



TEXTOS PARA DISCUSSÃO

No. 2020/05

Determinantes da dívida pública e da solvência do governo.

Antony P. Mueller

Samuel Vaz-Curado

Este artigo analisa os principais determinantes dos coeficientes da dívida pública e do déficit orçamentário e identifica os fatores que garantem a solvência de um país. A análise é baseada no modelo da dívida de [Domar](#). O trabalho faz uma avaliação da dívida e da solvência no atual cenário do Brasil e apresenta no apêndice os dados estatísticos relevantes para tal.

1. Coeficiente da dívida

O coeficiente do déficit orçamentário anual (k) de um país é dado pela variação anual da dívida pública (B) com relação ao PIB anual (Y):

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

O crescimento da dívida em relação fixa com o PIB nominal (kY) é igual à taxa de crescimento do PIB nominal (g) multiplicada pelo coeficiente da dívida ($D=BY$). A taxa de crescimento do PIB nominal é igual à taxa de 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) convergirá para a relação do quociente do déficit (k) com 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 aumenta quando o coeficiente de déficit sobe ou quando a taxa de crescimento cai. Por outro lado, o coeficiente da dívida diminui quando o quociente de déficit anual cai ou quando o crescimento do PIB nominal sobe. Quando os valores são constantes, o quociente da dívida converge 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 3%. Neste caso, a dívida se estabilizaria em 60% do PIB:

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

No caso em que a taxa de crescimento nominal do PIB cai a 3%, no entanto, o coeficiente da dívida subiria para 100%. Da mesma forma, isso aconteceria caso a taxa de crescimento do PIB nominal permanecesse constante em 5%, mas o quociente do déficit subisse 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 qual 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.

Esse resultado segue do fato de que o crescimento real da economia (g^*) depende do progresso tecnológico e da acumulação de capital físico e humano, que são fatores de longo prazo. Ainda 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, quando a economia se encontra numa fase de fraqueza, 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 para 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 de g pela elevação do π nas fórmulas acima) não é uma solução racional. A chamada senhoriagem 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 arruinaria a economia inteira e a eliminação da dívida pública seria paga com o empobrecimento do país.

4. Aplicação ao caso brasileiro

O arcabouço teórico exposto acima permite a análise da dívida pública do Brasil e da solvência do governo brasileiro. A economia brasileira está estagnada desde 2017, após dois anos de quedas reais do PIB da ordem de 3,5% ao ano. Esse comportamento da economia real coloca em cheque a trajetória da dívida pública, conforme o modelo acima.

O Banco Central do Brasil (BCB) segue uma política de metas de inflação e aplica a chamada regra de Taylor como política monetária. Isso significa, em linhas gerais, que a taxa de juros nominal é manipulada inversamente à taxa de inflação. Portanto, o banco central responde surtos inflacionários com aumento da taxa de juros nominal, e reduz a taxa de juros quando a inflação está dentro da meta.

A taxa de inflação de preços da economia brasileira atingiu um pico de dois dígitos em 2015 e tem-se reduzido desde então. O BCB respondeu à aceleração da inflação com aumentos da taxa de juros nominal (SELIC), que chegou a 14,25% a.a. em 2015. A redução do índice de preços permitiu que a taxa SELIC fosse paulatinamente reduzida.

Com relação aos gastos públicos, o governo brasileiro respondeu à crise econômica com um aumento do déficit primário. Na realidade, a política de sustentabilidade fiscal observada por anos já havia sido revertida em meados de 2014, quando se iniciou uma constante piora do resultado primário. O resultado fiscal negativo aliada à piora do cenário econômico levou a uma trajetória ascendente da dívida com relação ao PIB.

Dado o exposto, a situação da dívida pública brasileira no início de 2020 já era ruim. O surto do coronavírus e as medidas de saúde pública, que consistiram em paralisação das atividades econômicas e sociais do país, pioraram o cenário econômico. Os primeiros cálculos indicam uma taxa negativa de crescimento real do PIB.

