

---

# Uma avaliação da poupança em conta corrente do governo

---

Manoel Carlos de Castro Pires<sup>1</sup>

**Resumo:** Este artigo tem como objetivo avaliar a proposta de excluir os investimentos públicos do cálculo do superávit primário do ponto de vista da sustentabilidade da dívida pública. Avalia-se um modelo AK de dinâmica da dívida pública e os primeiros resultados não encontram respaldo empírico.

**Palavras-chave:** Dívida pública; sustentabilidade; superávit primário.

## *Assessing government's primary surplus*

**Abstract:** *This paper aims to evaluate the exclusion proposal of public investments from primary surplus from a sustainability approach. An AK model of public debt dynamic is analysed and the initial results do not find empirical evidence.*

**Key words:** *Public debt; sustainability; primary surplus.*

**JEL:** *H62, H63, H69.*

## Introdução

O instrumento de política fiscal tem vários objetivos e não é surpreendente que, ao se determinar uma meta de superávit primário, apareçam distintos grupos de interesse em discordância com o patamar estipulado. Em geral, o superávit primário deve atender interesses de curto prazo e longo prazos. Muitas vezes os interesses de curto prazo são contraditórios entre si. Por exemplo, o superávit primário efetuado para o pagamento de juros da dívida concorre com a necessidade de melhoria dos serviços de saúde.

<sup>1</sup> Técnico do Ipea e doutorando em Economia da Unb.

Este conflito pode ser ainda mais problemático quando a forma com a qual o superávit primário é gerado implica redução dos investimentos públicos, o que cria conflito entre os objetivos de curto prazo (estabilidade) e os objetivos de longo prazo (crescimento econômico). O argumento é válido quando nota-se que os testes de sustentabilidade da dívida pública mostram, em geral, que a dívida pública em relação ao PIB é sustentável no Brasil<sup>2</sup>. Entretanto, dado o atual baixo nível de investimento público, a economia brasileira tem obtido taxas de crescimento muito baixas quando comparadas com países emergentes<sup>3</sup>.

O artigo tem por objetivo avaliar o conceito de poupança em conta corrente do governo, que se contrapõe ao conceito de superávit primário pela exclusão dos investimentos públicos do cálculo deste último. Assim, objetiva-se obter níveis mais elevados de investimento público sem comprometer a estabilidade da dívida pública.

A idéia é despojada de originalidade e foi proposta por Musgrave (1939). De forma equivalente, Keynes propôs a separação do orçamento corrente e de capital, conforme discutiu Kregel (1983). Mais recentemente, Blanchard & Giavazzi (2004) defenderam esta mudança de política para os países da União Européia como forma de obter taxas de crescimento mais elevadas para este conjunto de países.

Este artigo conta com mais quatro seções além desta breve introdução. A seção a seguir apresenta os principais aspectos que envolvem o debate em torno da exclusão dos investimentos públicos do cálculo do superávit primário, mostrando que este debate tem resultado em uma queda abrupta dos investimentos públicos em vários países, e no Brasil em particular.

Um ponto relevante no debate é em que medida esta mudança na política fiscal resultaria em uma trajetória de não sustentabilidade da dívida pública. Dado o atual contexto de restrição fiscal, esta é uma importante questão que deve fazer parte do debate. Assim, a terceira seção apresenta uma aplicação do modelo AK ao conceito de poupança em conta corrente do governo como forma de tornar o crescimento endógeno ao investimento público, gerando uma equação de dinâmica para a dívida pública.

A quarta seção apresenta uma avaliação do modelo aos dados da economia brasileira, comparando os resultados do modelo a partir da metodologia VAR. Em seguida, seguem as principais conclusões do artigo, traçando alguns pontos para avanço futuro.

2 Sobre a análise de sustentabilidade para o Brasil, ver Bicalho (2005) e de Mello (2005), que verificam que a dívida pública brasileira pode ser considerada sustentável.

3 Esta observação tem levado à necessidade de maior espaço fiscal para aumento dos investimentos públicos, conforme discutido em Afonso *et al.* (2005).

## **1. Uma análise dos investimentos públicos no Brasil**

O debate em torno dos investimentos públicos é polarizado em torno de três argumentos que justificam o fato que este não deve ser diferenciado dos demais gastos. O primeiro argumento indica que os investimentos públicos são um gasto que possui impactos sobre a demanda agregada e que, em um país com metas para a inflação, este fato causa elevação da taxa de juros.

