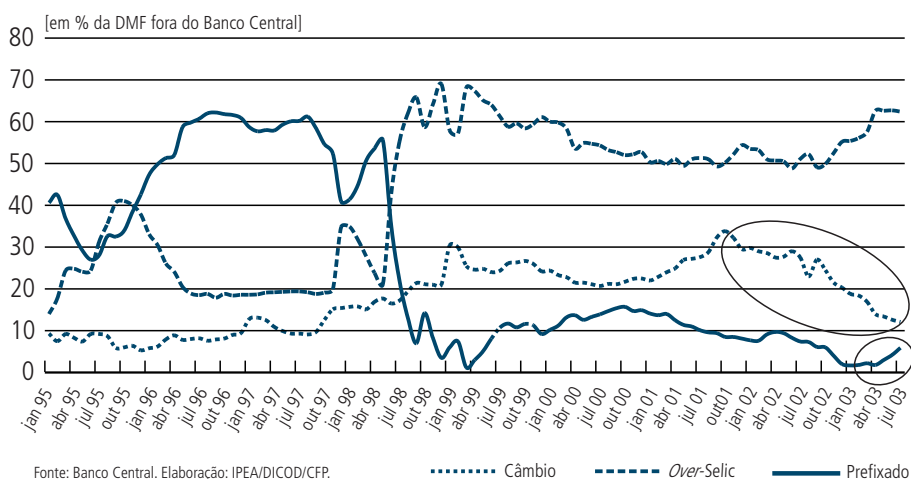
A política de resgate de títulos atrelados ao câmbio obedeceu a regras relativamente claras e rígidas, pelo menos até abril. Contudo, em maio, visando tornar mais flexível a atuação do Banco Central na administração da dívida cambial do governo, optou-se por abolir, na prática, as regras de rolagem que vigoram até então.³ Em decorrência dessa nova decisão, os mercados de moedas estrangeiras sofreram alguma instabilidade, notadamente nas datas de vencimento dos *swaps* e títulos cambiais, acarretando um repique da taxa de câmbio. Não obstante, considerando-se o período como um todo, o objetivo central da gestão da dívida pública cambial — qual seja, a redução da exposição cambial do governo — parece ter sido atingido, a julgar pela forte redução da participação dos títulos cambiais no total da DPMFi em mercado (de 20,3% em dezembro de 2002 para 12,1% em julho de 2003). O Gráfico 6.4 mostra a evolução da composição da dívida mobiliária federal por tipo de indexador, evidenciando a queda da dívida indexada ao câmbio.

O aumento da participação relativa dos títulos prefixados (LTN) no total da dívida mobiliária em mercado (de 2,0% em dezembro de 2002 para 5,9% em julho de 2003) decorreu de expectativas favoráveis particularmente no que se refere à inflação e às taxas de juros. Sob a ótica do perfil da dívida prefixada, a percepção da melhora do cenário macroeconômico refletiu-se também nos leilões de LTNs, que apresentaram redução dos

3. Para os *swaps*, definiam-se percentuais de resgate proporcionais aos prazos de vencimentos dos contratos. No caso dos títulos cambiais, valia a regra de se rolar apenas o principal, resgatando-se a parcela referente aos juros.

GRÁFICO 6.4

Brasil: Títulos Públicos Federais — Participação Percentual por Indexador — 1995-2003



deságios e aumento dos prazos médios de emissão. Todavia, em julho, prazo e taxas de emissão tenderam a se estabilizar. O Gráfico 6.5 mostra a ascensão dos prazos e a queda das taxas médias de colocação das LTNs, ao longo do período janeiro-julho/2003.

A dívida líquida total contraiu-se em cerca de R\$ 4 bilhões, de janeiro a julho de 2003, fruto principalmente do ajuste cambial (R\$ 36,1 bilhões), conforme Tabela 6.5. O superávit primário, por sua vez, contribuiu para reduzir a dívida em R\$ 44,3 bilhões. Por outro lado, exercendo pressão altista sobre a DLSP, destacam-se os juros nominais, inclusive efeitos da variação cambial (R\$ 89,3 bilhões). Além disso, o ajuste patrimonial líquido (reconhecimento de dívidas menos privatizações) contribuiu para aumentar a dívida em apenas R\$ 1,4 bilhão nos sete primeiros meses do ano, ante os R\$ 23,1 bilhões (1,5% do PIB) observados em 2002.

