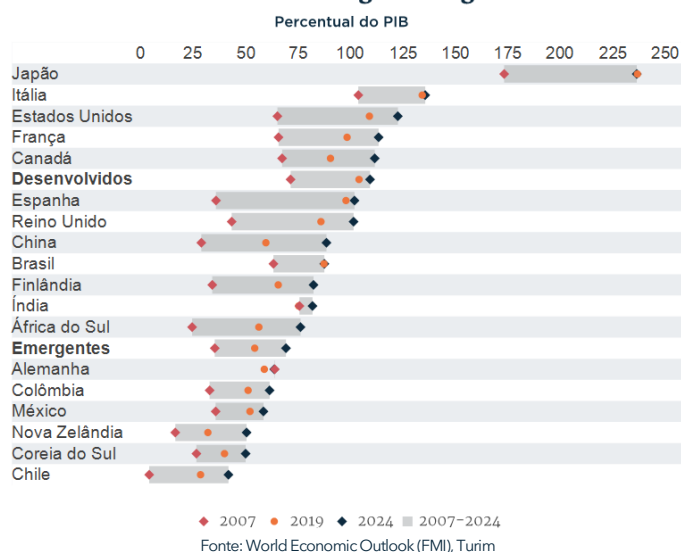


Dívida, inflação e produtividade: reflexões sobre o futuro

Na maior parte do mundo, os governos têm se endividado de forma acelerada nas últimas duas décadas, seja para financiar políticas sociais, custear despesas militares ou para estimular a economia e proteger o setor privado em momentos críticos. Em todo caso, o endividamento público se torna um desafio maior a cada ano e seus efeitos, ainda que nem sempre claros no curto prazo, devem ser tratados com seriedade.

Dívida bruta do governo geral



O estoque global de dívida pública, que já havia se elevado de forma substancial a partir da Grande Crise Financeira (2008), acelerou ainda mais após a pandemia (2020), não somente pelo esforço fiscal sem precedentes em diversas economias, mas também pela elevação das taxas de juros, que levaram a um aumento não desprezível do custo de rolagem dos títulos públicos. As estimativas mais recentes do Fundo Monetário Internacional (FMI) preveem que a dívida pública deve ultrapassar 100% do PIB mundial até 2029, o maior nível desde o pós-guerra (1948). Cabe ressaltar que, historicamente, essas estimativas subestimaram o crescimento efetivo da dívida.

Nesta carta, abordamos as funções da política fiscal, os principais desafios impostos aos governos na atualidade e os caminhos possíveis para ajuste de rota, considerando seus efeitos agregados e distributivos sobre a economia e o bem-estar da população, além das implicações para mercados e a gestão de investimentos. Para investidores e gestores de patrimônio, compreender a dinâmica da dívida pública é essencial, pois ela influencia diretamente os juros, a inflação e a precificação dos ativos globais.

Os benefícios do endividamento e o custo de default

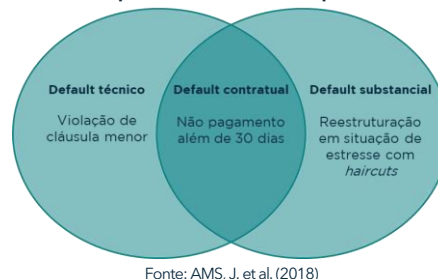
A dívida não é algo necessariamente "ruim". Pelo contrário, o consenso acadêmico descreve um nível ótimo de endividamento – seja na gestão pública ou privada – em que os benefícios da alavancagem superam seus custos. Dessa forma, até mesmo "credores líquidos" (países que dispõem de fundos soberanos cujo valor ultrapassa sua necessidade de financiamento), acessam crédito através da emissão de títulos soberanos.

Entre os diversos motivos legítimos para o endividamento público, podemos citar:

- (I) o alívio intertemporal da carga tributária (*tax smoothing*), que permite distribuir os custos de grandes despesas ao longo do tempo, evitando aumentos abruptos de impostos que poderiam gerar distorções econômicas;
- (II) o financiamento de investimentos produtivos, como infraestrutura, que geram retornos sociais e econômicos no longo prazo;
- (III) a criação de uma referência local para as taxas de juros, que contribui para o desenvolvimento e a estabilidade do sistema financeiro; e
- (IV) o uso de estímulos fiscais em períodos críticos, atuando como ferramenta de suavização das flutuações do ciclo econômico, sobretudo quando a alternativa monetária é limitada.