Este argumento talvez seja o mais difícil de conciliar, pois, apesar de correto, não considera ou coloca em um plano inferior a importância dos investimentos públicos na trajetória de crescimento econômico, rivalizando o curto com o longo prazo. Assim, seria mais adequado defender a redução das despesas correntes que a não separação dos investimentos públicos do superávit primário. Além disto, Blanchard & Giavazzi (2004) mostraram que esta proposta é compatível com a sustentabilidade da dívida pública, dado que o endividamento equivale à variação do capital que corresponde ao aumento do ativo do governo.

O segundo argumento afirma que a exclusão dos investimentos públicos criaria espaço para a contabilidade criativa, que se refere à inclusão de itens na rubrica investimento de forma inadequada com o intuito de burlar a restrição fiscal. Entretanto, Pires & Silva (2006) mostraram que existe uma burocracia estatal que pode inviabilizar a contabilidade criativa.

O terceiro argumento se refere ao fato de que o investimento público, se feito com poucos critérios, pode concorrer com a iniciativa privada, resultando em ineficiência econômica. A pergunta que esta afirmação coloca é: qual o nível ótimo de investimentos públicos? Este argumento deveria ser entendido como uma racionalização dos investimentos públicos ou melhor alocação, não necessariamente com a sua redução extrema.

Em conjunto, estes três argumentos têm sido responsáveis pela queda dos investimentos públicos. Na tabela 1, constam os investimentos públicos nos principais países latinos. Como pode ser observado, o nível de investimentos públicos pode ser considerado baixo, exceção feita à Colômbia.

TABELA 1 - INVESTIMENTOS PÚBLICOS EM PAÍSES SELECIONADOS

Países	Investimentos Públicos (média 1998-2003 em % do PIB)
Argentina	1,44
Brasil	3,41
Chile	2,79
Colômbia	8,32
México	2,55
Paraguai	3,64
Uruguai	1,80

FONTE: Cepal.

Quando se avalia o caso brasileiro em perspectiva histórica, percebe-se uma redução abrupta. A média dos investimentos públicos (incluindo empresas estatais) no período 1970-79 é acima de 11% do PIB, no período 1980-89 próximo de 10% do PIB e depois cai abruptamente para valores menores que 4% do PIB.

Assim, é importante criar mecanismos capazes de elevar os investimentos públicos de forma a galgar patamares maiores para o crescimento econômico. Em um contexto de restrição fiscal, é importante avaliar a proposta do ponto de vista da sustentabilidade da dívida pública.

## 2. Modelo

O modelo conta com uma função de produção  $Y_t = AK_t$  e com uma equação de dinâmica para a dívida pública comum nos estudos de sustentabilidade:

$$\dot{b} = s + i^G + (r - n)b \quad (1)$$

que afirma que a variação da dívida pública ( $\dot{b}$ ) é função da poupança em conta corrente do governo sobre o PIB ( $s$ =gastos correntes-receitas), do investimento público em relação ao PIB e da diferença entre a taxa real de juros ( $r$ ) e a taxa real de crescimento econômico ( $n$ ) que incide sobre o estoque da dívida pública em relação ao PIB ( $b$ ).

Uma primeira avaliação da equação (1) indica que o impacto do investimento público sobre o endividamento público é um, ou seja, o aumento de uma unidade no investimento público eleva a dívida em uma unidade.

Esta abordagem ignora os efeitos benéficos do investimento público sobre o crescimento econômico. Com efeito, suponha que o PIB ( $Y$ ) possa ser descrito por um processo do tipo  $AK$  onde  $K$  é o estoque da capital da economia e  $A$  é o fator que mantém a relação produto-capital constante. Então, desconsiderando a depreciação, obtém-se:

$$n = \dot{K}/K = (I^G + I^P)/K = A(i^G + i^P) \quad (2)$$

que mostra que o investimento público é uma das variáveis que determinam o crescimento econômico. Assim, ao substituir (2) em (1), tem-se:

$$\dot{b} = s + i^G + (r - A(i^G + i^P))b \quad (3)$$

De acordo com a equação (3), o efeito do investimento público sobre o endividamento é dado por  $(1 - Ab)$ . Neste caso, se este termo for positivo, o investimento público contribui de forma positiva para a aceleração da dívida pública. Caso contrário, o investimento público desacelera a dívida pública.

