

A desaceleração do PIB nominal e a crise das dívidas soberanas

Pedro G. Rodrigues (Publicado em <http://ioenvolver.wordpress.com> em 14-12-2011)

A equação dinâmica do stock da dívida pública é: $B_t = B_{t-1}(1 + i_t) - SP_t$, onde i é a taxa de juro nominal e SP é o saldo primário. Vale a pena reparar que, mesmo com um saldo primário positivo, o stock de dívida pública, B , pode aumentar em termos absolutos – para isso basta que os juros que se pagam sobre o stock existente, iB , seja maior que o valor do saldo primário. Claro que, com um défice primário aí é que o stock de dívida pública nunca estabilizará.

Os credores (i.e. os que compraram dívida pública) preocupam-se com a sustentabilidade do rácio da dívida pública em relação ao produto interno bruto (PIB). Isto é, acompanham as finanças públicas de um estado soberano para determinar se há progresso ou não no sentido de estabilizar o rácio $b_t = B_t/Y_t$.

Intuitivamente, é fácil ver que é necessário gerar uma sequência de saldos primários positivos (medidos em percentagem do PIB), $sp_t = SP_t/Y_t$, para que o rácio da dívida pública em relação ao PIB estabilize.

Portanto, os mercados determinam sempre qual o saldo primário mínimo que um país precisa para que a dívida pública como percentagem do PIB no período seguinte não seja mais elevada, i.e., para que $b_t \leq b_{t-1}$.

Para tal, é instrutivo rescrever a equação dinâmica da dívida pública na forma de percentagens do PIB, usando a seguinte designação para a taxa de crescimento (bruta) do PIB nominal, $1 + \gamma_t = Y_t/Y_{t-1}$.

Fazendo umas continhas simples, chega-se a $b_t = b_{t-1} \frac{1 + i_t}{1 + \gamma_t} - sp_t$.

E a pergunta que os credores nos mercados financeiros querem ver respondida é qual o sp tal que $b_t \leq b_{t-1}$?

A resposta é: $sp_t \geq b_{t-1} \frac{i_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t}$.

À partida esta equação não parece muito interessante. Contudo, à luz da figura sobre a evolução desde 2008 do PIB nominal na área do euro, a pergunta que agora se impõe é “Será que a crise das dívidas soberanas na Europa não é em grande parte explicada por um resultado mecânico que decorre da desaceleração do PIB em termos nominais?”. Em termos matemáticos, se γ_t cair será que aumenta ou diminui o saldo primário mínimo necessário para estabilizar a dívida pública em percentagem do PIB?

Calculando a derivada parcial:

$$\frac{\partial}{\partial \gamma_t} \left(b_{t-1} \frac{i_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t} \right) = -b_{t-1} \frac{1 + i_t}{(1 + \gamma_t)^2} < 0$$

concluimos que é negativa, pelo que a resposta à pergunta é sim. A reduzida taxa de crescimento do PIB NOMINAL está a criar tensões e a agravar a crise de dívida soberana porque faz com que os credores pensem que é necessário saldos primários cada vez mais elevados (entenda-se ainda mais austeridade) para estabilizar as dívidas públicas medidas como percentagem do PIB.