

A Aritmética Implacável da Dívida

Márcio G. P. Garcia¹

Uma das aulas mais importantes e úteis da disciplina Teoria Macroeconômica II, no curso de graduação da PUC-Rio, é aquela na qual ensino como analisar a dinâmica da dívida pública. Aos alunos, apresento uma constatação que deveria ser óbvia, mas que frequentemente escapa ao debate político: quando um governo gasta sistematicamente mais do que arrecada e tenta postergar o ajuste, a conta não desaparece; só cresce. Quanto mais tempo se espera para corrigir o desequilíbrio, maior terá de ser o esforço fiscal exigido mais adiante.

A medida consagrada para avaliar a saúde fiscal de um país é a razão entre a dívida pública e o PIB. Essa proporção aumenta mais rapidamente quanto maior for o déficit primário (que não inclui pagamentos de juros), quanto maior for a taxa real de juros e quanto menor for a taxa de crescimento da economia. É uma aritmética simples, mas implacável.

O juro real no Brasil tem sido extraordinariamente elevado, com frequência superior a dois dígitos, enquanto o crescimento econômico permanece relativamente pequeno, com projeções inferiores a 2% para este ano, como indica o mais recente relatório Focus do Banco Central. Para que a razão dívida/PIB parasse de crescer, seria necessário que o governo estivesse gerando elevado superávit primário. Na prática, contudo, o que observamos é um déficit persistente e crescente.

A mesma pesquisa Focus prevê um déficit primário de 0,5% do PIB para 2026. Com a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) já tendo atingido alarmantes 80,2% do PIB em abril, a aritmética nos condena a ter de lidar com um crescimento substancial da dívida pública neste ano e nos seguintes. Estabilizar a dívida não significa zerá-la, mas apenas impedir que continue crescendo em relação ao tamanho da economia. No atual cenário, estamos muito longe até mesmo de parar de cavar o buraco.

Para se ter uma ideia da magnitude do esforço exigido, considere a aritmética básica que ensino aos alunos de Economia na PUC-Rio: o superávit primário necessário para estabilizar a dívida como proporção do PIB é igual à diferença entre a taxa real de juros e a taxa de crescimento da economia, multiplicada pelo estoque atual da dívida. Considerando a dívida em torno de 80% do PIB, a tabela ilustra o superávit primário requerido sob diferentes cenários de juros e crescimento.

Taxa de crescimento do PIB (g) → Taxa real de Juros (r) ↓	1%	2%	3%
6%	4,0%	3,2%	2,4%
8%	5,6%	4,8%	4,0%
10%	7,2%	6,4%	5,6%

¹Professor Titular, Departamento de Economia da PUC-Rio, Pesquisador Afiliado da MIT Sloan School of Management, Pesquisador Sênior do CNPq e Cientista Nosso Estado da FAPERJ, escreve mensalmente neste espaço. (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

No nosso cenário atual — com juros reais próximos a 8% e crescimento ligeiramente abaixo de 2% —, precisaríamos de um superávit primário ao redor de 4,8% do PIB apenas para impedir que a razão dívida/PIB continue subindo. A distância entre a nossa realidade de déficit primário de 0,5% e o superávit requerido é abissal, superior a 5 pontos percentuais do PIB. Uma mudança dessa dimensão jamais foi feita no Brasil. E as "viradas" precedentes em nossa história fiscal geralmente envolveram um significativo aumento da inflação, que corrói o valor real da dívida, mas empobrece a população — exatamente o que não queremos que ocorra.

É claro que o problema seria menos grave se o juro real fosse mais baixo. Mas tal argumento, tomado isoladamente, é de pouca valia. Mesmo com a elevada taxa Selic vigente de 14,5% ao ano, a inflação acumulada em doze meses já supera o limite superior da banda ao redor da meta. O mercado projeta o IPCA em 5,30% para 2026, bem acima do teto de 4,5%. Assim, independentemente do que o Copom decida nesta quarta-feira — a previsão majoritária do mercado é de um corte modesto, 0,25 ponto percentual —, o problema da nossa dívida explosiva continuará muito agudo. A taxa básica de juros alta não é a causa do problema, mas o sintoma de um desequilíbrio estrutural que força o Banco Central a manter o pé no freio enquanto o governo pressiona com vontade o acelerador fiscal.

É igualmente de pouca relevância prática afirmar que os Estados Unidos e outros países desenvolvidos também enfrentam problemas de dívida pública alta e crescente. Quando os mercados mudarem de ânimo, como de hábito, e começarem a punir mais acentuadamente os países mais endividados, exigindo juros ainda maiores para financiar suas emissões, os emergentes estarão fadados a sofrer muito mais. Se o prêmio de risco disparar, a estabilização da dívida exigirá superávits primários absurdos, que poderão redundar num ajuste recessivo muito doloroso. E, como a história brasileira já demonstrou repetidas vezes, as maiores vítimas dessas correções abruptas serão os mais pobres.

É deplorável e assustador que o problema da dívida pública explosiva, inegavelmente o nosso maior desafio macroeconômico, não venha sequer sendo mencionado por nossas autoridades. O Presidente da República elogia seus novos ministros da área econômica por driblar a legislação, achando formas de aumentar significativamente o gasto fiscal e parafiscal em ano eleitoral. O Congresso ameaça aprovar pautas-bombas que apressariam o caos fiscal. Pior ainda, nem parece que o tema da dívida pública explosiva será objeto de discussão séria na campanha presidencial deste ano. Ignorar a aritmética implacável da dívida não a torna menos verdadeira; apenas garante que a conta a ser paga no futuro será muito mais alta ainda.