

Política fiscal e crescimento

Por **Caio Megale**

Valor Econômico, 23.4.2013

Níveis elevados de endividamento no Japão e EUA não causam a desconfiança que provocavam no Brasil.

O período que antecedeu a crise financeira de 2008/2009 ficou conhecido como a "grande moderação". Os ciclos pareciam dominados pela política econômica, que proporcionava à sociedade crescimento estável com baixa inflação. A teoria de política monetária e fiscal estava estabelecida, com ferramentas conhecidas e eficientes.

A crise, no entanto, obrigou os macroeconomistas a rever seus conceitos. A política monetária deve focar apenas a inflação, ou também controlar a taxa de câmbio e evitar bolhas? Controles cambiais podem ser saudáveis sob certas circunstâncias? O endividamento público é perigoso?

Cinco anos se passaram e as dúvidas continuam. Uma boa atualização das discussões pode ser encontrada em artigo publicado este mês por três economistas do Fundo Monetário Internacional (FMI), entre eles seu economista-chefe Olivier Blanchard ("Rethinking Macro Policy II: Getting Granular"). Os autores mostram que ainda não há consenso sobre muitos aspectos, embora a experiência dos últimos anos permita alguma evolução no debate.

Um aspecto particular da discussão é a austeridade fiscal e as consequências do endividamento público. Nas últimas semanas o debate esquentou. O principal estudo recente favorável à austeridade - "Growth in Time of Debt", de Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff - teve seus resultados questionados por economistas da Universidade de Massachusetts, que apontaram erro nos dados utilizados. Reinhart e Rogoff se apressaram a refazer as contas à luz dos erros apontados, mostrando que seus resultados continuam valendo. Mas a dúvida se manteve.

A relação dívida pública e Produto Interno Bruto (PIB) disparou na Europa e nos Estados Unidos no pós-crise, resultado do aumento dos gastos públicos, da queda da arrecadação gerada pela recessão e dos pacotes de resgate ao setor privado (especialmente aos bancos). Defensores da austeridade passaram a argumentar (baseados em larga medida nos resultados de Reinhart e Rogoff) que o alto endividamento prejudica a recuperação da economia. Mesmo em meio a baixo crescimento, os governos devem apertar os cintos e equacionar as contas públicas.

Outra corrente, liderada pelo prêmio Nobel Paul Krugman e pelo ex-secretário do Tesouro americano Larry Summers, sugere que não há evidências concretas que a dívida elevada atrapalha o crescimento. Cortar gastos neste momento é um suicídio econômico: os governos devem gastar e gerar a demanda necessária para tirar os países da crise. Com os resultados de Reinhart e Rogoff na berlinda, esta posição ganha força.

É possível que no caso de países como Japão, EUA e Reino Unido, níveis elevados de endividamento não causem a desconfiança (e os juros altos) que causavam no

Brasil. Gozam de bom histórico de crédito e têm um mercado cativo para seus títulos públicos. Por outro lado, é provável que o mesmo não se aplique a países mais frágeis, como a Espanha e a Grécia.

De fato, o artigo de Blanchard e outros argumenta que a dinâmica de financiamento da dívida pública leva a uma situação de equilíbrios múltiplos. Se os investidores tiverem confiança no país, haverá demanda por seus títulos, que permanecerão com juros baixos mesmo que a dívida seja elevada. Neste caso, o país pode usar mais irrestritamente os gastos públicos para estimular o crescimento. Conforme o país cresça, a arrecadação de impostos aumenta, e o país reequilibra suas contas. No entanto, caso os investidores desconfiem da solvência do país e demandem juros maiores, o serviço da dívida será maior e a atividade econômica será afetada. A arrecadação de impostos cairá piorando ainda mais o quadro fiscal.

A América Latina é um interessante estudo de caso. Na década de 1990, muitos países da região estavam no equilíbrio ruim descrito acima. E com um agravante: a desconfiança dos investidores gerava saída de recursos e desvalorização cambial, pressionando a inflação. O banco central reagia elevando os juros, aumentando a desconfiança sobre a solvência do país e levando a novas rodadas de saídas de capital. Em alguns casos esta interação gerava uma trajetória explosiva que só era estancada com pacotes de resgate, em geral do FMI. O esforço de ajuste das contas públicas que se observou em diversos países da região nos anos seguintes foi fundamental para a recuperação da confiança e do crescimento econômico da região.

Hoje estes países gozam de maior confiança dos mercados. Em resposta à crise financeira, muitos expandiram sua política fiscal para suavizar a recessão. A piora das contas públicas, no entanto, não levou a um aumento palpável do prêmio de risco de seus títulos externos. A credibilidade adquirida nas últimas décadas permite o uso saudável da política fiscal.

A experiência latino-americana mostra que países não estão fadados a um ou outro equilíbrio. A austeridade fiscal convincente pode ser positiva para os países da periferia europeia, levando-os ao equilíbrio bom. Da mesma forma, os EUA podem continuar desfrutando de sua posição de "porto seguro" e não se apressar em reduzir a dívida. Mas é importante um programa de ajuste fiscal de longo prazo, para que esta situação não mude inesperadamente.

Ainda não há um veredito final para o debate, mas parece razoável argumentar que o grau de austeridade depende da situação de contorno do país, ou seja, quão próximo está do equilíbrio ruim. Como argumenta o editorial do jornal "Financial Times" no último fim de semana, não há uma receita geral ("austerity is not a one-size-fits-all proposition"). A experiência histórica mostra ainda que um país pode pular de um equilíbrio para o outro, se mudar de forma contundente sua postura fiscal. A diferença entre o remédio e o veneno é a dose, e a maneira como é ministrado.