Por outro lado, quando a dívida assume níveis insustentáveis, os credores podem sentir-se tentados, ou mesmo forçados, a não cumprir com suas obrigações fiduciárias, ampliando o risco de *default*, que ocorre quando o governo falha com suas obrigações contratuais de pagamento da dívida – seja por atraso, suspensão ou reestruturação em termos menos favoráveis aos credores. A definição formal pode variar a depender da referência, mas em linhas gerais, podemos assumir que o *default* é um evento que reduz o valor remunerado aos credores. Segundo especialistas do FMI, esses eventos podem ser categorizados entre técnico, contratual ou substantivo, refletindo diferentes graus de quebra de compromisso.

Tipos de default e exemplos



O que pode parecer uma saída fácil à primeira vista, na realidade acarreta uma série de custos ao país, como a perda de acesso aos mercados financeiros (doméstico e internacional), que se traduz em aumento dos custos de financiamento, exclusão de índices de referência e rebaixamento de *rating*. Embora alguns países tenham conseguido retomar o acesso ao mercado anos depois, calotes severos ou prolongados levaram a aumento persistente de prêmio de risco.

Além disso, há de se considerar os danos colaterais à economia, que incluem queda acentuada do PIB, redução do comércio internacional e menor entrada de investimentos estrangeiros, além do efeito negativo sobre o valor de mercado e o acesso ao crédito de empresas domésticas. Entre os mais afetados, destaca-se o setor bancário, que frequentemente detém grandes volumes de títulos públicos e sofre perdas que podem comprometer a estabilidade financeira, levando a crises de crédito e recessões prolongadas.

Por fim, os custos legais – decorrentes de litígios e disputas contratuais – também são significativos. Um exemplo emblemático é o caso dos "holdouts" (credores que se recusam a aceitar ofertas de reestruturação) na Argentina, que enfrentou disputas judiciais por mais

de uma década após o calote de 2001. Embora as leis internacionais sobre o mercado de dívida soberana tenham avançado consideravelmente desde então, essas experiências reforçam que o calote tende a ser considerado a última alternativa de um governo, adotada apenas em situações de insolvência incontornável.

Determinantes da sustentabilidade e da solvência

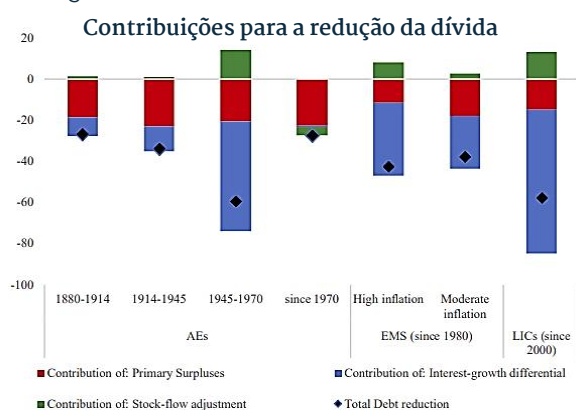
Formalmente, a avaliação da sustentabilidade fiscal parte da condição de *não-Ponzi*¹, que estabelece que um governo não pode se financiar indefinidamente por meio da emissão de novas dívidas para pagar as antigas. Em outras palavras, toda a dívida contraída precisa ser paga, ao longo do tempo, com receitas próprias do governo. Isso implica que o valor presente de todas as receitas públicas futuras deve ser igual ou superior ao somatório das despesas futuras e do estoque de dívida existente, corrigido pelo custo de carregamento.

A partir dessa lógica, é possível resumir os determinantes da sustentabilidade fiscal em três componentes que regem a dinâmica da dívida pública medida como percentual do PIB:

- **Resultado primário:** diferença entre receitas e despesas, excluindo o pagamento de juros da dívida;
- **Custo da dívida:** despesa com o pagamento de juros, que varia com o tamanho da dívida e a taxa efetiva sobre os títulos públicos;
- **Crescimento econômico:** principal determinante do crescimento passivo da receita tributária e elemento denominador na métrica de risco dívida/PIB.

Fica claro, portanto, que **os países nos quais a taxa de crescimento econômico supera a taxa de juros que incide sobre a dívida pública ($r - g < 0$) desfrutam de maior flexibilidade para ajustar sua política fiscal**, enquanto no caso oposto, a estabilidade da razão dívida/PIB requer algum grau de esforço fiscal (superavit primário). Esse ponto se tornou particularmente desafiador nos últimos anos, diante da alta das taxas de juros e do nível já elevado de endividamento global.