A partir de maio, a relação dívida/PIB voltou a se elevar, comportamento explicado por duas ordens de fatores, a saber: *a*) apropriação de juros nominais e depreciação cambial

GRÁFICO 6.5

Brasil: Ofertas Públicas de LTN — Prazos e Taxas de Rentabilidade (Prazos em Dias Úteis e Taxas em % a.a.) — Jan.-Jul./2003

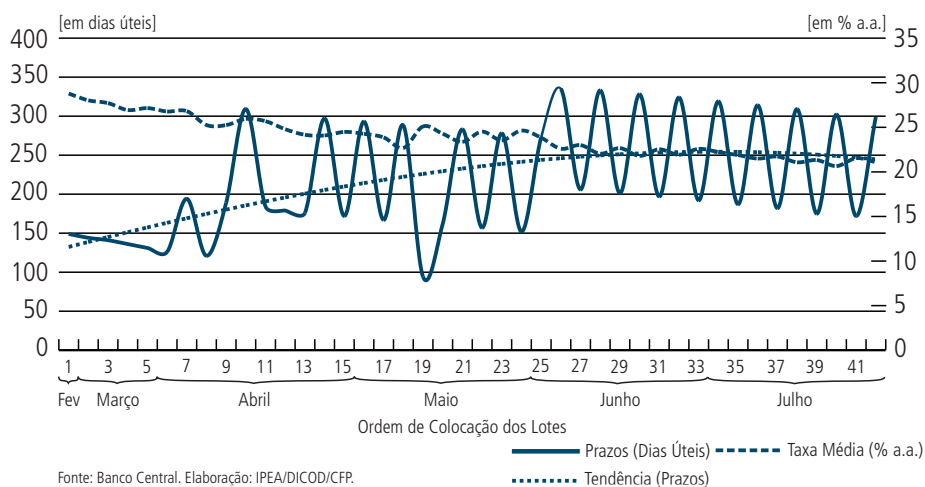


TABELA 6.5

Evolução da Dívida Líquida: Fatores Condicionantes — Janeiro a Julho de 2003

Discriminação	R\$ Milhões Correntes	Em % do PIB
Dívida Líquida - Variação Acumulada	-3.951	
Fatores Condicionantes (Fluxos Acumulados no Período) ^a	-3.951	-0,3
NFSP	44.928	2,9
Primário	-44.329	-2,9
Juros Nominais (com Variação Cambial)	89.257	5,8
Ajuste Cambial ^b	-57.140	-3,7
Dívida Mobiliária Interna Indexada ao Câmbio	-20.528	-1,3
Dívida Externa	-36.612	-2,4
Dívida Externa - Outros Ajustes ^c	6.878	0,5
Reconhecimento de Dívidas	1.382	0,1
Privatizações	0	0,0
Variação da Relação DLSP/PIB (em Pontos-Base do PIB)		0,5
PIB Acumulado em 12 Meses - Valorizado (IGP-DI Cent)	1.538.858	

Fonte: Banco Central (dados primários).

^a Os fatores condicionantes da dívida líquida como percentual do PIB consideram o total dos fatores dividido pelo PIB acumulado no período, não refletindo a simples variação da dívida em pontos de porcentagem do PIB.

^b Inclui os ajustes metodológicos sobre as dívidas externa líquida e interna indexada ao câmbio. Calcula-se pela diferença entre a variação dos estoques em reais da dívida externa líquida (ou dívida interna cambial) — obtidos pela taxa de câmbio de final de período (compra) — e os fluxos da dívida externa líquida (ou dívida interna cambial), convertidos para reais pela taxa de câmbio média (compra) do período.

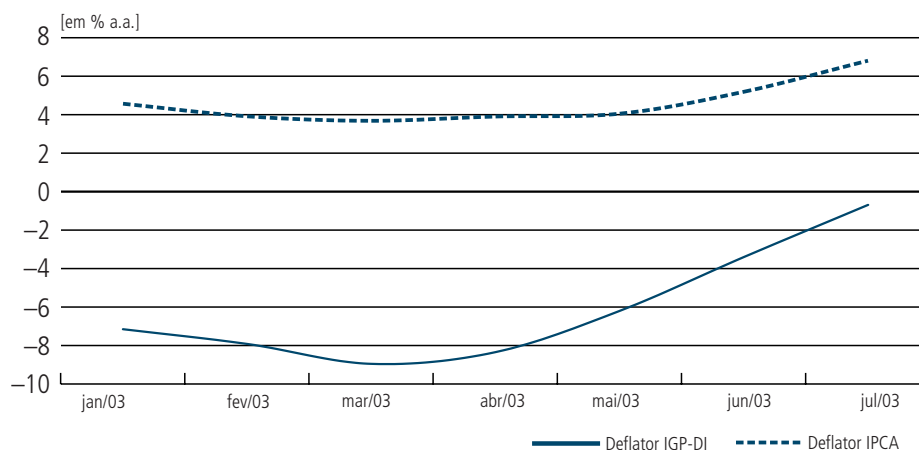
^c Inclui ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa, e demais ajustes da área externa.

em maio, que pressionou particularmente o ajuste cambial da dívida; e *b*) a redução do PIB mensal valorizado (calculado pelo Banco Central), em decorrência da deflação do IGP-DI.

