VALOR

31out25

A fada da dívida

Economia / Para fazer desaparecer parte do passivo, é preciso fazê-lo desaparecer tanto para o Tesouro quanto para o público que a detém.

Por André Lara Resende, para o Valor, de São Paulo

O Peterson Institute of International Economics (PIIE), em Washington, está entre os mais prestigiados think tanks macroeconômicos do mundo. No dia 19 de setembro, recebeu Kenneth Rogoff para proferir a Terceira Palestra Anual em memória de Richard N. Cooper. Rogoff foi economista-chefe do FMI, é professor de Harvard e requisitado palestrante internacional. Em setembro, esteve no Brasil participando do Macro Vision 2025, organizado pelo Itaú BBA.

A palestra no PIIE baseou-se em seu novo livro, "Our Dollar, Your Problem", sobre os riscos crescentes à dominância do dólar como moeda de reserva mundial. Na abertura, Rogoff se desculpou, dizendo que havia entregue o livro aos editores antes de saber que Donald Trump seria eleito; caso contrário, teria alterado o título para "Our Donald, Your Problem". Alguns economistas ainda têm senso de humor.

Ao terminar sua exposição, Rogoff sentou-se com o moderador - seu colega e também professor de Harvard, além de ex-chairman do Council of Economic Advisors de Barack Obama - Jason Furman, para uma troca de ideias. Furman disse que, nos últimos anos, reviu sua posição em relação ao endividamento público: já não acredita que exista um limite superior intransponível para a relação entre dívida pública e PIB. Há alguns anos, Rogoff, em coautoria com Carmen Reinhart, sustentou que, se a dívida ultrapassasse 90% do PIB, a economia se desorganizaria. Para convencer Furman de que menos dívida é vantajoso - o que é bem diferente de sustentar a existência de um limite claro -, Rogoff propôs um experimento hipotético: uma fada da dívida que, com sua varinha mágica, reduzisse a dívida americana, hoje acima de 100%, para 60% do PIB. O país estaria melhor, afirmou, porque teria mais espaço para uma política fiscal expansionista nos próximos anos.

Independentemente de haver ou não um limite superior para a relação dívida/PIB,

o que chama atenção na fábula da fada da dívida e a visão unilateral - capenga - da contabilidade macroeconômica. Todo estudante de contabilidade aprende, já nas primeiras aulas, que a boa contabilidade se baseia no princípio das partidas dobradas. O conceito, surgido nas cidades mercantis italianas do século XIII e sistematizado por Luca Pacioli no século XV, estabelece que toda operação contábil tem dois lados: o que entra, ou é creditado, e o que sai, ou é debitado - e ambos devem se contrabalançar. A fada de Rogoff desrespeita esse princípio básico. Ao fazer desaparecer parte da dívida pública americana, ela credita o Tesouro, cuja dívida se reduz, mas não debita sua contraparte - os detentores da dívida - que permanecem com sua riqueza intocada.

A favor de Rogoff, diga-se que essa é a visão amplamente aceita entre os economistas formados na tradição dominante. Nos anos 1970, Rogoff e eu fomos colegas e contemporâneos no doutorado em economia do MIT. Só muitos anos depois, já neste século, ao rever a evolução da macroeconomia e da teoria monetária, percebi que a contabilidade macroeconômica que aprendemos é capenga: não respeita o princípio das partidas dobradas.

Sabemos que a vara de condão tem poderes mágicos, mas a macroeconomia, ao contrário da fantasia, exige coerência contábil. Como eliminar parte da dívida americana sem reduzir a riqueza dos que a detêm? Para fazer desaparecer parte da dívida, é preciso fazê-la desaparecer tanto para o Tesouro - o devedor - quanto para o público que a detém - o credor. A redução da dívida, como sustenta Rogoff, abriria espaço para uma política fiscal mais expansionista, mas esse é apenas o efeito sobre o devedor. A análise, para ser contábil e logicamente consistente, deve também considerar o efeito sobre o credor. Se o primeiro é inegavelmente positivo - mais espaço para política fiscal -, o segundo é incontestavelmente negativo: redução da riqueza financeira privada.

Usemos os números sugeridos por Rogoff: uma redução da relação dívida/PIB para 60%. Como a dívida americana é hoje um pouco superior a 120% do PIB, estamos falando de uma redução equivalente a 60% do PIB na riqueza financeira dos detentores da dívida. O efeito recessivo de uma grande redução da riqueza financeira privada não pode ser subestimado. No caso americano, com cerca de um terço da dívida detida por estrangeiros, o impacto recessivo não se limitaria aos EUA, atingiria toda a economia mundial. Como a economia americana representa aproximadamente um quarto cia mundial, uma redução de 60% dos 30% da dívida detida por não americanos significaria uma queda na riqueza financeira global equivalente a 4,5% da renda. O impacto direto seria menor fora dos EUA, mas ainda assim significativo.