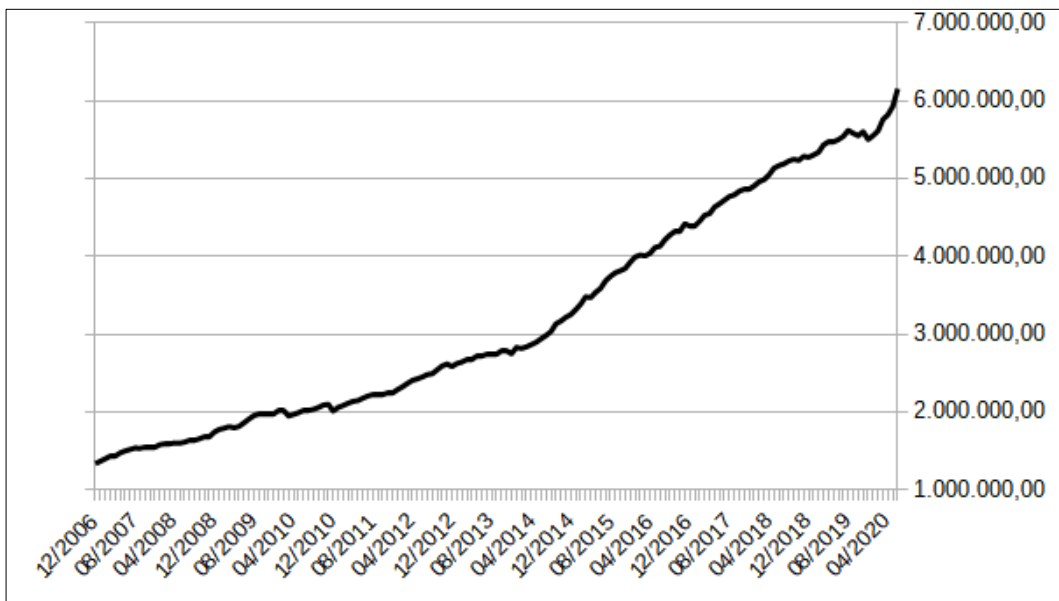
O congelamento da economia, como resposta à crise sanitária, fez com que a taxa de inflação caísse abaixo do piso da meta. O BCB respondeu com forte redução da taxa SELIC. A taxa de juros real atingiu, assim, o campo negativo. Num primeiro momento, uma taxa de juros baixa conseguiria evitar uma piora demasiadamente acentuada da dívida pública devida à redução da taxa de crescimento. Porém, o governo brasileiro acentuou os gastos públicos como forma de evitar que a queda do PIB fosse ainda maior, levando o déficit primário acima de R\$ 400 bilhões. Logo, a dívida pública bruta como proporção do PIB explodiu, ultrapassando a marca de 85%.

Esse cenário leva à conclusão de que aquilo que já estava ruim piorou gravemente. A trajetória da dívida pública nada tem de sustentável, tomando-se em conta a queda do PIB e a piora do resultado fiscal. As reduzidas taxa de inflação e taxa de juros não são suficientes para atenuar os efeitos negativos da queda do PIB e do aumento do déficit

primário. Tem-se como perspectiva, portanto, um quadro de aumento descontrolado da dívida pública bruta.

