

## A Trajetória da Relação DLSP/PIB

---

O Projeto de Lei que altera a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2009, encaminhado ao Congresso Nacional, em maio, e o Decreto nº 6.867, publicado no mesmo mês, dispõem sobre a programação monetária e financeira do Poder Executivo Federal, introduzindo alterações importantes nas contas fiscais do país.

Nesse sentido, as empresas do Grupo Petrobras<sup>1</sup> passam a não ser consideradas no âmbito das estatísticas fiscais e a meta para o superávit primário do setor público em 2009, evidenciando esse fato e, ainda, o impacto da crise internacional sobre o nível de atividade e, conseqüentemente, sobre o nível da arrecadação, foi reduzida de 3,8% do Produto Interno Bruto (PIB) para 2,5% do PIB. Ressalte-se que esta redução considerou o objetivo de manutenção, no médio prazo, da trajetória decrescente da relação Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)/PIB, perspectiva fortalecida tanto pelo impacto do atual processo de flexibilização da política monetária, quanto pelo estabelecimento da meta do superávit primário para 2010 em 3,3%.

O objetivo deste boxe consiste em analisar o impacto de tais mudanças, em cenário de flexibilização da política monetária e de alteração das expectativas do mercado em relação à evolução das taxas de câmbio e dos índices de preços, sobre a dinâmica da relação DLSP/PIB em 2009 e no ano subseqüente. As projeções realizadas para o biênio consideram como parâmetros<sup>2</sup> as medianas das expectativas de mercado divulgadas no Boletim Focus do Banco Central.

---

1/ A exclusão da Petrobras das estatísticas fiscais mostra-se consistente com suas características específicas, tendo em vista que, tratando-se de uma das dez maiores empresas de petróleo do mundo, segue regras de governança corporativa similares às experimentadas pelas empresas privadas de capital aberto, possuindo autonomia para captar recursos nos mercados interno e externo. Ao deixar de compor os indicadores fiscais, a empresa assegura mais autonomia no gerenciamento de seus projetos de investimento, fundamentais para o desenvolvimento do país.

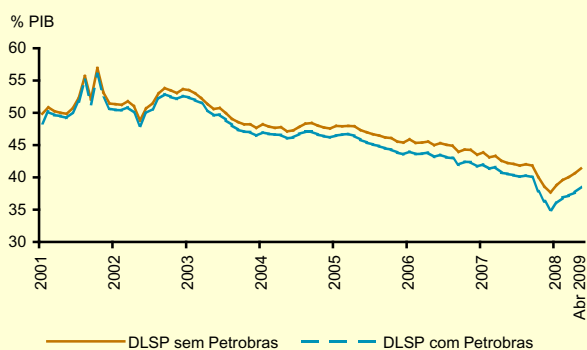
2/ Ver Tabela 1.

**Tabela 1 – Parâmetros utilizados na projeção da relação DLSP/PIB<sup>1/</sup>**

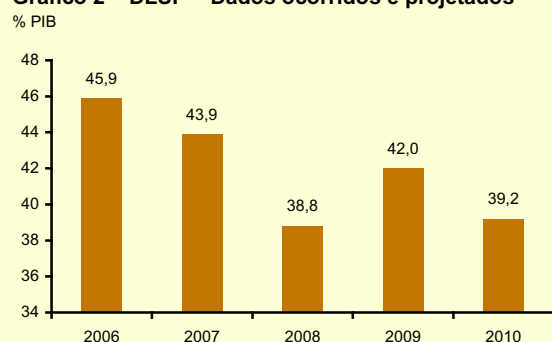
	2008	2009	2010
PIB (taxa de crescimento anual - em %)	5,10	-0,57	3,50
IGP-DI (%)	9,11	1,53	4,50
IPCA (%)	5,90	4,40	4,30
Taxa Selic média (%)	12,48	9,84	9,13
Taxa de câmbio (R\$/US\$) – fim de período	2,34	2,00	2,00
Superávit primário (% PIB)	3,68	2,50	3,30

1/ Parâmetros dados pelo Boletim Focus, de 19.5.2009, exceto superávit primário.

**Gráfico 1 – Dívida líquida do setor público**

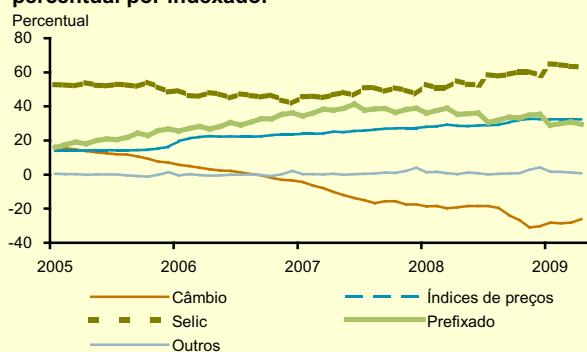


**Gráfico 2 – DLSP – Dados ocorridos e projetados<sup>1/</sup>**



1/ Até 2008, dados ocorridos. Em 2009 e 2010, dados projetados.

