

## POLÍTICA FISCAL e DÍVIDA PÚBLICA

### Uma análise da sustentabilidade da dívida/PIB no Brasil: o modelo de Pasinetti<sup>14</sup>

Jedson César de Oliveira<sup>15</sup>  
José Luis Oreiro<sup>16</sup>

#### I) Introdução

Entre os principais temas de política econômica discutidos atualmente, aquele que trata da questão da sustentabilidade da razão Dívida Líquida do Setor Público/ Produto Interno Bruto (PIB) tem recebido merecido destaque, tanto por parte do meio acadêmico quanto por parte da opinião pública, em função do impacto que esse indicador exerce sobre a condução das políticas monetária, fiscal e cambial.

O crescimento observado na razão dívida líquida do setor público/ PIB na última década de aproximadamente 30% em 1994 para 51,8% em 2004 no Brasil - principalmente após o país ter vencido o fantasma da hiperinflação - e os efeitos negativos que esse crescimento tem gerado na economia, portanto, nos levam à seguinte questão: *a dívida pública brasileira como proporção do PIB é sustentável?* Neste trabalho buscaremos responder a essa questão através da utilização de um modelo simples desenvolvido por Luigi Pasinetti para o caso dos países que desejavam participar da criação da moeda única européia. O modelo emprega além da álgebra também a geometria para verificar se um determinado país se encontra na área de sustentabilidade da dívida pública.

O objetivo deste artigo é proporcionar uma nova maneira de analisar a questão da sustentabilidade da dívida pública brasileira e contribuir para a discussão desse tema tão importante que atinge a todos os brasileiros de forma indistinta, uns mais que outros, de modo a encontrar uma solução que permita ao mesmo tempo reduzir (ou pelo menos manter) o nível de endividamento e obter um crescimento superior aquele alcançado nas últimas três décadas.

De acordo com os resultados encontrados pode-se afirmar que, tomando como base o ano de 2004, a razão dívida/ PIB brasileira se mostra insustentável com relação aos valores

---

<sup>14</sup> Pasinetti, L. (1998). The myth (or folly) of the 3% deficit/ GDP Maastricht 'parameter'.

<sup>15</sup> Mestrando em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço Eletrônico: [jecoli@sociais.ufpr.br](mailto:jecoli@sociais.ufpr.br).

<sup>16</sup> Doutor pela IE- UFRJ e Professor da UFPR. E.mail: [joreiro@ufpr.br](mailto:joreiro@ufpr.br). Web site: [www.joseluisoreiro.ecn.br](http://www.joseluisoreiro.ecn.br).

estimados na simulação para o ano de 2005. Neste caso, medidas devem ser tomadas no sentido de impedir a sua elevação sob pena de convivermos com uma política fiscal e monetária rígidas por mais um longo período, o que acaba gerando taxas medíocres de crescimento do PIB, carga tributária elevada e perda de competitividade dos nossos produtos no exterior.

## II) A Sustentabilidade da Dívida Pública

De acordo com o Tratado de Maastricht (1992), para que os países pudessem participar da criação da moeda única européia eles deveriam atender a diversos critérios econômicos. Um deles recebeu maior atenção por estabelecer parâmetros de desempenho relacionados a sustentabilidade da dívida pública dos países candidatos. Esse critério tornava explícito quais as metas que os países deveriam alcançar para ingressar no seleto grupo de economias com moeda única: 60% para a razão dívida/ PIB e 3% para a razão déficit nominal/ PIB.

No entanto, o tratado não deixou claro qual o critério adotado na escolha de tais números. A inferência mais provável é que a razão de 60% para a dívida/ PIB significasse uma média aproximada observada na Europa na época da redação do tratado, com a Alemanha e a França estando muito próximos dele. Dada a dificuldade de alguns países como Itália e Bélgica se adequarem imediatamente a esses parâmetros, o tratado adicionou uma condição declarando que uma razão dívida/ PIB maior do que o valor de referência seria aceita se ela estivesse diminuindo e se aproximando daquele valor a uma velocidade satisfatória.

No que diz respeito a essas metas uma questão que surge é: quando o déficit público se torna excessivo? Ou de maneira mais objetiva: quando a trajetória da dívida pública se torna insustentável? Antes de buscar uma resposta para a questão é preciso dizer que a teoria econômica não estabelece qual razão seria sustentável, pois isso depende, entre outras coisas do nível de receitas que cada país aufera, da capacidade de cada país em gerar superávits primários e da estrutura da dívida.