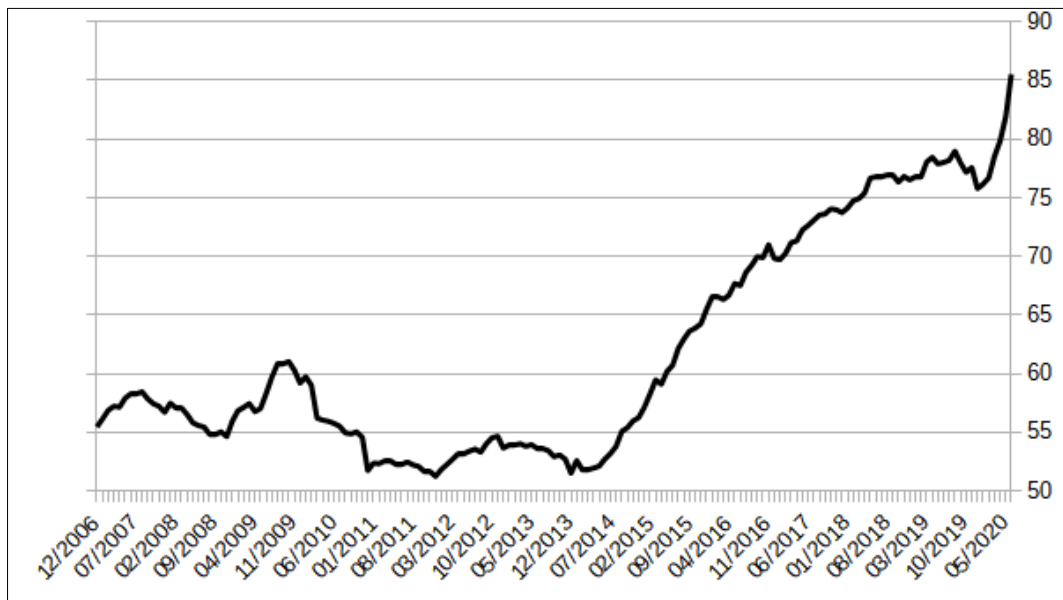
5. Apêndice: estatísticas para o Brasil

Figura 1: Dívida pública bruta (R\$ milhões), 2006-2020



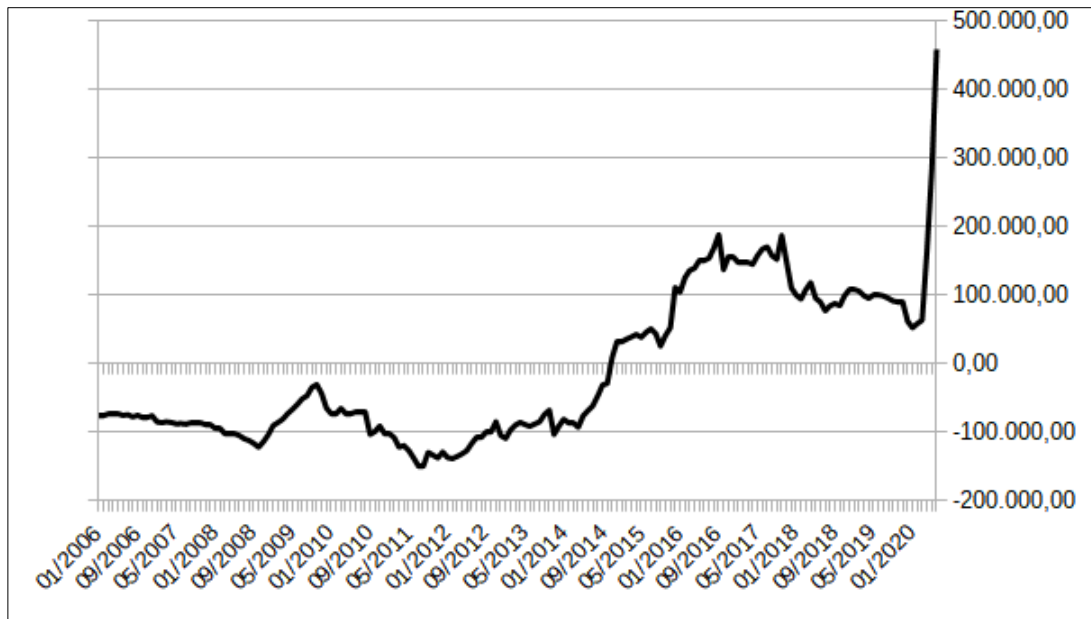
Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 2: Coeficiente da dívida (dívida pública bruta em % do PIB), 2006-2020