Por outro lado, a história apresenta alguns exemplos de ajustes de rota bem-sucedidos (sem *default*) realizados mesmo em contextos de dívida elevada. Um estudo abrangente apresentado por ABBAS, S. M. A. et al. (2011) analisou grandes reduções na relação dívida/PIB em diversos países, decompondo os fatores que contribuíram para esses ajustes. Essa mesma metodologia foi posteriormente utilizada por outros autores, incluindo BEST, T. et al. (2018), de onde foi extraído o gráfico a seguir:



Fonte: BEST, T. et al. (2018)

Em linhas gerais, os autores mostram que não houve uma “bala de prata”, mas sim uma combinação de fatores, colaborando em maior ou menor magnitude, a depender das circunstâncias de cada país e o contexto internacional. De forma geral, nas economias avançadas antes da Primeira Guerra Mundial, as reduções de dívida foram baseadas principalmente em superávits primários, em um ambiente de crescimento modesto e baixa inflação. No período entre guerras, os ajustes “bem-sucedidos” resultaram de combinações de hiperinflação e superávit primário, enquanto, no pós-Segunda Guerra, o recuo da dívida foi predominantemente associado aos diferenciais juros-crescimento negativos, em um contexto de crescimento rápido, repressão financeira e inflação persistente.

Cabe um ponto de atenção: o calote da dívida soberana é quase sempre acionado por uma crise de solvência – isto é, quando o governo não consegue mais crédito suficiente para viabilizar a rolagem da dívida – e não por uma decisão voluntária baseada apenas na perspectiva de insustentabilidade. É claro que isso tende a acontecer quando o mercado antecipa uma crise de sustentabilidade.

Também é possível que ocorram crises de liquidez, causadas por choques temporários (como momentos de maior aversão global ao risco), mas essas situações, em geral, podem ser contornadas através de linhas de crédito cedidas por organizações multilaterais, como o FMI. Em circunstâncias muito menos frequentes, um país pode “repudiar a dívida” (*repudiation*), alegando não reconhecer sua legitimidade – como fizeram os soviéticos após a Revolução de 1917, que encerrou o regime czarista. No entanto, esse mecanismo é pouquíssimo adotado na atualidade, dados os custos reputacionais e jurídicos envolvidos, especialmente no mercado internacional, onde esse tipo de apelação também não encontra bons precedentes.

Dessa forma, o mais importante é garantir que a trajetória esperada da dívida pública não seja explosiva, permitindo que inflação moderada e crescimento econômico contribuam para reduzir o peso real do endividamento e viabilizem sua rolagem em níveis sustentáveis. Com isso em mente, analisaremos, nos próximos tópicos, as alternativas possíveis para enfrentar os desafios fiscais globais atuais.

A solução pela austeridade e o desafio social

A consolidação fiscal é frequentemente a primeira recomendação para restaurar a confiança e estabilizar a dívida pública. Essa abordagem, alinhada ao espírito do Consenso de Washington², parte da lógica de que cortar gastos e/ou ampliar a arrecadação é o caminho mais seguro para equilibrar as contas públicas. **É importante destacar que essa via é discricionária por definição**, de forma que melhorias passivas na posição fiscal – decorrentes de fatores macroeconômicos favoráveis, como crescimento acima do esperado ou queda dos juros – não devem ser consideradas. Assim, o esforço de consolidação é usualmente medido pela variação do resultado primário ajustado ao ciclo econômico.

Por outro lado, **a execução desse tipo de medida pode ser bem mais complexa do que o discurso sugere**. O primeiro desafio diz respeito ao *timing*, dado que o arrocho fiscal tende a levar a alguma compressão da atividade no curto prazo. Do ponto de vista do risco-país, além da contribuição direta sobre o denominador na razão dívida/PIB, o efeito

1 Referência a Charles Ponzi, que fraudou investidores nos EUA nos anos 1920, pagando investidores mais antigos com o dinheiro de novos investidores.

2 Medidas proposta em 1989 por John Williamson, adotado por FMI e Banco Mundial em programas de ajuste fiscal.

sobre a atividade econômica também reduz a base tributável e pode acionar outros “estabilizadores automáticos”, como o aumento da demanda por seguro-desemprego e demais benefícios sociais.