Diversos trabalhos adotam uma dada razão dívida/ PIB considerada aceitável ou satisfatória levando em conta cenários de curto, médio e longo prazo. Para Pasinetti esse tipo de abordagem tem a desvantagem de dificultar a análise daqueles que se encontram fora do meio acadêmico. Por isso, Pasinetti apresenta uma formalização analítica mais simples com um horizonte de tempo mais curto, ou seja, um ano; considera a razão dívida/ PIB como

exógena; e assume que o país considerado já alcançou um nível de dívida/ PIB aceitável obtendo, desta maneira, resultados semelhantes aos de outros autores. *O ponto crucial do trabalho não é discutir o nível alcançado pela dívida/ PIB e sim a sua trajetória no tempo.*

De acordo com Pasinetti, a dívida como proporção do PIB é sustentável quando ela satisfaz a seguinte condição:

$$\left(\frac{D}{Y}\right)_{t+1} \leq \left(\frac{D}{Y}\right)_t, \text{ ou seja, a sustentabilidade ocorre quando a razão a dívida/ PIB}$$

diminui ou pelo menos permanece constante no tempo,

onde  $D > 0$ : dívida pública no fim do período;

$Y$ : Produto Interno Bruto;

$t$ : tempo.

Considere:

$$d = \frac{D}{Y} \tag{1}$$

onde  $d$  é a razão dívida pública;

$$S = -\dot{D} \tag{2}$$

onde  $S$  é o superávit (-déficit) nominal e  $\dot{D}$  é a taxa de variação da dívida no tempo.

Diferenciando (1) com respeito ao tempo, temos;

$$\dot{d} = \frac{\dot{D} \cdot Y - \dot{Y} \cdot D}{Y^2} = \frac{\dot{D}}{Y} - g \frac{D}{Y} \tag{3}$$

onde  $g = \frac{\dot{Y}}{Y}$  é a taxa de crescimento do PIB;

$$\dot{d} = -\frac{S}{Y} - g \frac{D}{Y}. \tag{4}$$

A equação que descreve o déficit nominal é:

$S = (R - G) - iD$ , onde  $R$  é a receita de impostos,  $G$  é o gasto do governo e  $i$  é a taxa de juros nominal.

Mas como o superávit primário  $\left(\frac{S^p}{Y}\right)$  é a diferença entre receita e despesa temos,

$$S = S^p - iD. \tag{5}$$

Substituindo na equação (4) temos:

$$\dot{d} = -\frac{S^P}{Y} - g \frac{D}{Y} + i \frac{D}{Y} = -\frac{S^P}{Y} - (g - i) \frac{D}{Y} \quad (6)$$

$$\dot{d} \leq 0 \Leftrightarrow -\frac{S^P}{Y} - (g - i) \frac{D}{Y} \leq 0$$

$$\frac{S^P}{Y} \geq (i - g) \frac{D}{Y}. \quad (7)$$

A equação (7) mostra que a sustentabilidade da dívida pública é alcançada quando o superávit primário gerado pelo governo é maior ou igual a diferença entre a taxa de juros nominal e a taxa de crescimento nominal do PIB multiplicada pela dívida/ PIB. Graficamente, a sustentabilidade da dívida pública com respeito ao superávit primário é definida pela figura 1.

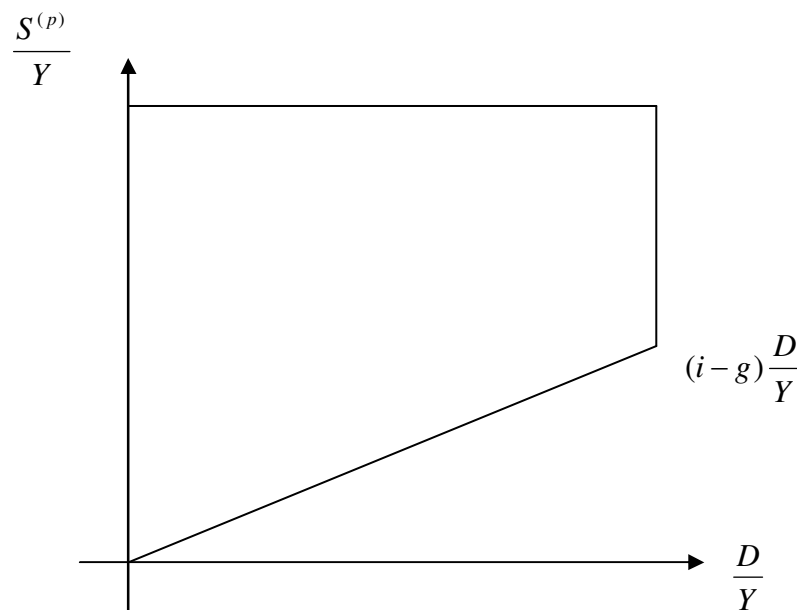


Figura 1: Área de sustentabilidade da dívida/ PIB de acordo com o superávit primário

A área do primeiro quadrante superior a linha positivamente inclinada representa a área de sustentabilidade da dívida/ PIB. Para verificar se uma dada economia se encontra nessa área são necessários os valores de três variáveis: dívida/ PIB, taxa de juros nominal e taxa de crescimento nominal do PIB.

