

## **A Dívida Pública Importa, e Muito**

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

No mesmo dia em que publiquei neste espaço artigo (Valor, 11/12/2020, “Dívida pública, muito maior e mais curta”) chamando a atenção para os perigos da escalada da dívida pública, bem como do seu encurtamento, outro artigo na mesma edição arguia o contrário (Valor, 11/12/2020, “Por que Summers e Bernanke agora defendem política fiscal expansionista”). Segundo o artigo, a “relação dívida/PIB é um indicador enganoso, deve ser desconsiderado”.

A ideia de que a razão dívida/PIB deva ser desconsiderada e substituída por outro indicador simplesmente porque não faria sentido dividir um estoque (dívida) por um fluxo (PIB) não tem guarida na teoria econômica. Economistas usam vários indicadores desse tipo. Por exemplo, a relação capital/produto é usada corriqueiramente em modelos de crescimento econômico.

Claro que um indicador pode ser melhor que outro. E é bom ter vários indicadores que se complementem. Ecoando publicação internacional recente,<sup>2</sup> o artigo propõe a razão entre a dívida e o valor presente dos PIBs futuros como o melhor indicador. Segundo cálculo no artigo, a dívida bruta, de 85% do PIB, corresponderia a 1,7% do valor presente dos PIBs futuros, o que seria “insignificante”. Mesmo passando por cima dos problemas envolvidos no cálculo do valor presente dos PIBs futuros, afirmar que o valor reduzido do novo indicador mostraria ser a dívida “insignificante” é um erro.

Para se avaliar se o indicador é alto ou baixo, há, pelo menos, que se comparar com os vigentes em outros países. E o que é ainda mais importante é considerar a trajetória futura do indicador de dívida, seja ele qual for. E aí, a se manter a atual perspectiva de déficits fiscais crescentes sem reformas econômicas, todos os indicadores da dívida crescem sem parar, o que sempre redundou em severa crise.

Artigo recente<sup>3</sup> mostra que mesmo com base no novo indicador proposto, o caso brasileiro é bem menos favorável do que os dos países industriais. O fôlego adicional que ora temos, por conta dos juros excepcionalmente baixos, é provavelmente passageiro. Deveria estar sendo usado para

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford, Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio, Cátedra Vinci Partners, escreve mensalmente neste espaço (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

<sup>2</sup> Furman, J. e L. Summers, “A Reconsideration of Fiscal Policy in an Era of Low Interest Rates”, disponível em <https://www.piie.com/system/files/documents/furman-summers2020-12-01paper.pdf>.

<sup>3</sup> Bacha, E., “The Furman-Summers Fiscal Sustainability Metric: A Note on the Case of Brazil”, disponível em <https://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2020/12/201228DebtDynamics.pdf>.

reformas econômicas que redirecionassem os gastos públicos e que detivessem a trajetória explosiva do gasto agregado.

Argumentar que “o Estado que emite sua moeda fiduciária não tem restrição financeira” é patentemente falso, na teoria<sup>4</sup> e na prática. Mesmo que a dívida pública brasileira seja em moeda nacional, há sim problemas com sua rolagem, como já demonstraram alguns leilões do Tesouro no semestre passado.

Dívida pública muito elevada e em crescimento acelerado, e que seja percebida pelo mercado como insustentável, traria, ao fim e ao cabo, dificuldades insuperáveis ao Tesouro para rolar e colocar dívida no mercado. Na institucionalidade brasileira, isso significa que o Tesouro resgataria a dívida, pagando em moeda (e mesmo para isso há limites, mas vamos desconsiderá-los).

Normalmente, o Banco Central absorveria a moeda excedente via operações compromissadas, que rendem a taxa Selic. Ou seja, os investidores trocariam “dívida do Tesouro” por “dívida do BC”. No entanto, caso a taxa Selic venha a ser percebida como insuficiente frente aos riscos de insustentabilidade fiscal, esse movimento poderia deflagrar uma fuga do sistema financeiro nacional, ou seja, fuga de capitais. Restaria ao BC e ao Tesouro praticar juros mais elevados, o que agravaria a trajetória explosiva da dívida. Mas mesmo os juros altos têm poder limitado, se não ocorresse melhora inequívoca da postura fiscal.

Nossa região e nosso país têm longa e desastrosa experiência com experimentos populistas, que desconsideraram as restrições orçamentárias do governo.<sup>5</sup> Os resultados foram inflação fora de controle, enormes desvalorizações cambiais, recessão, desemprego e estagnação.

Certamente há hoje no mundo muito mais dívida, pública e privada. Mas há limites, embora não saibamos ainda exatamente quais. Mesmo que preches de boas intenções, como aumento de investimentos públicos em infra-estrutura e de gastos sociais, políticas públicas que desconsiderem os limites de crescimento ao gasto público tenderiam a produzir, cedo ou tarde, o mesmo resultado nefasto dos experimentos anteriores. Não é hora de repetir erros amargos do passado.

---

<sup>4</sup> Para uma esclarecedora resenha, veja-se <https://s18798.pcdn.co/albertobisin/wp-content/uploads/sites/16384/2020/10/KeltonByBisin.pdf> .

<sup>5</sup> Vide artigo de Sebastián Edwards: <https://www.project-syndicate.org/commentary/modern-monetary-theory-latin-america-by-sebastian-edwards-2019-05> .