Sob o ângulo social, a retração da atividade se reflete no bem-estar da população e, inevitavelmente, tem impactos políticos. **Como o custo do ajuste é imediato e os benefícios só se materializam no médio e longo prazo, o ciclo eleitoral tende a favorecer soluções paliativas.** Há ainda desafios técnicos relevantes, como a rigidez orçamentária: despesas obrigatórias – a exemplo do funcionalismo público e dos benefícios previdenciários e assistenciais – frequentemente seguem regras legais complexas, cuja alteração depende de reformas estruturais de difícil aprovação. A previdência social é um dos casos mais emblemáticos, pois o envelhecimento populacional elevou o número de dependentes e reduziu a proporção de contribuintes em quase todo o mundo, pressionando a sustentabilidade do sistema.

Esses desafios são agravados por um cenário socioeconômico global complexo, marcado por elevado custo de vida (evidenciado na dificuldade de acesso ao mercado imobiliário), queda do retorno marginal da educação (com gerações cada vez mais escolarizadas recebendo menos que as anteriores) e pela incerteza quanto à sustentabilidade de políticas sociais (como a própria previdência, que coloca em dúvida o direito à aposentadoria dos mais jovens).

Essa deterioração de expectativas mina a confiança nas instituições e reduz a tolerância a políticas que promovam sacrifícios imediatos em troca de ganhos futuros, criando terreno fértil para o surgimento de lideranças políticas de perfil demagógico.

A erosão do valor das moedas e a repressão financeira

Quando a dívida pública é denominada em moeda própria – como ocorre na maior parte dos casos atualmente – as regras do jogo tornam-se mais flexíveis. Não apenas porque a legislação local não exige os mesmos graus tipo de robustez contratual, permitindo formas alternativas de pagamento da dívida (como mudanças na moeda ou no indexador, por exemplo), mas também porque, em última instância, o governo pode emitir moeda para quitar suas obrigações.

Um breve panorama histórico: **o uso da expansão monetária como forma de financiamento do Estado remonta ao período das moedas metálicas**, que perdurou até o século XVIII no Ocidente. Há registros ainda no Império Romano (século III a.C.) da redução da pureza das moedas, com a mistura de metais menos valiosos, o que aumentava a oferta monetária ao custo de maior pressão inflacionária. Essa prática, conhecida como erosão das moedas (*currency debasement*), tornou-se recorrente nos séculos seguintes, chegando a representar uma fonte relevante de receita estatal. Já na era contemporânea, após um período de franca expansão da base monetária durante a Era das Catástrofes (1914–1945), o Acordo de Bretton Woods funcionou como um freio temporário ao desgaste das moedas, ao vincular o valor do Dólar ao ouro e das demais moedas ao Dólar. Após o colapso do sistema em 1971, iniciou-se uma nova fase de moedas fiduciárias puras (sem lastro físico), devolvendo aos governos ampla flexibilidade na emissão monetária, agora em um contexto em que o custo e o tempo de emissão caíram drasticamente.

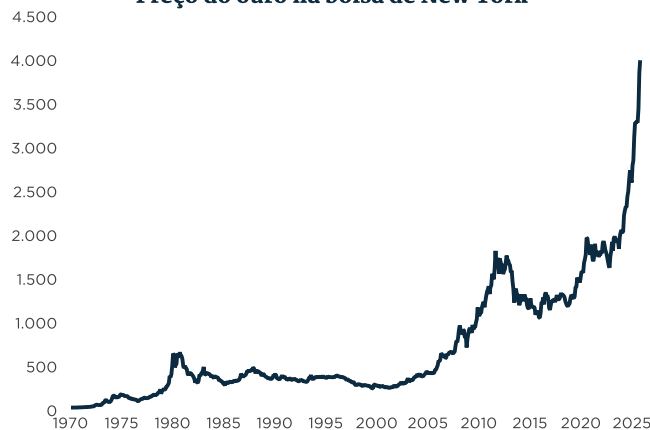
Nota-se que a expansão monetária e a senhoriação (receita obtida pelo governo ao emitir moeda), não são, por si só, problemáticas, desde que ocorram em níveis moderados e em sintonia com a política monetária, atendendo à demanda por liquidez e ajudando a suavizar flutuações cíclicas na economia. O problema surge quando a emissão passa a ser usada para financiar déficits fiscais, o que historicamente levou a crises hiperinflacionárias, como as observadas na Venezuela e no Zimbábue. Além disso, a surpresa inflacionária exerce efeito redistributivo entre credores e devedores (inclusive o próprio governo), através da deterioração do valor real da dívida.