**Gráfico 3 – DLSP – Evolução da participação percentual por indexador**



3/ A exclusão da Petrobras das estatísticas fiscais passou a ser realizada a partir de maio de 2009. A nova meta de superávit primário para o ano considera o novo conceito.

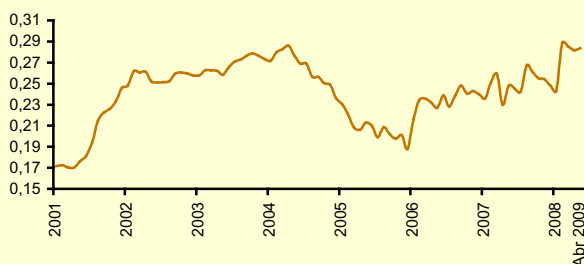
A trajetória da relação entre a DLSP e o PIB, com e sem a exclusão da Petrobras<sup>3</sup>, encontra-se expressa no Gráfico 1, que evidencia o movimento decrescente registrado, nos dois conceitos, entre os finais de 2003 e de 2008, quando os indicadores passaram a refletir, em especial, o impacto exercido pela crise internacional sobre a evolução da taxa de câmbio e do resultado primário consolidado do setor público. Vale mencionar que o patamar das referidas relações guarda estreita correspondência no período considerado, e que sua diferença reflete o saldo credor líquido registrado pela Petrobras, no período.

Considerando a reprogramação das metas fiscais e os parâmetros definidos na Tabela 1, a projeção da relação DLSP/PIB no biênio 2009-2010 registra elevação de 3,2 p.p. no primeiro ano, expressa no percentual de 42% alcançado em dezembro. Assinale-se que, embora apresente elevação em base anual, a relação deverá situar-se, em dezembro, em patamar semelhante ao observado em abril de 2009. A representatividade do endividamento líquido no PIB deverá retomar, em 2010, a trajetória decrescente registrada nos últimos anos, atingindo 39,2% em dezembro, conforme registrado no Gráfico 2.

A projeção da relação DLSP/PIB traduz, além das metas estipuladas para o resultado primário, sua sensibilidade às taxas de juros e de câmbio, e ao ritmo de crescimento do PIB.

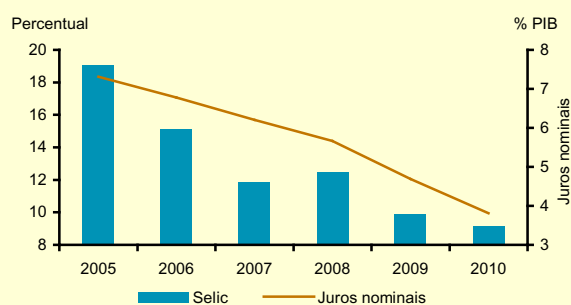
O efeito da flexibilização da política monetária sobre a evolução do indicador DLSP/PIB está associado, fundamentalmente, à composição da dívida, registrando relação direta com a participação dos títulos indexados à taxa Selic em seu total. Ressalte-se que, evidenciando tanto a confiança dos investidores nos fundamentos macroeconômicos do país quanto a política do governo no sentido de desvincular a dívida interna de movimentos cambiais, a parcela da DLSP indexada à taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) vem registrando aumento nos últimos anos, passando de 41,7%, em dezembro de 2006, para 63,3%, em abril de 2009, conforme observado no Gráfico 3.

**Gráfico 4 – Sensibilidade da relação DLSP/PIB à taxa Selic<sup>1/</sup>**  
p.p. PIB



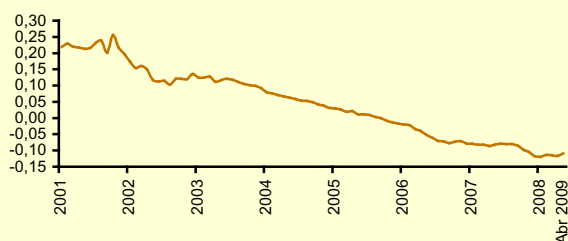
1/ Variação em doze meses na relação DLSP/PIB em função da variação positiva de 1 p.p. na taxa Selic.

**Gráfico 5 – Juros nominais apropriados e taxa Selic<sup>1/</sup>**  
Acumulado em doze meses



1/ Valores projetados em 2009 e 2010.

**Gráfico 6 – Sensibilidade da relação DLSP/PIB ao câmbio<sup>1/</sup>**  
p.p. PIB



1/ Variação na relação DLSP/PIB em função da desvalorização de 1% na taxa de câmbio (R\$/US\$).