A discrepância entre os ritmos de queda das taxas de juros, por um lado, e da inflação,⁴ por outro, resultou em significativa alta das taxas de juros reais, o que é mostrado no Gráfico 6.6. Usando-se o IGP-DI ou o IPCA como deflatores, em ambos os casos, observa-se um incremento contínuo da taxa *over*-Selic efetiva real acumulada em 12 meses, a partir de

GRÁFICO 6.6

Brasil: Taxa de Juros *Over*-Selic Efetiva Real Acumulada em 12 Meses — Jan.-Jul./2003



Fontes: Banco Central, FGV e IBGE. Elaboração: IPEA/DICOD/CFP.

4. No que se refere às taxas de juros, a meta da taxa *over*-Selic elevou-se em fevereiro para 26,5% a.a., permanecendo nesse patamar até maio e caindo, em junho, para 26,0% a.a. e, no mês seguinte, 24,5%. Quanto às taxas mensais de inflação, tanto medidas pelo IGP-DI quanto pelo IPCA, estas declinaram praticamente de modo contínuo no primeiro semestre de 2003. Essas taxas caíram de patamares de 2,17% a.m. (IGP-DI) e 2,25% a.m. (IPCA) em janeiro para -0,70% a.m. e -0,2% a.m., respectivamente, em julho.

março. Essa elevação do juro real produziu, naturalmente, um aumento da dívida pública e da despesa financeira do setor público. De acordo com um cálculo aproximado, com base em nosso modelo de simulação da DLSP, a alta da taxa de juros real (pelo IGP-DI), no período de abril a julho de 2003, pressionou o aumento da dívida líquida em cerca de 1,9 ponto-base do PIB, o que equivale, aproximadamente, a R\$ 29,4 bilhões. Porém, com a tendência de aceleração da queda da meta da taxa *over-Selic*, que parece ter se instaurado a partir de julho, o efeito dos juros reais sobre a dívida deve ser arrefecido nos próximos meses.

PERSPECTIVAS DA DÍVIDA LÍQUIDA PARA 2003 E 2004

A análise das perspectivas para a evolução das relações DLSP/PIB e NFSP/PIB no biênio 2003-2004 baseia-se num cenário em que o ambiente externo se mantém estável, sem registrar novos choques adversos como nos dois últimos anos. No âmbito interno, pressupõe-se a continuidade da atual linha de política econômica, fortalecida, até setembro deste ano, pela vigência do acordo com o FMI.

Devido às condições gerais delineadas no parágrafo anterior, o cenário prospectivo pressupõe queda da taxa *over-Selic* (anualizada) para 18% a.a. ao final de 2003 e 15% a.a. ao final de 2004, resultando em taxas médias nominais de 23,4% a.a. em 2003 e 17,3% a.a. em 2004. Esse cenário conta também com taxas de câmbio nominais de R\$ 3,19 por dólar ao final de 2003 e R\$ 3,30 ao final de 2004, perfazendo médias aproximadas de R\$ 3,16 por dólar (2003) e R\$ 3,27 (2004). Em 2003, admite-se que a inflação (IGP-DI) será de 22,9% (média) ou 8,7% (variação “ponta a ponta”). Em 2004, projetam-se inflações de 5,6% e 5,5%, respectivamente. Adicionalmente, pressupõe-se, para 2003 e 2004, o cumprimento da meta atual de superávit primário (4,25% do PIB). O reconhecimento de dívidas (“esqueletos” menos privatizações), por sua vez, alcançaria R\$ 7,8 bilhões neste ano e R\$ 14,6 bilhões em 2004.⁵ O crescimento real do PIB seria de 0,5% em 2003 e de 3,5% em 2004. A Tabela 6.6 explicita as hipóteses de simulação para a DLSP.

Pelas simulações mostradas na Tabela 6.7, nota-se que a dívida expande-se em cerca de 0,65 p.p. do PIB em 2003, em relação ao nível registrado no ano anterior, sobretudo em decorrência de o juro médio real estimado para 2003 ser maior do que o observado em 2002.⁶ O aumento projetado da relação da dívida com o PIB se dá, a despeito do aumento do superávit primário e da diminuição da variação real do câmbio, ao compararmos os valores estimados para 2003 com os realizados no ano passado (ver Tabela 6.6).