A crescente demanda por títulos indexados à inflação reduziu o ganho potencial desse tipo de estratégia inflacionária, mas isso não elimina o risco de medidas de repressão financeira, utilizadas para deprimir artificialmente as taxas de juros. Exemplos recentes ocorreram na Argentina (a partir de 2010) e na Turquia (desde 2018), onde as taxas de juros reais *ex-post* permaneceram negativas por longos períodos. No caso argentino, as próprias estatísticas oficiais de inflação foram manipuladas, subestimando a alta efetiva de preços.

Embora possa funcionar contabilmente no curto prazo, a opção inflacionária (em suas diversas formas) cria distorções distributivas sobre a riqueza e pode corroer a credibilidade se persistente. Além da transferência entre credores e devedores, há uma dinâmica socialmente regressiva: a inflação afeta com maior intensidade os agentes que não dispõem de mecanismos de indexação, que em geral são os mais pobres. Por outro lado, aqueles com mais alternativas tendem a procurar reservas de valor, que podem incluir ativos financeiros denominados em *hard currencies* (quando o risco é específico de um país) ou ativos reais (como o mercado imobiliário, ações de empresas com bom fluxo de caixa e capacidade de repasse de preços) e commodities (particularmente metais preciosos).

Não é de se estranhar, portanto, que a performance do ouro tenha se destacado nos últimos anos. Outros fatores também podem estar relacionados a esse movimento, como o aumento da demanda de bancos centrais por ouro físico, particularmente após a decisão do governo americano de congelar reservas internacionais da Rússia após a invasão da Ucrânia (2022) e de impor políticas de desglobalização desde o início do ano⁴.

Preço do ouro na bolsa de New York



Fonte: Macrobond, Turim

3 Mecanismos que suavizam o ciclo econômico e ampliam o déficit fiscal sem ação direta do governo.

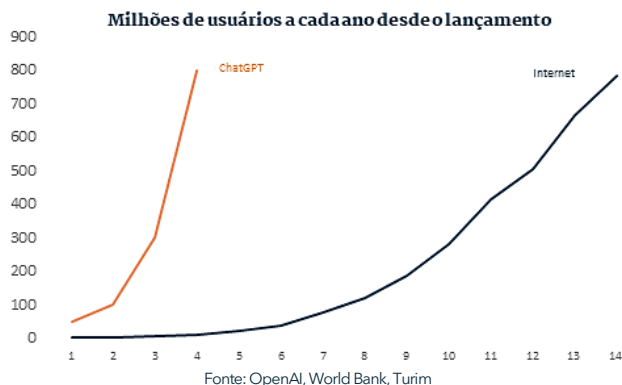
4 A maior demanda por reservas alternativas reflete a tese de *cross-border distrust* de Adam Posen, presidente do Peterson Institute for International Economics.

A esperança da produtividade

Como vimos, o crescimento econômico também é uma forma de conter o peso da dívida. No entanto, as políticas usualmente recomendadas nessa direção buscam elevar o produto potencial, por meio de investimentos em infraestrutura, capacitação de recursos humanos e reformas que melhorem o ambiente de negócios. Essas iniciativas, por natureza, geram resultados mais claros apenas no longo prazo, cumprindo assim um papel complementar na discussão fiscal.

No caso de alguns países em desenvolvimento, o baixo grau de capital em infraestrutura básica, como saneamento público e urbanização, ainda oferece oportunidades expressivas de crescimento, grandes o bastante para justificar déficits fiscais recorrentes por períodos prolongados, sem comprometer as métricas de sustentabilidade. É o caso da Índia, que vem apresentando avanços significativos nessa frente nos últimos anos. Essa estratégia, contudo, não é viável para a maioria dos países, sobretudo as economias desenvolvidas, nas quais o potencial de expansão estrutural é mais limitado.

Mas nem tudo está perdido. O prêmio Nobel de Economia deste ano laureou três economistas (Joel Mokyr, Philippe Aghion e Peter Howitt) por suas contribuições para o estudo da inovação como motor de crescimento econômico. A ideia central é que a incorporação de novas tecnologias no setor produtivo abre espaço para formas mais eficientes de produção. Essa corrente de pensamento – cujo principal expoente foi o austríaco Joseph Schumpeter, responsável pela popularização do conceito de “destruição criativa” – atribui a esse fenômeno o crescimento acelerado dos últimos dois séculos, que reduziu a pobreza e elevou o padrão de vida global drasticamente.