Uma consideração que deve ser feita refere-se ao modo como o investimento privado é modelado. A equação (3) trata do investimento privado de forma exógena; contudo, existe relação entre os investimentos público e privado. A teoria econômica afirma que, se estes investimentos são realizados de forma complementar, o investimento privado reage de forma positiva ao investimento público e, se são concorrentes, o investimento privado reage de forma negativa ao investimento público. Desta forma, a equação (3) pode ser reescrita:

$$\dot{b} = s + i^G + (r - A(i^G + \alpha i^G))b \quad (4)$$

com  $\alpha$  podendo ser negativo ou positivo.

Para avaliar o efeito do investimento público sobre a dívida pública, deve-se reescrever o modelo em tempo discreto e resolvê-lo recursivamente:

$$b_t - b_{t-1} = s_t + i_t^s + (r - n)b_t \quad (5)$$

obtendo no tempo t:

$$b_t = (1 + Ai_t^G + Ai_t^P - r)^{-1}(b_{t-1} + s_t + i_t^G) \quad (6)$$

em t-1:

$$b_{t-1} = (1 + Ai_{t-1}^G + Ai_{t-1}^P - r)^{-1}(b_{t-2} + s_{t-1} + i_{t-1}^G) \quad (7)$$

Ao realizar este procedimento  $s$  vezes e substituindo em (6), obtém-se:

$$b_t = \prod_{i=0}^t (1 + Ai_{t-i}^G + Ai_{t-i}^P - r)^{-1}(b_0) + \sum_{i=1}^s (1 + Ai_{t-i}^G + Ai_{t-i}^P - r)^{-i}(s_{t-i+1} + i_{t-i+1}^G) \quad (8)$$

Assumindo  $s \rightarrow \infty$ , e observando que  $b_0 = 0$ , o primeiro termo pode ser desconsiderado e obtém-se:

$$b_t = \sum_{i=1}^{\infty} (1 + Ai_{t-i}^G + Ai_{t-i}^P - r)^{-i}(s_{t-i+1} + i_{t-i+1}^G) \quad (9)$$

que mostra que a dívida pública é função da poupança em conta corrente do governo e do investimento público, ambos descontados pela produtividade dos investimentos público e privado dos períodos passados e pela taxa de juros, ou seja, descontada pela produtividade líquida do capital.

Assumindo que o investimento privado é função do investimento público, a equação (9) é alterada para:

$$b_t = \sum_{i=1}^{\infty} (1 + Ai_{t-i}^G + A\alpha i_{t-i}^G - r)^{-i} (s_{t-i+1} + i_{t-i+1}^G) \quad (10)$$

que contém implicações equivalentes à equação (9)<sup>4</sup>.

As equações (9) e (10) mostram que a dívida pública é afetada pelo investimento público e este efeito pode ser positivo ou negativo, dependendo da combinação dos parâmetros. Entretanto, observa-se que este efeito deve ser positivo para uma ampla combinação de parâmetros.

### 3. Metodologia

Para a análise do modelo, deve-se entender o que o modelo diz, ou seja, como a partir do modelo a dívida pública se comporta em relação ao investimento público e em relação à poupança em conta corrente do governo. Neste sentido, dois enfoques poderiam ser utilizados.

O primeiro enfoque trata da estimação, propriamente dita, da equação (9) ou (10). O problema deste enfoque é que a estimação destas equações pode trazer problemas. Em primeiro lugar, é necessário um número de parâmetros muito elevado, o que gera um modelo sem parcimônia ou com poucos graus de liberdade para a estimação, o que torna as previsões do modelo estimado inúteis.

O segundo enfoque, e que será utilizado neste artigo, tenta avaliar em que medida este modelo reproduz alguns fatos estilizados da economia brasileira. Neste sentido, quais são os fatos gerados pelo modelo e quais são os fatos estilizados da economia brasileira?

