

A ilusão do custo zero da dívida

Mais cedo ou mais tarde, em geral mais cedo, o financiamento de gastos via criação de moeda implicará inflação

Por Pedro Ferreira e Renato Fragelli

22/10/2020 05h00 · Atualizado há 44 minutos

Desde a eclosão da pandemia, a dívida pública vem crescendo aceleradamente. No passado, o país já enfrentou ciclos catastróficos de elevação de gastos, sempre seguidos de explosão da dívida, inflação e recessão. Mas a traumática experiência parece já ter sido esquecida por políticos, economistas heterodoxos e até mesmo alguns membros do governo que não enxergam qualquer problema face ao quadro preocupante.

Diante da pressão deflacionária exercida pela forte recessão provocada pela covid-19, o Banco Central reduziu a taxa de juros diária a apenas 2% ao ano, o menor valor da série histórica. Embora a taxa de curtíssimo prazo esteja baixíssima, as taxas mais longas vêm crescendo sistematicamente. O rendimento da LTN - um título emitido a taxa nominal pré-fixada - com vencimento em 1/1/24, encontra-se em 6,1%. A enorme diferença de rendimentos reflete a avaliação dos investidores quanto ao risco de insolvência do governo, no médio e longo prazo. A dívida, que era de 76% do PIB no início do ano, deverá atingir 98% na virada do ano. A fim de evitar pagar juros mais altos, desde o início de pandemia o Tesouro Nacional só tem emitido títulos com prazo de vencimento inferior a um ano, o que trará em breve sérios problemas na rolagem da dívida.

Mais cedo ou mais tarde, em geral mais cedo, o financiamento de gastos via criação de moeda implicará inflação

O Brasil foi um dos países que reagiram à covid-19 mais gastando com programas sociais, despesas emergenciais e ajuda a empresas, de modo que o crescimento da dívida era inevitável e desejável. O déficit primário neste ano deve atingir 12% do PIB, quando a previsão antes da pandemia era de 1%. Mas isso não parece assustar muita gente no entorno de Bolsonaro, o que só reforça a percepção dos agentes econômicos de que há um risco crescente de insolvência e de grandes dificuldades à frente.

Não chega a causar surpresa que políticos e governantes de plantão não se preocupem com esse quadro dramático, embora se esperasse mais firmeza de uma equipe econômica que se apresentou como a quintessência do liberalismo e das reformas econômicas estruturais. A irresponsabilidade e o populismo fiscal são, com raras exceções, a tônica de nossos governantes, sejam eles de direita ou esquerda, democráticos ou ditatoriais.

Diante do crescimento acelerado da dívida, muitos economistas heterodoxos se apressam em dizer que o endividamento, por se dar em moeda nacional, não representa qualquer risco de o governo quebrar, bastando emitir moeda para evitar o calote. Esse argumento é uma versão mais pedestre de uma teoria que não se sustenta em pé: a Nova Teoria Monetária. No Brasil, ela foi interpretada como uma licença para gastar, em uma longa linha de teorias que, em essência, ignoram a restrição orçamentária de longo prazo do governo.

O que dizem estes heterodoxos é que, sim, pode-se expandir despesas, sem medo de se ser feliz, sendo logicamente impossível isto causar problemas, pois sempre será possível financiar os gastos atuais e futuros, sem custos nem sustos, com emissão monetária, caso haja qualquer dificuldade na rolagem da dívida. Supondo válida a teoria, não haveria, por definição, calote.

Curiosamente, uma teoria nascida na esquerda americana, e amplamente utilizada pelos pré-candidatos democratas mais radicais, aqui se coloca como justificativa para a irresponsabilidade fiscal de um governo da direita conservadora. Repete-se, na mão trocada, a ironia de um ex-ministro da ditadura que assinou o AI-5 - Delfim Neto - ter sido um dos interlocutores prediletos dos governos do Partido dos Trabalhadores.

Obviamente, falta definir o que seja calote. A menos que se viva em um mundo paralelo, mais cedo ou mais tarde - em geral mais cedo - o financiamento de gastos via criação de moeda implicará inflação. Esta, por corroer o valor de compra da moeda retida pela população, nada mais é que um calote. As despesas públicas sem indexação

à inflação e sem reajustes automáticos - sua maioria hoje em dia - perderiam valor real, bem como a parcela da dívida pública que não está atrelada ao IPCA. Os mais pobres, justamente aqueles que têm maior dificuldade para se proteger da inflação, seriam os mais prejudicados com a perda do valor de seus salários e poupanças duramente acumuladas.

Os equívocos não terminam aqui. Muitos economistas heterodoxos alegam, recorrentemente, que a dívida pública no Japão, França, Estados Unidos e outros países avançados é maior do que aqui, não havendo, entretanto, qualquer problema em rolá-la. O argumento ignora que os juros nesses países são baixíssimos, porque neles o risco de insolvência é zero, e o manejo da política fiscal, responsável. Nos EUA, por exemplo, a taxa nominal de juros dos títulos federais de dez anos está em apenas 0,7% ao ano, enquanto a taxa para títulos de 30 anos em 1,5%. Diante de uma taxa de inflação que deverá oscilar em torno de 2% ao ano, conclui-se que a taxa real de juros paga pelo governo ao emitir títulos que vencerão na próxima geração é negativa. O contraste com o que se observa no Brasil é gigantesco.

O uso de argumentos frágeis, que se não se sustentam, diante do mais simples exame de sua lógica interna e da experiência passada, para desculpar todo tipo de barbearagem na condução da política econômica é tradicional em nosso país. Para cada política errada sempre haverá um economista equivocado pronto para justificá-la. A ideia errada vem travestida de bom mocismo absoluto: "Nós propomos expandir os gastos porque isso é bom para os pobres e - pasmem! - não há custo nenhum.

Já os economistas ortodoxos, em sua cega obsessão por equilíbrio fiscal, trarão mais miséria e dor para os mais necessitados". Esse tipo de argumento é bom para ganhar likes nas redes sociais, tapinhas nas costas de políticos amigos e artistas, bem como inflar um autossentimento de boas virtudes. Mas não deveria chegar nem perto do debate sério de ideias. O país está em uma situação fiscal delicadíssima e ignorar este quadro, ou subestimar sua gravidade, poderá nos levar a repetir erros que custaram muito caro ao país no passado.

Pedro Cavalcanti Ferreira é professor da EPGE-FGV e diretor da FGV Crescimento e Desenvolvimento

Renato Fragelli Cardoso é professor da EPGE-FGV
