

Determinantes da dívida pública e da solvência do estado

Antony P. Mueller

Este artigo analisa, baseado no modelo da dívida de Domar¹, os principais determinantes dos coeficientes da dívida pública e do déficit orçamentário e identifica os fatores que garantem a solvência de um país. Se encontra no anexo os dados estatísticos relevantes para a avaliação da solvência para o caso atual do Brasil.

1. Coeficiente da dívida

O coeficiente do déficit orçamentário anual (k) de um país é dado pela variação da dívida pública (B) sobre o período em % do PIB anual (Y):

$$\frac{B_t - B_{t-1}}{Y_t} = k$$

O crescimento da dívida em fixa relação com o PIB nominal (kY) é igual à taxa de crescimento do PIB nominal (g) multiplicada pelo coeficiente da dívida ($D = \frac{B}{Y}$) ou igual a taxa do crescimento real (g^*) mais a taxa de inflação anual (π)

$$kY = gD = (g^* + \pi)D$$

Assim, dado uma taxa de juros constante, o coeficiente da dívida (B/Y) irá convergir para a relação do quociente do déficit (k) e a taxa de crescimento de PIB nominal (g). Se o quociente do déficit e a taxa de crescimento ficam constantes, o quociente converge para um valor estável.

$$\frac{B}{Y} = \frac{k}{g^* + \pi} = \frac{k}{g}$$

O coeficiente da dívida vai subir quando o coeficiente de déficit sobe e se a taxa de crescimento cai. O coeficiente da dívida vai baixar, quando o quociente de déficit anual cai e se o crescimento do PIB nominal sobe. Quando os valores são constantes, o quociente da dívida irá convergir para o valor definido.

Vamos supor, por exemplo, que o quociente do déficit seja 3 %, o crescimento real 2 % e a taxa de inflação anual também 3 %. Neste caso, a dívida se estabilizaria em 60% do PIB

$$\frac{B}{Y} = \frac{k}{g^* + \pi} = \frac{0,03}{0,02 + 0,03} = \frac{k}{g} = \frac{0,03}{0,05} = 0,6 = 60\%$$

¹ Evsey Domar: "The 'Burden of the Debt' and the National Income". American Economic Review, 34 (1944), pp. 798-827

No caso que a taxa de crescimento nominal do PIB cai a 3 %, no entanto, o coeficiente da dívida subiria para 100 %. Da mesma forma isso iria acontecer quando a taxa de crescimento do PIB nominal permaneceria constante com 5 %, mas o quociente do déficit subiria para 5 %.

2. Sustentabilidade da solvência

O espaço de manobra fiscal depende da diferença entre o valor do serviço da dívida e o resto do orçamento. Este chamado superávit primário representa a receita pública (T) menos os gastos do governo sem o pagamento de juros (G'): $T - G'$.

O peso da dívida de longo prazo em relação ao superávit primário é

$$\frac{T - G'}{Y} = (r - g^*) \frac{B}{Y}$$

A fórmula mostra que o tamanho do superávit primário necessário para manter a solvência. Na medida em que a taxa de juros real (r) excede a taxa de crescimento real (g^*), o governo deve gerar um superávit primário para manter solvência. Caso contrário, o peso da dívida se tornaria insustentável. Este resultado segue do fato de que o crescimento real da economia (g^*) depende do progresso tecnológico e da acumulação de capital físico e humano e assim são fatores do longo prazo e mesmo dado que o banco central seja capaz de manipular a taxa nominal de juros, a taxa real de juros (r) está ancorada na taxa natural como ela é determinada pela preferência temporal na sociedade. Além disso, o fato que a economia se encontra numa fase de fraqueza implica que o potencial de aumentar a receita pelos impostos é limitado.

3. Implicações para a política orçamentária

O coeficiente da dívida pública cai quanto maior o superávit primário e o crescimento real da economia e quanto menor a taxa real de juros. Para a política econômica surge assim a tarefa de gerar um superávit primário pela política orçamentária e implantar uma política macroeconômica orientada em aumentar o crescimento natural da economia. Facilitar o progresso tecnológico e promover a acumulação de capital físico e humano são os passos necessários para melhorar a produtividade econômica e aumentar a taxa natural do crescimento econômico enquanto uma política de boa governança contribuirá a estabelecer confiança e assim reduzir a taxa natural de juros. Enfrentar a dívida pública com a tentativa de gerar receita pelo aumento do imposto inflacionário (aceleração do g pela elevação do π nas fórmulas acima) não é uma solução racional. A chamada senhoriação só funciona quando as taxas de inflação ficam baixas. Enquanto mais inflação reduz a dívida pública em termos reais, uma hiperinflação que eliminaria a dívida pública na forma da redução do coeficiente da dívida pelo aumento inflacionário do PIB nominal, ruiria a economia inteira e se pagaria a eliminação da dívida pública com o empobrecimento do país.