É sintomático do viés ideológico anti-Estado de muitos economistas que vejam com clareza os ônus do crescimento da dívida pública, mas permaneçam cegos aos seus eventuais benefícios. O aumento dos gastos públicos não é necessariamente negativo, nem positivo: tudo depende da qualidade dos gastos. Investimentos bem planejados e avaliados são muito diferentes de gastos correntes populistas, patrimonialistas ou corporativistas. Ainda assim, todos são estímulos à demanda e, ao menos no curto prazo, ao crescimento da renda. E o ensinamento de Keynes para evitar recessões - mas, se usado apenas para estimular a demanda sem respeitar as restrições da oferta, levará inevitavelmente à inflação.

Os gastos públicos e a expansão do passivo do Estado - seja moeda ou dívida, diferença hoje quase irrelevante - têm como contrapartida a expansão dos ativos financeiros privados. A velha lei de Say, corretamente questionada por Keynes no campo dos bens c serviços, vale para a dívida pública: a oferta cria sua própria demanda. A expansão do passivo do governo cria os recursos para uma expansão equivalente dos ativos financeiros privados. Da mesma forma, uma redução do passivo estatal reduz os ativos privados.

A fada da dívida de Rogoff é, portanto, ao mesmo tempo a boa fada do Estado e a bruxa má do setor privado: reduz o passivo de um, mas também o ativo do outro. Seu experimento equivale, em última instância, a um "default" sobre metade da dívida americana - com ganhos para o Estado e perdas equivalentes para o setor privado. Só a lógica unilateral da contabilidade capenga da macroeconomia explica que um economista tão preparado quanto Rogoff possa desconsiderar esses efeitos negativos.

O mesmo viés - a incapacidade de entender que à expansão do passivo público corresponde necessariamente a expansão do ativo privado - está por trás da perplexidade dos analistas diante da recente valorização simultânea das ações e do ouro. Tradicionalmente, o ouro sobe em tempos de inflação e aversão ao risco; as bolsas, em tempos de otimismo e confiança. Para explicar a alta simultânea, os analistas fazem contorções mentais: o otimismo tecnológico, agora com a inteligência artificial, explicaria a alta das bolsas; o pessimismo geopolítico e o medo do endividamento público explicariam a alta do ouro. Essa leitura implica uma dissonância cognitiva extraordinária. Otimismo e pessimismo podem coexistir, mas deveriam se contrabalançar. Para que o otimismo domine um mercado e o pessimismo outro, num mundo em que os mercados são profundamente interligados, é preciso descartar a hipótese de que sejam "eficientes". Estariam mais próximos da esquizofrenia do que da eficiência.

Compreender que a contabilidade macroeconômica convencional é capenga - e, por isso, incapaz de explicara valorização simultânea do ouro e das bolsas - é fundamental para entender o momento atual. A expansão da dívida pública cria uma expansão equivalente da riqueza financeira privada. É o excesso de riqueza financeira privada, contrapartida do excesso de endividamento público, que provoca a valorização generalizada dos ativos, inclusive daqueles que normalmente têm correlação negativa.

A extraordinária expansão do passivo monetário e financeiro do Estado desde 2008, com a introdução do Quantitative Easing (QE), é um fenômeno novo e ainda não bem compreendido pela macroeconomia convencional. Não compreendido porque esta trabalha com uma contabilidade unilateral: não entende que a expansão do passivo público é também a expansão do crédito privado. O QE é diferente da expansão da dívida provocada por gastos públicos tradicionais. Enquanto estes estimulam a demanda e podem pressionara capacidade instalada, o QE não expande a demanda por bens e serviços, mas provoca inflação de preços de ativos financeiros. Como esses ativos estão concentrados entre os agentes superavitários- mais ricos e menos propensos ao consumo -, o QE não pressiona os índices convencionais de preços.

As sucessivas rodadas de QE expandiram extraordinariamente o crédito e a liquidez em dólares. Como o dólar é ainda a principal moeda internacional, houve uma correspondente expansão da liquidez mundial e a inflação de ativos se internacionalizou. Mas bancos centrais, analistas e mídia continuam a se preocupar apenas com a dívida pública e a "inflação injusta" que penalizaria os mais pobres. Erram duplamente: a atual expansão da dívida pública não provoca inflação convencional, que pune sobretudo os pobres, mas sim inflação de preços de ativos, que beneficia sobretudo os mais ricos. A eventual reversão dessa expansão - seja por austeridade fiscal, aceleração da inflação, repúdio da dívida ou até pela varinha de condão da fada de Rogoff - imporia pesadas perdas aos mercados e aos que se beneficiaram da valorização dos ativos.

Essa talvez seja a razão pela qual, apesar do clamor contra o endividamento público, não se consegue controlá-lo.