

A macroeconomia para além da contabilidade

Por Giuliano Contento de Oliveira

Valor, 25/11/2025

A dívida que financia investimento produtivo pode ser integralmente validada, caso amplie suficientemente a produtividade e a capacidade de geração de renda

A expansão da dívida pública não é, por si só, um problema - mas tampouco é, automaticamente, uma fonte de riqueza duradoura. A diferença entre um e outro resultado depende menos da contabilidade e mais do tempo, das expectativas e da confiança que sustentam o valor da riqueza.

Nos últimos anos, tem ganhado destaque a ideia de que o aumento do passivo público corresponde, necessariamente, à expansão do ativo financeiro privado (1). O raciocínio é simples, mas nem sempre devidamente compreendido: quando o governo gasta mais do que arrecada, ele cria um passivo - moeda, títulos ou reservas - que é, ao mesmo tempo, o ativo de alguém. Contabilmente, o déficit de um setor é sempre o superávit de outro. Trata-se de uma verdade irrefutável.

É preciso lembrar, contudo, que a macroeconomia não é um balanço estático, mas um processo em movimento - no qual o valor da riqueza depende de sua validação no tempo, e, portanto, está sempre submetido à incerteza.

A contabilidade registra o que ocorre em t_0 , no momento em que o gasto é realizado. Nesse instante, a emissão de passivos públicos se traduz em novos ativos privados - depósitos, reservas ou títulos. Mas, a partir de t_1 , o valor desses ativos dependerá de um conjunto de condições que transcendem a simples contabilidade.

A expansão da dívida pública só se converte em aumento efetivo da riqueza financeira privada líquida quando quatro condições básicas estão presentes.

Primeiro, as expectativas de inflação precisam estar ancoradas, de modo que o gasto público não gere pressões de preços capazes de corroer o poder de compra dos ativos financeiros.

Segundo, a política de juros deve ser calibrada para evitar a desvalorização dos títulos públicos por reprecificação.

Terceiro, é necessário que o setor privado mantenha disposição para carregar esses ativos, sem fuga para moedas estrangeiras ou ativos reais.

Por fim, a confiança no Estado como emissor é decisiva: a credibilidade da política fiscal e monetária é o que garante que a dívida pública seja percebida como reserva segura de valor.

A essas condições financeiras somam-se outras de ordem econômica e estrutural: a capacidade produtiva para absorver o aumento da demanda sem gerar pressões inflacionárias, a solidez da posição externa e a estabilidade política que sustenta a confiança nos compromissos do Estado. Sem esse conjunto de fundamentos, a expansão da dívida pública tende a gerar valorização apenas nominal - e não riqueza efetiva no tempo.

Mesmo o investimento público produtivo pode, no curto prazo, provocar reprecificação e queda do valor dos ativos, se as taxas de juros subirem. Ainda assim, no médio e longo prazo, esse mesmo investimento pode se validar, à medida que a renda e a produtividade ampliam a base real da valorização da riqueza.

Essa contradição mostra, antes de tudo, que o investimento público exerce papéis duplos em uma economia: é fonte de demanda no presente e de oferta no futuro. Seus efeitos aparecem primeiro sobre a demanda agregada e, apenas depois, sobre a capacidade produtiva. Quando bem-sucedido, o investimento realizado mediante expansão fiscal amplia a renda e a produtividade, lançando as bases para a validação da riqueza financeira privada líquida.

O problema, portanto, não está no déficit público em si, mas na sua capacidade de gerar as condições para que a riqueza que a contabilidade registra em t_0 possa ser efetivamente validada no tempo (t_1 , t_2 ... $t?$).

É comum ouvir que os mercados “não compreendem” a identidade contábil segundo a qual o passivo público é o ativo privado. Mas, na prática, os mercados conhecem essa relação e reagem de acordo com as expectativas sobre a validação futura da riqueza. Quando percebem que o ritmo de endividamento supera a capacidade real da economia de gerar produtividade e renda, reprecificam os ativos públicos: vendem títulos, exigem prêmios de risco mais altos e buscam refúgio em outras moedas. O que muda, portanto, não é a contabilidade, mas o valor atribuído a ela.

Em outras palavras, os mercados não reagem contra a contabilidade, mas contra o risco de que ela se torne fictícia - quando os números dos balanços deixam de refletir riqueza efetivamente validada no tempo.

Portanto, a macroeconomia deve partir da contabilidade, mas precisa ir além dela. O essencial não é o tamanho da dívida pública, mas a função que ela cumpre em uma sociedade. A dívida que financia investimento produtivo pode ser integralmente validada, caso amplie suficientemente a produtividade e a capacidade de geração de renda. Já a dívida que cresce pelo pagamento de juros aumenta a riqueza nominal, mas reduz a estabilidade - infla, mas, depois, destrói o valor dos ativos.

Chega-se, assim, a uma conclusão clara: se a expansão fiscal for direcionada para finalidades capazes de aumentar suficientemente a produtividade e a renda de forma sustentável ao longo do tempo, haverá validação econômica do registro contábil.

As dúvidas dos mercados, em última instância, giram em torno de uma pergunta simples: a expansão da dívida pública será um motor de geração de produtividade e renda? Ou apenas mais um espelho de promessas que o futuro desmentirá? A condição de validação macrofinanceira do investimento público, referente à relação entre o seu retorno econômico e o custo do financiamento incorrido para realizá-lo, cumpre papel decisivo nesse processo.

Do ponto de vista dos mercados financeiros, o investimento público financiado por dívida só se valida quando a taxa de retorno - em termos de renda e produtividade gerada - supera o custo médio de financiamento do governo. Em um regime de juros estruturalmente elevados, como o brasileiro, essa condição de validação macrofinanceira é permanentemente questionada pelos detentores de riqueza.

Com efeito, a política fiscal se torna estrangida pela lógica de valorização da riqueza sob dominância financeira, e o investimento público acaba relegado ao papel de variável de ajuste - em vez de instrumento central do desenvolvimento.

1. Ver, por exemplo, o recente artigo do economista André Lara Resende: glo.bo/p5n66nf

Giuliano Contento de Oliveira é professor livre-docente do Instituto de Economia da Unicamp.