

Trajetória do Endividamento Líquido e Critérios de Valorização do PIB

A razão entre a dívida líquida do setor público (DLSP) e o Produto Interno Bruto (PIB) é considerada um indicador relevante para a avaliação da sustentabilidade da política fiscal, em especial nas economias emergentes. No caso brasileiro, essa relação não apresentava redução anual desde 1994, trajetória revertida em 2004, quando apresentou queda de 6,1 p.p., até novembro. Esse resultado refletiu os efeitos do arcabouço de política macroeconômica em vigor, com a continuidade do desempenho fiscal favorável, em todas as esferas de governo, a queda do volume de juros apropriados sobre a dívida em função do progresso no combate à inflação, a apreciação do real decorrente da melhora significativa das contas externas e a expressiva retomada da atividade econômica.

A análise da relação DLSP/PIB requer a estimação mensal do PIB, na medida em que o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulga o resultado agregado com periodicidades trimestral e anual, enquanto os dados fiscais são mensais. Adicionalmente, existe a questão da defasagem da divulgação dessas estatísticas, com os dados fiscais sendo divulgados até trinta dias após o encerramento do mês e os valores nominais do PIB sendo disponibilizados em torno de noventa dias após o final de cada trimestre.

Nesse contexto, objetivando a divulgação mensal da relação com defasagem reduzida, o Banco Central estima o PIB mensal da economia brasileira. Os fluxos mensais do PIB podem ser expressos em termos reais ou nominais, opção na qual podem ser contabilizados em valores correntes ou ser valorizados para um determinado período com a utilização de um índice de preços. A metodologia

utilizada no cálculo do PIB mensal e de sua valorização encontra-se no boxe "PIB Valorizado e Dívida Líquida do Setor Público", no "Relatório de Inflação" de setembro de 2003.

É intuitivo que em qualquer processo inflacionário a soma dos valores mensais correntes do PIB em um determinado período, digamos de doze meses, seja menor do que a soma dos valores mensais "inflacionados" para o último mês do período por qualquer índice de preços. Da mesma forma, é evidente que, em um caso limite de inflação zero, a soma desses fluxos seja a mesma. No Brasil, embora as taxas de inflação encontrem-se, atualmente, em patamar reduzido, considera-se mais conveniente valorizar os fluxos mensais do PIB, a fim de se obter valores acumulados em unidades do mês de referência. Isso porque o estoque da dívida já incorpora a variação dos índices de preços incidentes sobre os diversos componentes do endividamento.

Os índices de preços disponíveis para a estimação do PIB valorizado podem ser divididos em dois grandes grupos, os índices gerais e os índices ao consumidor. O índice geral de maior aceitação para tratar dos preços da produção interna é o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), calculado pela Fundação Getulio Vargas (FGV). Quanto aos índices de preços ao consumidor, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor – Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE, é o índice adotado como referência do regime de metas para a inflação. A principal diferença entre o IGP-DI e o IPCA é que o primeiro inclui preços no atacado, com ponderação duas vezes superior à dos preços ao consumidor, e custos da construção civil, além dos preços ao consumidor.

Em relação ao comportamento desses índices de preços, observa-se maior sensibilidade do IGP-DI às alterações na taxa de câmbio, em função dos repasses mais rápidos e completos aos preços internos no atacado. Depreciações cambiais provocam crescimento do nível geral de preços superior ao do nível de preços ao consumidor, com efeitos diferentes no cálculo do PIB valorizado pelo IGP-DI ou pelo IPCA.