O tema é extremamente atual, primeiro por sua imediata associação ao crescimento exponencial da inteligência artificial (IA) nos últimos três anos, mas também pois essa pode ser uma “luz no fim do túnel” para as finanças públicas.

As estimativas de impacto potencial da IA sobre a produtividade variam significativamente, desde as projeções mais otimistas que apontam para um impulso de até 7% ao longo da próxima década, até as mais cautelosas, como a visão de Daron Acemoglu – autor de *Why Nations Fail* e prêmio Nobel de Economia em 2024 – que reconhece um impacto “não trivial, mas modesto”, limitado a 0,71% sobre a produtividade total dos fatores em dez anos, sugerindo ainda que essa estimativa possa superestimar os números.

A sociedade e os mercados

Embora não haja uma solução única aplicável a todos os casos, o caminho mais recomendável parece ser um equilíbrio entre

governança fiscal responsável e políticas que fomentem um ambiente propício ao crescimento econômico. Com alguma sorte, ganhos de produtividade poderão contribuir para aliviar o custo da dívida, criando espaço para um ciclo mais saudável de expansão.

Na ponta oposta dos cenários possíveis, poderíamos seguir uma rota cada vez mais insustentável, culminando em um processo de reestruturação ou de “soluções criativas”, que poderiam incluir surpresas inflacionárias e instrumentos de repressão financeira, possivelmente incluindo até políticas de controle da curva de juros (*yield curve control*), como as implementadas no Japão desde 2016.

No cenário mais otimista, podemos vislumbrar uma janela de crescimento robusto, com pressões inflacionárias moderadas. Esse tipo de crescimento, intensivo em capital e inovação, poderia reforçar a tendência de concentração de riqueza, mas ainda assim seria positivo para a sociedade em termos líquidos, ao elevar a produtividade e o padrão de vida agregado – mesmo com perdas localizadas em setores “destruídos pela inovação” e entre trabalhadores que precisariam ser realocados. Nessas condições, os ativos de risco, especialmente as ações, tendem a se destacar.

No segundo cenário, a confiança nas moedas fiduciárias e nas instituições tradicionais seria abalada, resultando em inflação mais persistente e impondo o risco de uma nova “década perdida”, semelhante à vivida por diversos países latino-americanos a partir das crises de 1980. Mesmo antes de um eventual colapso, investidores tenderiam a exigir prêmios de risco mais altos em ativos tradicionais, como títulos e ações, enquanto reservas de valor alternativas, como metais preciosos e criptoativos, poderiam ganhar participação nas carteiras globais e até nas transações financeiras.

O desfecho dessa história, qualquer que seja, não deve se tornar evidente no curto prazo, tampouco seguir um caminho linear. O mais provável é que o mundo permaneça, por algum tempo, em um *status quo* de endividamento global desconfortavelmente elevado, com expectativas parcialmente ancoradas e ajustes fiscais oportunistas, intercalados por períodos de maior aversão ao risco.

Essas alternâncias de narrativa devem seguir gerando volatilidade nos preços de ativos, reforçando a importância da diversificação e da disciplina de longo prazo.

Referências

- ABBAS, S. M. A. et al. Historical Patterns and Dynamics of Public Debt – Evidence from a New Database. IMF, May, 2011.
- ACEMOGLU, D. The Simple Macroeconomics of AI. MIT; Massachusetts. Apr, 2024.
- AMS, J. et al. Sovereign Default. Washington, DC: IMF. Set, 2018.
- BEST, T. et al. Reducing Debt, Short of Default. Washington, DC: IMF. Set, 2018.
- EICHENGREEN, B. et al. Public Debt Through the Ages. Washington, DC: IMF. Set, 2018.
- POSEN, A. Geopolitics Is Corroding Globalization. Washington, DC: IMF. Jun, 2024.
- GOLDMAN SACHS. “Generative AI could raise global GDP by 7%” Apr, 2023.



Valores no Tempo é uma produção da TORI, empresa do grupo Turim, e está disponível nas principais plataformas de áudio.

Trazemos reflexões relevantes sobre patrimônio, longevidade, investimentos, legado e outros temas que permeiam o universo dos Family Offices. [Ouça aqui!](#)