Em 2004, estima-se uma queda da relação dívida/PIB, em função principalmente da retomada do crescimento do produto, da redução da taxa real de juros e, possivelmente, de algum “resíduo” de apreciação real do câmbio. Do lado dos juros, é razoável supor que o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do PIB, na ausência de choques externos graves, promova uma melhoria das expectativas dos mercados, implicando redução dos prêmios de risco sobre a dívida. O cenário prospectivo para o biênio não aponta,

5. No caso dos esqueletos, para 2003, as estimativas baseiam-se em valores até setembro fornecidos pela última revisão do acordo com o FMI (fev./2003). Para 2004, as estimativas, tanto de esqueletos, quanto de privatização, têm por base a LDO 2004.

6. Como mostrado no Gráfico 6.4, a taxa de juros *over-Selic* efetiva real acumulada em 12 meses tem crescido continuamente desde abril de 2003. Em decorrência do ritmo mais acentuado de queda da inflação *vis-à-vis* o da taxa de juros nominal, projeta-se, até o final de 2003, a continuidade desse aumento da taxa de juros real (deflacionada tanto pelo IGP-DI quanto pelo IPCA), o que pode ser um importante obstáculo à redução da relação DLSP/PIB. Naturalmente, uma atitude mais agressiva — ainda que pouco provável — do COPOM no sentido de reduzir a meta da taxa *over-Selic*, poderia provocar a reversão da tendência estimada de expansão da relação DLSP/PIB, apresentada nesta seção.

TABELA 6.6
Hipóteses de Simulação — 2003-2004

Discriminação	Realizado	Simulação	
	2002	2003	2004
<i>Over-Selic</i> (% a.a.)			
Média Nominal	18,98	23,35	17,25
Fim de Período Nominal	23,03	17,50	14,53
Acumulada Real ^a	-5,72	12,43	11,48
Inflação (% a.a.) ^b			
Média	13,50	22,94	5,64
Ponta a Ponta	26,41	8,72	5,53
Câmbio (R\$/US\$) ^c			
Médio	2,95	3,16	3,27
Fim de Período	3,53	3,19	3,30
D Média Real (%) ^d	10,02	-12,82	-1,72
PIB (% a.a.) ^e	1,47	0,45	3,46
Superávit Primário (% PIB)	4,01	4,25	4,25

^a Deflacionada pelo IGP-DI.

^b Variação do IGP-DI.

^c Valor de venda.

^d Deflacionada pelo IGP-DI.

^e Taxa de crescimento real.

TABELA 6.7
DLSP e NFSP: Estimativas para 2003

[em % do PIB]

Discriminação	Realizado	Simulação	
	2002	2003	2004
DLSP	56,5	57,1	54,7
Dívida Mobiliária Interna	38,6	40,6	38,4
NFSP Nominal ^a	4,7	6,8	4,5
Juros Nominais	8,6	11,1	8,8

Fonte: Banco Central do Brasil (dados de 2002).

^a Critério "harmonizado" (inclui apenas o efeito da depreciação cambial incidente sobre a dívida cambial vincenda).

^b Banco Central. Expectativas medianas em 29 de agosto de 2003.

portanto, para a continuidade do crescimento da dívida, mas, ao contrário, prevê uma redução da relação DLSP/PIB para um nível próximo a 54,7% no próximo ano.

A Tabela 6.8 apresenta uma estimativa de decomposição dos efeitos contributivos de certas variáveis sobre a variação da relação DLSP/PIB, entre 2002 e 2003. Com base nas diferenças em termos nominais, as taxas de câmbio e de juros continuam sendo os fatores mais importantes para explicar a dinâmica de curto prazo da dívida líquida.

TABELA 6.8
Varição da Relação DLSP/PIB — 2003-2002 — Decomposição dos Efeitos por Variáveis Seleccionadas

[em p. p. do PIB]

Variável	Contribuição para a Variação da DLSP/PIB
Taxa de Juros	1,09
Taxa de Câmbio	1,86
Ajuste Patrimonial	0,52
PIB Nominal	-2,69
Superávit Primário	-0,24
Outros*	0,10
Efeito Total	0,65

* Inclui os efeitos do ajuste metodológico sobre a dívida cambial interna e sobre a dívida externa, além de outros efeitos relativos à administração da dívida mobiliária federal.