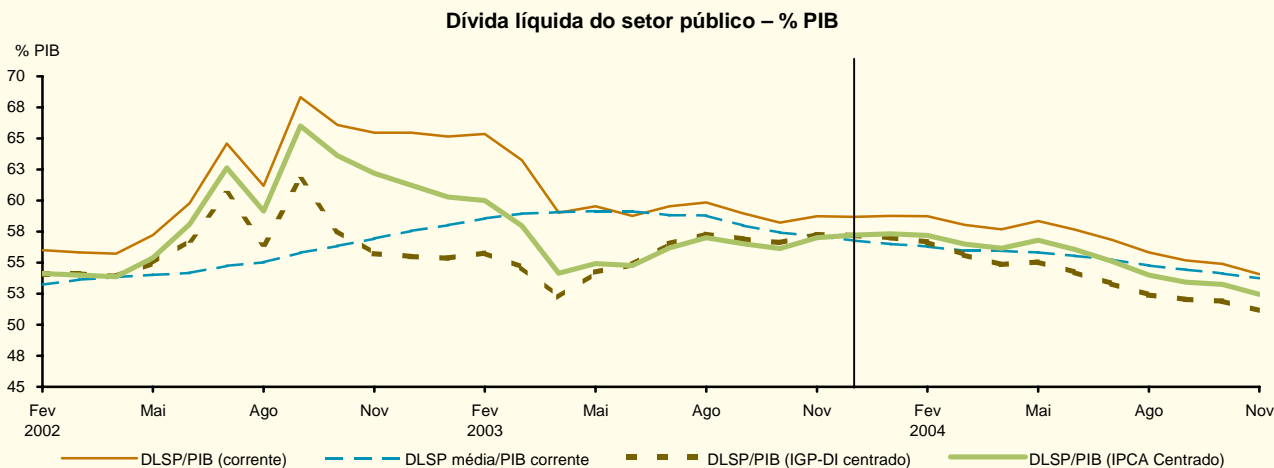
Entretanto, as alterações cambiais afetam diretamente o valor absoluto da DLSP, uma vez que

a dívida externa, as reservas internacionais e parcela da dívida interna são vinculadas à moeda estrangeira. Conforme metodologia de aceitação generalizada, as variações na taxa de câmbio, assim como na paridade entre as moedas estrangeiras a que está vinculada a dívida pública, são apropriadas por regime de competência, resultando em impacto imediato em seu valor.

Resumidamente, o impacto de um choque cambial sobre a relação DLSP/PIB ocorre em dois momentos distintos. No primeiro, a relação aumenta, evidenciando a elevação do estoque da dívida. A magnitude do impacto registrado no momento seguinte estará condicionada pelo índice utilizado para a valorização do PIB, ocorrendo redução mais acentuada na relação caso o índice utilizado seja o IGP-DI. Essa trajetória reflete o impacto mais intenso de choques cambiais sobre índices que incorporam de forma mais expressiva a variação dos preços no atacado.

O gráfico a seguir retrata a trajetória da DLSP sob quatro diferentes critérios de comparação com o PIB: o oficial, considerando o PIB acumulado em doze meses, valorizado pelo IGP-DI centrado; e três alternativos: o primeiro, considerando a valorização do PIB pelo IPCA; o segundo, considerando o PIB corrente acumulado em doze meses; e o terceiro, comparando a dívida média dos últimos doze meses com o PIB corrente, acumulado em doze meses.

Relativamente a esse último critério de estimação da relação DLSP/PIB, que constitui-se em forma de apresentação da trajetória da dívida em alguns países, é relevante que se ressaltem dois aspectos. O primeiro diz respeito à suavização da curva, que passa a distribuir eventuais movimentos bruscos apresentados pela DLSP. O outro aspecto refere-se à sua tendência declinante registrada a partir de meados de 2003 e persistente em 2004, embora com inclinação menos acentuada do que as associadas aos demais critérios. Nestes, registraram-se quedas, em 2004, de 6,1 p.p., com valorização do PIB pelo IGP-DI centrado; de 4,8 p.p., com valorização pelo IPCA; e de 4,6 p.p. com a utilização do PIB corrente. Ressalte-se que, considerando qualquer dos critérios alternativos, teria ocorrido redução da relação também em 2003.



Nesse contexto pode-se afirmar que:

- qualquer que seja o critério adotado para valorização do PIB registrou-se melhoria significativa na relação dívida/PIB em 2004, o que evidencia a relevância do comportamento favorável dos principais fatores condicionantes da dívida;
- a relação DLSP/PIB deve utilizar o PIB valorizado, tendo em vista as taxas de inflação ainda vigentes no país;
- a utilização do IGP-DI como inflator do PIB confere maior estabilidade à relação dívida/PIB, haja vista que a depreciação (apreciação) eleva (reduz) a dívida por um lado, mas por outro eleva (reduz) a variação do IGP e, conseqüentemente, o PIB valorizado;
- elevações significativas do IGP-DI posteriores a choques cambiais, usualmente superiores às registradas pelos índices ao consumidor, embora favoreçam a redução da relação dívida/PIB, tendem a apresentar efeito simétrico no período seguinte, quando ocorrer o retorno do índice ao patamar original. Nesse caso, a queda na relação dívida/PIB em um período subsequente seria menor ou até mesmo poderia ocorrer sua elevação, eliminando-se, assim, a possibilidade de subestimação da relação ao longo do tempo.