### III) O caso do Brasil

A partir da equação de sustentabilidade da dívida pública apresentada no item anterior aplicaremos o modelo ao caso brasileiro para verificar se a dívida/ PIB se mostra sustentável no período analisado. Para se obter o superávit primário efetivo que estabiliza a dívida pública, adotaremos os seguintes valores para as variáveis: estoque da dívida /PIB de 51,8% no fim de 2004, taxa de juros Selic média esperada para o ano de 2005, superávit primário de 4,25% do PIB, taxa de inflação esperada de 5,5%. A taxa de crescimento nominal do PIB será a soma da taxa de crescimento real esperada (3%) com a taxa de inflação (5,5%). A tabela 1 apresenta os valores correspondentes a cada variável.

**Tabela 1. Relação entre taxa de juro Selic, taxa de crescimento do PIB, superávit primário e dívida/PIB**

	(D/Y)	I	g	(i - g)	S <sup>p</sup> /Y	(i - g)D/Y	(S <sup>p</sup> /Y) - (i - g)D/Y
Brasil	51,8	18,5	8,5	10	4,25	5,18	-0,93

Fonte: Banco Central do Brasil, IPEA. Os valores são os esperados para o fim de ano de 2005.

Como se pode observar, o superávit primário efetivo de 4,25% do PIB é inferior ao requerido de 5,18% para estabilização da dívida. A última coluna mostra o quanto de esforço é necessário para que a dívida pública não entre numa trajetória crescente com respeito ao PIB.

É importante observar o quanto crucial para as finanças públicas é a diferença entre a taxa de juros nominal e a taxa de crescimento nominal do PIB, representada pela linha positivamente inclinada na figura 1. Caso uma economia possuísse  $i = g$ , a linha não seria positivamente inclinada e sim coincidiria com o eixo das abscissas, a área de sustentabilidade estaria sempre no quadrante positivo do gráfico. Neste caso, seria possível sustentar permanentemente a dívida/PIB independente de qualquer estoque inicial simplesmente observando a restrição orçamentária do governo.

Em termos gráficos é possível observar que o país se encontra fora da área de sustentabilidade da dívida em relação ao superávit primário como mostra a figura 2:

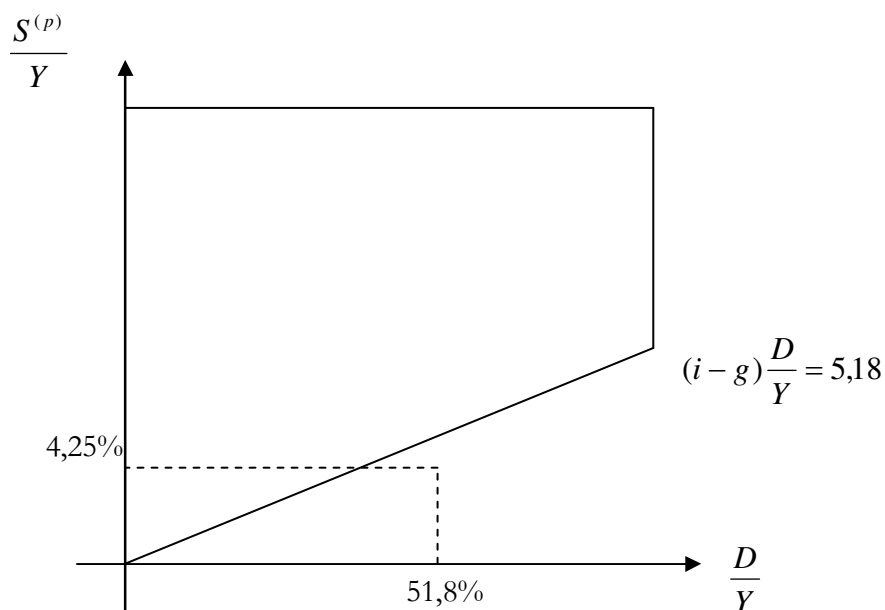


Figura 2: Área de sustentabilidade da dívida/PIB de acordo com o superávit primário

#### IV) Conclusões

Diante dos resultados obtidos pelo modelo, observa-se que a dívida brasileira como proporção do PIB se mostra insustentável no período analisado em virtude do superávit primário efetivo estar aquém do requerido para a estabilização da dívida, o que compromete o objetivo de controlar o nível de endividamento público pelo governo e evitar que seus efeitos danosos reduzam a credibilidade da política monetária e fiscal no Brasil.

Pode-se inferir que o aperto na política monetária visando atingir o centro da meta de inflação - 5,1% - aliado à redução do superávit primário de 4,5% do PIB em 2004 para 4,25% em 2005 gera forte impacto sobre o crescimento econômico, que recua de 4,9% para 3% em 2005, dificultando o objetivo do governo de reduzir a relação dívida/ PIB e retardando ainda mais o afrouxamento das políticas monetária e fiscal tão necessárias ao desenvolvimento de nossa economia.