Os fatos gerados pelo modelo são obtidos a partir da calibragem dos respectivos parâmetros e de algumas hipóteses a partir do processo gerador dos dados de investimento público e da poupança em conta corrente do governo. A partir da hipótese sobre o processo que o investimento público e a poupança em conta corrente do governo seguem,

4 A literatura que estuda a relação entre investimentos público e privado tem sugerido que a relação é positiva, ou seja, o investimento público cria externalidades positivas para o investimento privado. Para esta relação na economia americana ver Erenburg (1993) e para o Brasil ver Ribeiro & Teixeira (2001).

pode-se avaliar o efeito de uma inovação nestas variáveis sobre a dívida pública.

Os fatos estilizados da economia brasileira serão obtidos a partir da técnica de vetores auto-regressivos (VAR). Conforme salienta Enders (2004), o objetivo da metodologia VAR é entender a relação entre as variáveis. Daí, esta metodologia ficar conhecida como ateórica, pois seu objetivo é tentar captar o relacionamento entre as variáveis impondo o mínimo possível de restrições.

Dessa forma, a avaliação do modelo consistirá na comparação destes dois resultados. Ao ressaltar estas diferenças e similaridades, pode-se obter conclusões para possíveis melhorias a serem feitas no modelo apresentado.

### 3.1 Análise empírica

A avaliação da equação (3) depende fundamentalmente do cálculo da variável  $A$ , que corresponde à relação produto-capital da economia brasileira. Os dados de PIB e formação bruta de capital fixo indicam que nos últimos quatro anos (Tabela 2) esta relação se situou em torno de 4,4 (média do período). Além disto, observando que a dívida líquida do setor público em 2005 se aproximou de 50% do PIB, calcula-se que a aceleração da dívida pública ao investimento público é negativa e igual a -1,20 ( $1-Ab$ ).

TABELA 2 - CÁLCULO DA RELAÇÃO PRODUTO-CAPITAL -  $A$

	Y (em milhões de R\$)	K (em milhões de R\$)	A
2002	1.199.144,87	265.953,46	4,50
2003	1.395.604,38	307.491,07	4,53
2004	1.581.501,25	376.573,31	4,19
2005	1.728.518,16	398.597,80	4,33

FONTE: Ipeadata.

Quais são os fatos gerados pelo modelo? Dado que  $A$  é aproximado em 4,4 e a relação investimento público e privado é 5, deve-se definir qual o processo gerador de dados das variáveis investimento público e poupança em conta corrente do governo.

Em ambos os casos, supõe-se que o processo gerador de dados é um passeio aleatório, ou seja,

$$i_t = i_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$s_t = s_{t-1} + \zeta_t$$

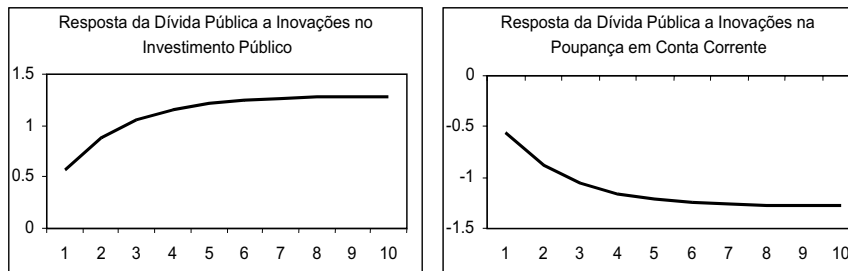
onde  $\varepsilon_t, \zeta_t$  são modelados como ruído branco.

Como o modelo reage a um choque em cada uma das variáveis? Para fazer esta avaliação, basta fazer  $\varepsilon_t$  e  $\zeta_t$  igual à unidade e zero nos demais períodos. A figura 1 mostra os efeitos destes choques sobre a dívida pública.

Os resultados indicam que choques sobre a o investimento público e sobre a poupança em conta corrente do governo possuem efeitos (teóricos) persistentes sobre a dívida pública. No caso do investimento público, este efeito é positivo, enquanto que no caso da poupança em conta corrente do governo o efeito é negativo.

A figura 1 indica ainda que ao longo de dez períodos estes efeitos se estabilizam e que os acréscimos são decrescentes, ou seja, a cada período o efeito do investimento é menor que no período anterior.