Nesse contexto, uma variação de 1 p.p. na taxa Selic, considerada a hipótese de sua manutenção nos doze meses subsequentes, passou a proporcionar, em abril de 2009, movimento, em igual sentido, de 0,28 p.p. na relação DLSP/PIB, impacto 0,06 p.p. superior ao registrado em dezembro de 2006 (Gráfico 4).

Note-se, por outro lado, que dada a existência de parcela relevante da DLSP vinculada a índice de preços, 32,3% em abril de 2009, o impacto total da política monetária sobre sua dinâmica é complexo. Isto porque após momentos de contração (distensão) monetária a inflação tende a cair (subir), reduzindo (aumentando) os juros nominais incorporados à dívida.

Nesse cenário, a apropriação dos juros nominais acumulados em doze meses, que reflete, ainda, o processo de elevação nas taxas de juros observado nos três primeiros trimestres de 2008, passará, considerada a expectativa de mercado para a trajetória da taxa Selic, a registrar tendência declinante no decorrer de 2009 e de 2010, atingindo, na ordem, 4,7% do PIB – menor percentual desde 1997 – e 3,8% do PIB, ante 5,7% do PIB em 2008, conforme observado no Gráfico 5.

A suscetibilidade da DLSP às oscilações da taxa de câmbio reflete, a exemplo do observado em relação à taxa de juros, as mudanças experimentadas pela composição do endividamento líquido, que apresentava, até meados de 2006, parcela vinculada ao câmbio com saldo devedor líquido. Assim, uma depreciação de 1% na taxa de câmbio (R\$/US\$), que, ao final de 2004, determinava aumento de 0,08 p.p. na relação DLSP/PIB, passou a significar redução de 0,11 p.p. no indicador mencionado (Gráfico 6). O cenário de mercado projeta que o real deverá registrar apreciação de 14,4% em 2009, movimento responsável por variação de 1,4 p.p. na relação DLSP/PIB, e apresentar estabilidade em 2010, não exercendo portanto impacto sobre o indicador. Em 2008, a depreciação cambial atingiu 32%, respondendo por recuo de 2,6 p.p. do PIB no endividamento líquido.

A variação do PIB valorizado pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI)

**Tabela 2 – Evolução da dívida líquida<sup>1/</sup>**

Fatores condicionantes

	% PIB		
	2008	2009	2010
DLSP – saldo	38,8	42,0	39,2
DLSP – variação	-5,0	3,2	-2,8
Fatores (fluxos acumulados no ano):	-1,6	4,2	0,4
NFSP	1,9	2,2	0,5
Primário	-3,6	-2,5	-3,2
Juros nominais	5,5	4,6	3,7
Ajuste cambial	-2,6	1,4	0,0
Dívida mobiliária interna cambial <sup>2/</sup>	0,1	-0,1	0,0
Dívida externa – metodológico	-2,7	1,5	0,0
Outros ajustes	-0,9	0,6	0,0
Dívida externa <sup>3/</sup>	-0,9	0,4	0,0
Reconhecimento de dívidas	0,0	0,2	0,0
Privatizações	-0,0	-0,0	0,0
Efeito crescimento PIB – dívida	-3,5	-1,0	-3,2

1/ Em 2009 e 2010, dados projetados.

2/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

3/ Paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida.

Centrado deverá exercer contribuição negativa para a evolução da relação DLSP/PIB em 2009, de 1 p.p., e em 2010, de 3,2 p.p., comparativamente a -3,5 p.p., em 2008. As projeções refletem, naturalmente, o impacto relacionado às estimativas para crescimento real do produto e do IGP-DI.

Em síntese, a projeção relativa ao crescimento da relação DLSP/PIB em 2009 incorpora o efeito mais acentuado da redução da meta para o superávit primário e dos impactos da apreciação cambial estimada para o ano e da menor contribuição associada ao crescimento do PIB valorizado, em relação ao proporcionado pela redução na apropriação dos juros nominais. O recuo projetado para a relação em 2010, retornando a nível inferior ao assinalado anteriormente à crise, reflete o ambiente de recuperação na taxa de crescimento do produto e aumento do superávit primário. As contribuições individuais dos condicionantes da evolução da relação DLSP/PIB, no biênio, encontram-se na Tabela 2.

Vale mencionar, portanto, que a trajetória projetada para a relação DLSP/PIB, baseada fundamentalmente em parâmetros do mercado, ao assegurar a continuidade da redução do endividamento público no médio prazo, evidencia o caráter benigno das medidas fiscais adotadas pelo governo com o objetivo de fortalecer setores relevantes para a recuperação do nível da atividade interna, desde que essas sejam temporárias, como vêm sinalizando as autoridades responsáveis.