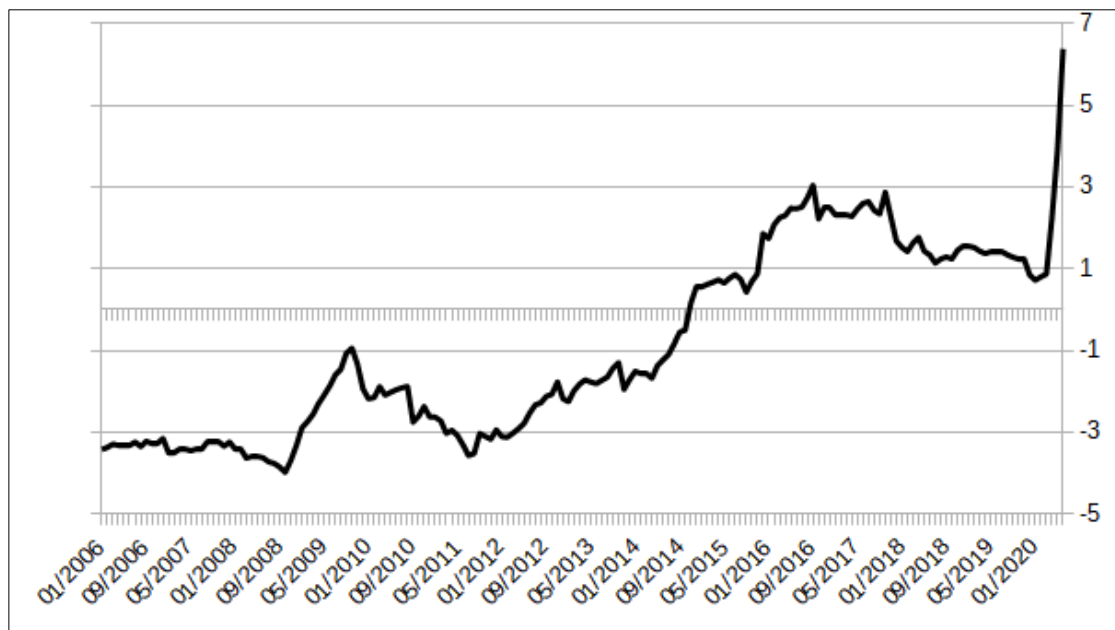
Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 3: Resultado primário (R\$ milhões), 2006-2020



Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 4: Coeficiente do déficit (resultado primário em % do PIB), 2006-2020



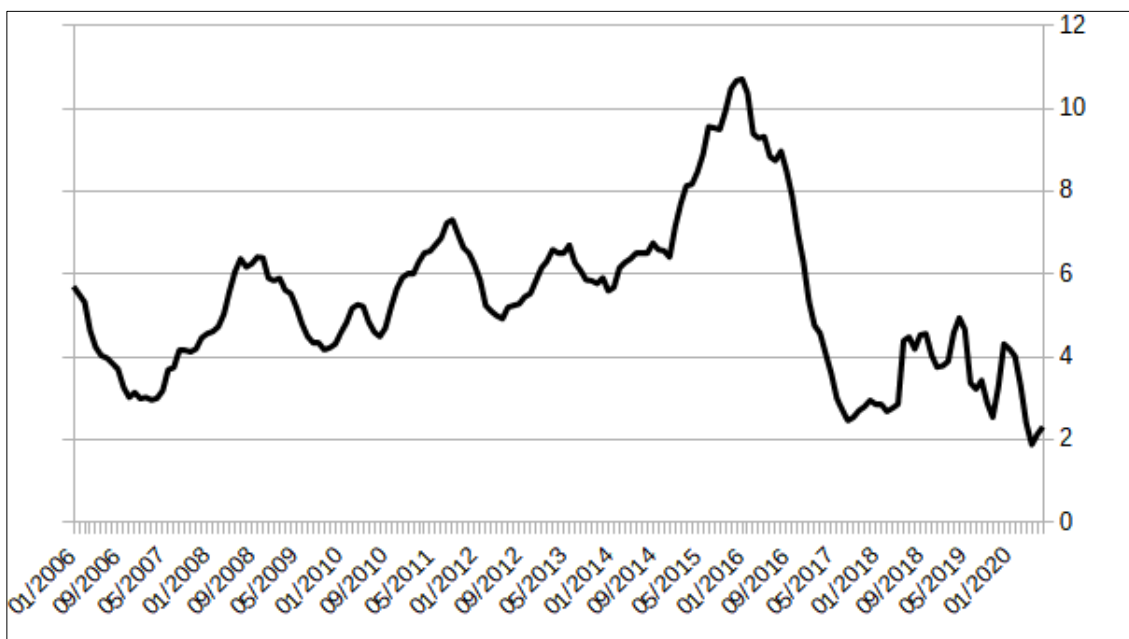
Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 5: Variação anual do PIB em R\$ do último ano (%), 2006-2020