FIGURA 1 - EFEITOS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA DE CHOQUES NO INVESTIMENTO PÚBLICO E NA POUPANÇA EM CONTA CORRENTE DO GOVERNO



Para uma comparação dos resultados obtidos a partir do exercício de calibragem, empregou-se a metodologia VAR. Desta forma, a aplicação da metodologia de vetores auto-regressivos é adequada para a avaliação do modelo, já que compara os resultados obtidos no modelo teórico com os fatos estilizados obtidos a partir desta metodologia.

Em relação ao conjunto de dados utilizados, a série de dívida líquida do setor público em relação ao PIB (div) foi obtida no sitio do Banco Central do Brasil. A série de investimento público do setor público consolidado (inv) tem como fonte o Tesouro Nacional e a série de poupança em conta corrente do governo (poup) consiste da exclusão dos investimentos do superávit primário, que tem como fonte o Banco Central do Brasil. A periodicidade dos dados é de junho de 1999 a junho de 2005.

Para a aplicação empírica, é necessário testar a estacionariedade das séries. Conforme a tabela 3, que apresenta o teste ADF de raiz unitária das séries de investimento público, dívida e poupança em conta corren-



te do governo, nota-se que ambas são estacionárias em primeira diferença (I(1)).

TABELA 3 - TESTE ADF DE RAIZ UNITÁRIA

Hipótese Nula	Lag	Estatística t	Nível crítico 5%	Probabilidade
Poup possui raiz unitária	0	-2,15	-2,89	0,22
d(poup) possui raiz unitária	0	-8,41	-2,90	0,00
div possui raiz unitária	1	-0,01	-1,94	0,67
d(div) possui raiz unitária	0	-11,25	-1,94	0,00
inv possui raiz unitária	0	-0,98	-1,94	0,29
d(inv) possui raiz unitária	0	-5,80	-1,94	0,00

A variável *poup* foi estimada com constante, a variável dívida sem constante e sem tendência e a variável *inv* sem constante e sem tendência. Para esta seleção foi utilizado o critério SIC.

Os critérios de seleção do modelo (Tabela 4) indicam que o modelo mais adequado possui uma defasagem. Nota-se que os critérios de Schwarz (SIC), Akaike (AIC) e Hanna-Quinn (HQ) indicam o mesmo número de defasagens.

TABELA 4 - SELEÇÃO DO NÚMERO DE DEFASAGENS

	SIC	AIC	HQ
1	1,65*	1,27*	1,43*
2	1,97	1,30	1,57
3	2,28	1,34	1,71
4	2,60	1,37	1,86

Com o intuito de avaliar se existe uma relação de longo prazo entre as variáveis, procedeu-se o teste de cointegração de Johansen (Tabela 5). O teste de cointegração indica que não se pode rejeitar a hipótese alternativa de ausência de relação de cointegração entre as variáveis. O teste não rejeita a hipótese nula de que existe ao menos uma relação de cointegração.

TABELA 5 - TESTE DE COINTEGRAÇÃO DE JOHANSEN\*

Hipótese Nula: Número de Vetores de Cointegração	Autovalor	Estatística de Traço	Valor Crítico 5%	Valor Crítico 1%
Nenhuma**	0,26	29,01	24,31	29,75
No máximo 1	0,05	4,94	12,53	13,31

\* Sem intercepto ou tendência no vetor de cointegração.

Apesar de existir uma relação de longo prazo entre as variáveis, alguns desequilíbrios de curto prazo podem ocorrer e, portanto, a estimação

do VAR deve conter um mecanismo de correção de erro com o intuito de corrigir estes desvios do equilíbrio de longo prazo. Portanto, o modelo avaliado consiste em um modelo VEC (*vector error correction*).

A Tabela 6 mostra que a decomposição da variância indica que erros de previsão na dívida pública se devem em 99% à própria dívida pública, sendo as demais variáveis não significativas. No caso de erros de previsão do investimento público, 68% se devem ao próprio investimento público e 31% à poupança em conta corrente do governo, sendo os erros devido à dívida pública não significativos. Os erros de previsão da poupança em conta corrente do governo se devem em 2% ao superávit primário, 6% aos investimentos públicos e 90% da poupança em conta corrente.