Fig. 1 Dívida pública bruta, 2006-2016

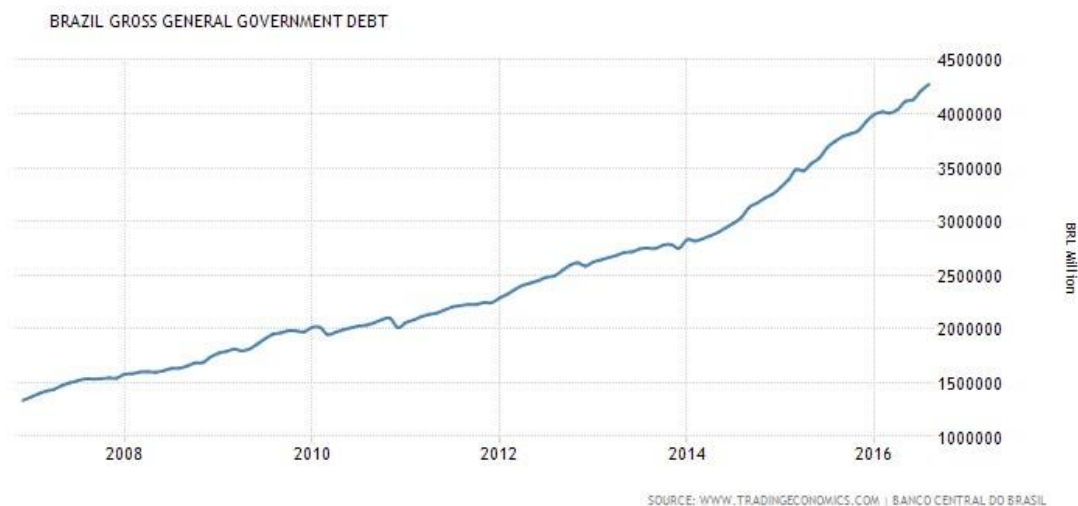


Fig. 2 Coeficiente da dívida (Dívida pública em % do PIB)



Fig. 3 Coeficiente do déficit (Déficit orçamentário em % do PIB)

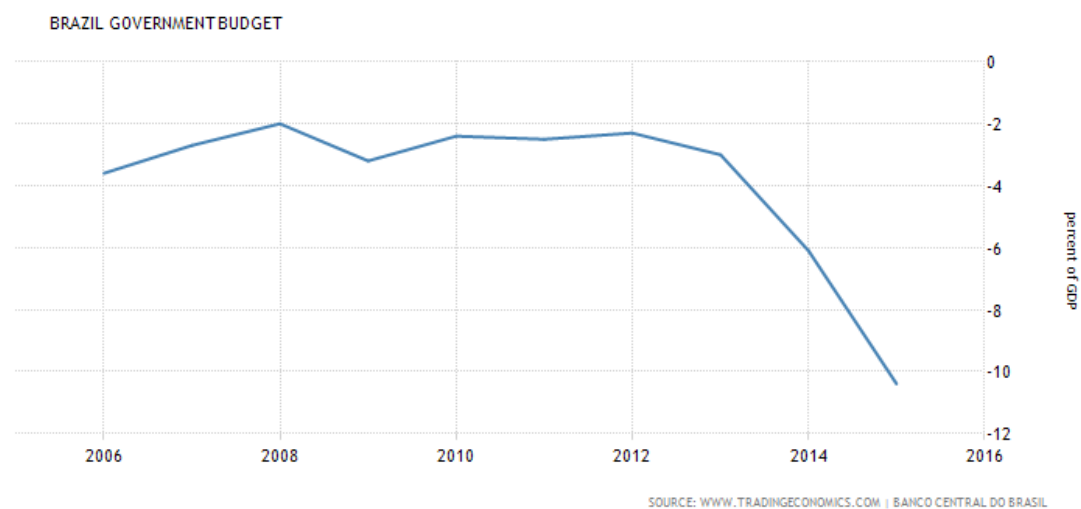


Fig. 4 Taxa do crescimento real

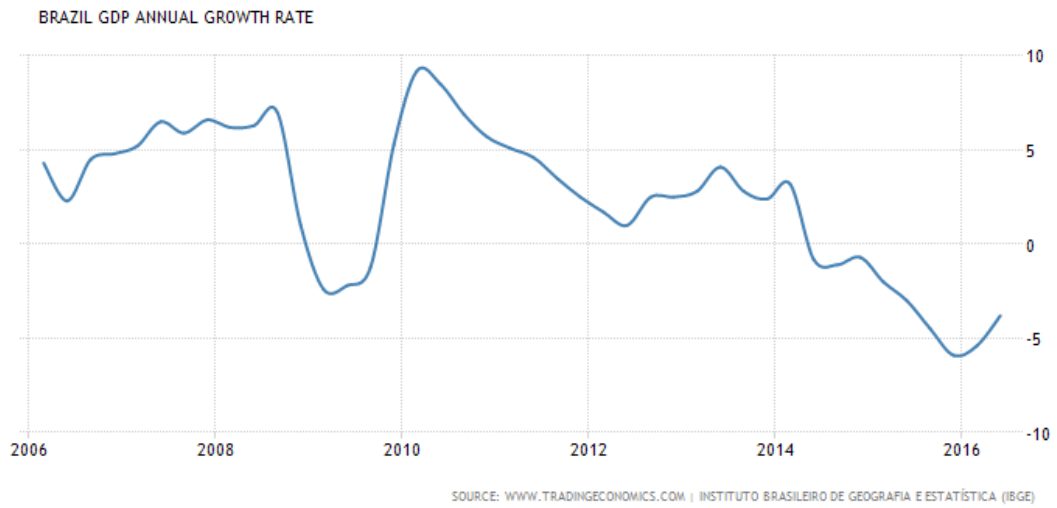


Fig. 5 Taxa da inflação



Fig. 6 Taxa de juros (SELIC)