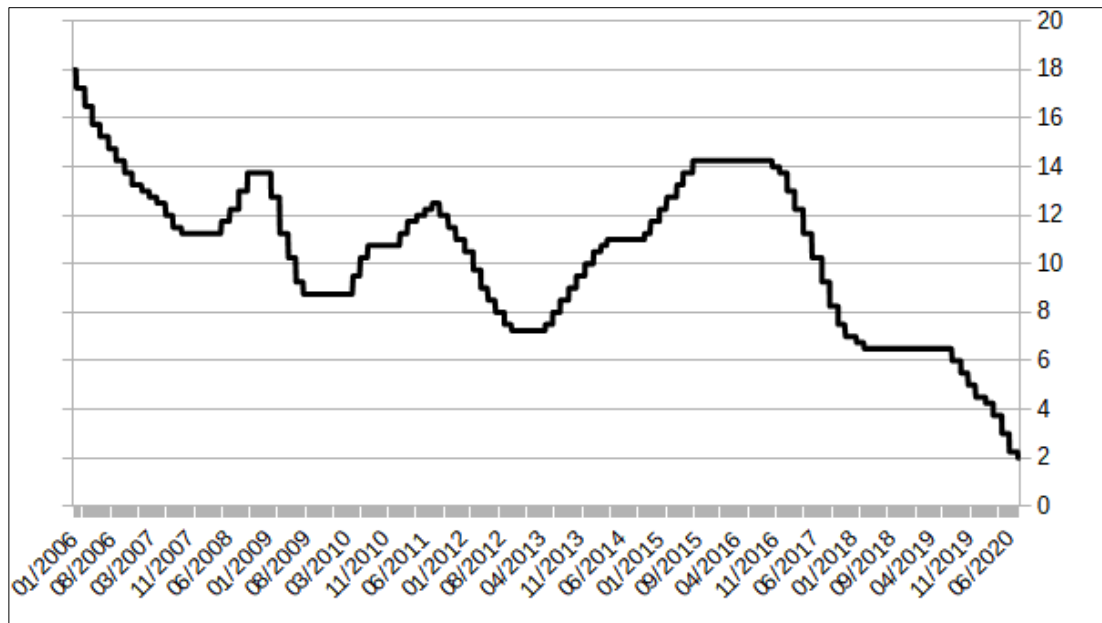
Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 6: IPCA em 12 meses (% a.a.), 2006-2020



Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 7: Taxa Selic – Meta definida pelo Copom (% a.a.), 2006-2020



Fonte: Banco Central do Brasil

[Antony P. Mueller](#) é doutor pela Universidade Erlangen-Nürnberg ([FAU](#)) da Alemanha e atua como professor na Universidade Federal de Sergipe (UFS).

[Samuel Vaz-Curado](#) é mestre em Economia pela Universidade Federal de Sergipe (UFS) e atua como professor na UFS.