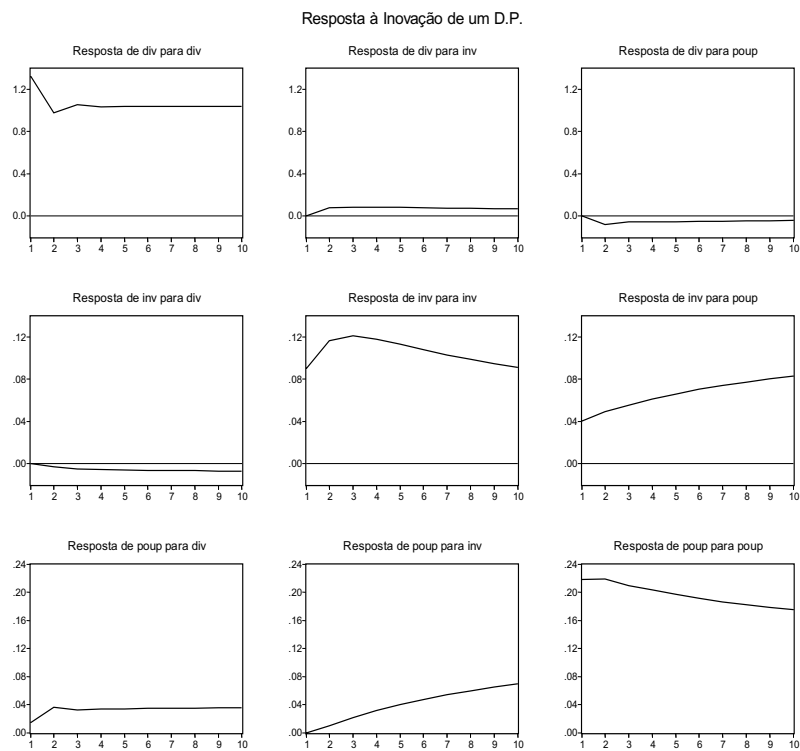
TABELA 6 - DECOMPOSIÇÃO DA VARIÂNCIA

Mês	div			inv			poup		
	div	inv	poup	div	inv	poup	div	inv	poup
1	100	0,00	0,00	0,00	83,04	16,95	0,41	0,00	99,58
2	99,52	0,22	0,24	0,04	84,20	15,75	1,57	0,10	98,32
3	99,40	0,33	0,26	0,08	83,51	16,40	1,80	0,39	97,79
4	99,31	0,39	0,28	0,11	82,13	17,74	2,00	0,82	97,17
5	99,28	0,43	0,28	0,14	80,46	19,39	2,14	1,36	96,48
6	99,26	0,45	0,27	0,16	78,65	21,18	2,26	1,99	95,73
7	99,26	0,45	0,27	0,17	76,79	23,02	2,36	2,69	94,93
8	99,27	0,46	0,27	0,19	74,93	24,86	2,45	3,43	94,11
9	99,28	0,45	0,26	0,20	73,11	26,67	2,53	4,19	93,26
10	99,29	0,45	0,25	0,22	71,34	28,43	2,61	4,97	92,41
11	99,31	0,44	0,24	0,23	69,63	30,12	2,67	5,75	91,56
12	99,32	0,43	0,23	0,24	68,00	31,75	2,73	6,53	90,72

As funções de impulso resposta (figura 2) mostram que choques transmitidos sobre as próprias variáveis possuem efeitos positivos e não se dispersam ao longo de dez meses. A dívida pública responde de forma positiva e permanente ao impulso no investimento público e de forma negativa e permanente ao impulso na poupança em conta corrente do governo.

A resposta do investimento público ao impulso na dívida pública é negativa e não se dissipa ao longo de dez meses. Em relação ao impulso na poupança em conta corrente do governo, o investimento público reage de forma positiva e permanente. A resposta da poupança em conta corrente do governo é positiva ao impulso na dívida pública e não se dissipa ao longo de dez meses. A poupança em conta corrente do governo reage de forma positiva e permanente ao impulso no investimento público.

FIGURA 2 - FUNÇÕES DE IMPULSO RESPOSTA



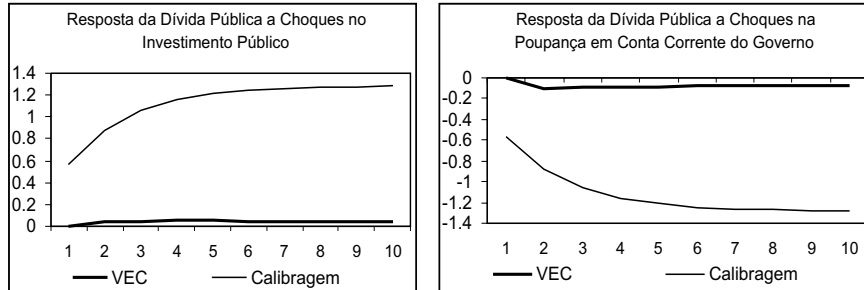
Em que medida estes resultados podem ser comparados? A figura 3 sobrepõe os resultados obtidos com o modelo VEC com os resultados obtidos a partir da calibragem.

Em primeiro lugar, pode-se notar uma diferença de nível muito elevada. Isto pode ter se dado pelo fato de que a inclusão de correção de erros tende a evitar distanciamentos elevados, mecanismo que não foi utilizado no modelo teórico.

Além disto, este resultado pode ser devido às outras hipóteses do modelo, como a modelagem da função de produção (AK), que é muito específica, como a hipótese para a taxa de juros (constante no modelo) e a não inclusão de ajustes patrimoniais, que são um importante fator na dinâmica da dívida pública brasileira.

Os resultados que são corroborados pelo modelo são: (i) o sinal dos choques, (ii) os efeitos persistentes sobre a dívida pública, (iii) os acréscimos sobre a dívida pública são decrescentes e se estabilizam dentro do período de análise.

FIGURA 3 - COMPARAÇÃO ENTRE OS RESULTADOS



#### 4. Conclusões

O artigo teve como objetivo avaliar a proposta de adoção da poupança em conta corrente do governo como meta de política fiscal. A poupança em conta corrente do governo difere do conceito de superávit primário pela exclusão dos investimentos públicos deste último.

Esta alteração é importante, pois os investimentos públicos têm sido reduzidos nos últimos anos. Neste sentido, a contribuição desta proposta é incentivar o aumento desta rubrica na participação dos gastos do governo.

Em um contexto de restrição fiscal, é importante avaliar esta proposta do ponto de vista da sustentabilidade da dívida pública. Com este intuito, foi construído um modelo de dinâmica de dívida pública que incorpora os principais aspectos da proposta.

A análise empírica mostrou que o modelo possui algumas propriedades incompatíveis com os fatos estilizados da economia brasileira. Em outras palavras, o modelo superestima o impacto do investimento público e da poupança em conta corrente do governo na trajetória da dívida pública. Este resultado pode ser devido a algumas simplificações do modelo, como a função de produção (AK), a taxa de juros (que é constante na análise) e da não modelagem dos ajustes patrimoniais.

#### Referências

- AFONSO, J. R. & AMORIM, E. & BIASOTO JR., G. (2005). "Fiscal space and public sector investments in infrastructure: a Brazilian case-study." IPEA, Texto para Discussão 1141.
- BICALHO, A. (2005). *Teste de sustentabilidade e ajuste fiscal no Brasil pós-Real*. Rio de Janeiro: Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, EPGE.

- BLANCHARD, O. J. & GIAVAZZI, F. (2004). "Improving the SGP through a proper accounting of public investment." Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series 4220.
- DE MELLO, L. (2005). "Estimating a fiscal reaction function: the case of debt sustainability in Brazil." OECD, Paris, OECD Economics Department Working Paper 423.
- ERENBURG, S. J. (1993). "The real effects of public investment on private investment". *Applied Economics* 25: 831-837.
- KREGEL, J. (1983). "Budget deficits, stabilization policy and liquidity preference: Keynes's post-War policy proposals." In VICARELLI, F. (ed.). *Keynes's relevance today*. The Macmillan Press: London.
- MUSGRAVE, R. A. (1939). "The nature of budgetary balance and the case for the capital budget." *American Economic Review* 29: 260-71.
- PIRES, M. C. C. & SILVA, A. M. A. (2006). "Dívida pública, poupança em conta corrente do governo e superávit primário: uma análise de sustentabilidade." IPEA, Brasília (DF), Texto para Discussão 1196.
- RIBEIRO, M. B. & TEIXEIRA, J. R. (2001). "An econometric analysis of private sector investment in Brazil." *Cepal Review* 74 (agosto).

Recebido em: 29 jun. 2006  
Aceite em: 9 set. 2006