

Pacífico GESTÃO DE RECURSOS

[Carta Pacífico n. 1]

[A situação fiscal norte-americana]

Março de 2012

Índice

1. Introdução	2
2. A situação fiscal norte-americana	3
3. Alternativas	6
3.1. Ajuste via aumento da arrecadação de impostos	6
3.2. Ajuste via corte de gastos	8
3.3. Forte crescimento no PIB, estabilizando a relação dívida/PIB	9
3.4. Repressão financeira	11
3.5. <i>Default</i> soberano clássico	12
3.6. Saída inflacionária	13
4. Conclusão	15

1. Introdução

O ano de 2011 foi marcado por crises financeiras, estruturais e fiscais que afetaram desde países como a Grécia, uma pequena economia europeia, até os EUA, a maior economia do planeta. Apesar da crise na Europa ter tomado proporções continentais e exigir soluções urgentes, é importante constatar que a situação fiscal norte-americana também é bastante complexa e merece uma análise mais profunda. Os EUA estão passando por transformações fiscais de longo prazo caracterizadas pelo crescimento dos programas de assistência social¹, os quais são exacerbados pelo aumento dos custos no setor de saúde e pelo envelhecimento da população. Estas transformações já expressam sintomas de alerta no curto prazo, como por exemplo, a retirada da nota máxima atribuída à dívida norte-americana por agências de risco, a recente crise em torno da elevação do teto da dívida ou os acalorados debates sobre gasto público no âmbito das eleições presidenciais deste ano.

Entender melhor a situação fiscal norte-americana é de grande importância por diversos motivos. Primeiro, pelas suas possíveis implicações nas perspectivas de crescimento econômico dos EUA e, por consequência, da economia mundial. Segundo, pelas suas eventuais consequências sobre a taxa de inflação norte-americana e as perspectivas da manutenção do Dólar como moeda de reserva internacional. Terceiro, pela importância da economia norte-americana na garantia do bom funcionamento do sistema financeiro e do fluxo de comércio internacional. O objetivo desta carta é tentar, de forma sucinta e objetiva, explicar a atual situação fiscal norte-americana – escopo do próximo capítulo – para em seguida discutir brevemente as diferentes possíveis implicações desta questão – no capítulo seguinte.

¹ Os principais programas de assistência social são aqueles atrelados à saúde, notadamente o *Medicare* e o *Medicaid*. O *Medicare*, criado em 1965 para prover assistência de saúde aos idosos com mais de 65 anos de idade, cresceu de forma expressiva ao longo das décadas. Os serviços cobertos foram ampliados, incluindo hoje não somente internação hospitalar e consultas médicas, mas também a compra de remédios, assim como a área de cobertura estendida, agora incluindo também jovens com deficiências. O programa assiste atualmente quase 50 milhões de norte-americanos. Expansão parecida aconteceu com o programa *Medicaid*, que visa assistir famílias de baixa renda. O programa, também criado em 1965, fornece cobertura hospitalar, médica e dentária. Em 2010 foi aprovada uma elevação da renda máxima exigida para que famílias possam ter acesso ao programa a partir de 2014.

2. A situação fiscal norte-americana

A reação de política econômica nos EUA à crise de 2008 passou por uma substancial elevação dos gastos públicos e aplicação de isenções fiscais com o objetivo de prover assistência ao sistema financeiro e conter as forças econômicas recessivas. Assim, a deterioração dos déficits fiscais elevou substancialmente o estoque de dívida federal em poder do público como percentual do PIB. Este foi de aproximadamente 40% em meados da década passada para 67,7% em 2011². Segundo o *Congressional Budget Office (CBO)*, órgão federal dentro do poder legislativo do governo dos EUA que elabora estatísticas e projeções econômicas para o Congresso, as estimativas futuras sobre o estoque de dívida federal são preocupantes³.

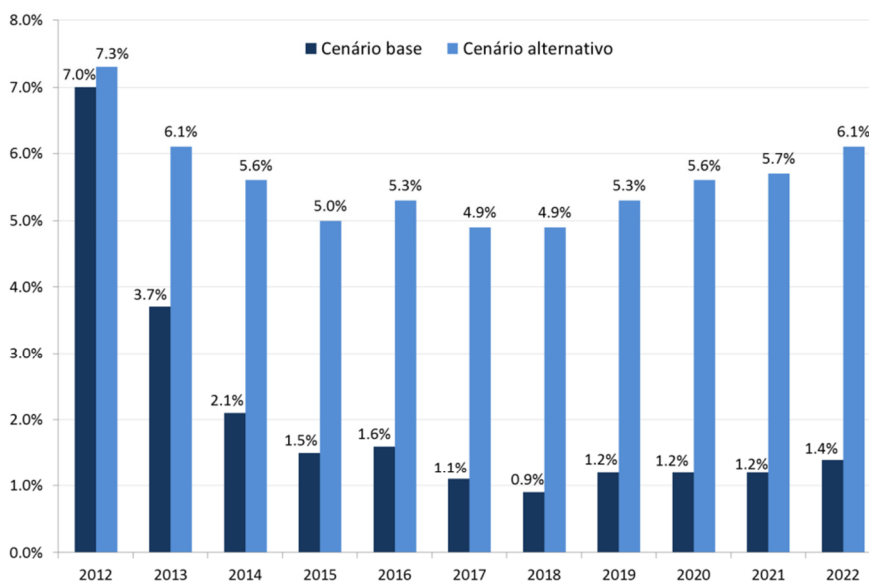
O CBO faz duas projeções de cenários para a trajetória futura da dívida federal. O primeiro cenário, chamado de cenário base, é fiscalmente benigno e assume fortes cortes de gastos em todos os componentes do gasto público, com exceção dos gastos de seguridade social e dos maiores programas de provisão de seguro saúde, além de prever uma série de aumentos de receita. Neste cenário, haveria um aumento sem precedentes da receita do governo federal, a qual aumentaria dos atuais 16% do PIB para 20% já nos próximos anos e chegaria ao patamar inédito de 23% do PIB em 2035. Sob estas hipóteses otimistas, a dívida federal em poder do público sobe dos atuais 67,7%, atingindo 75% do PIB num período curto de tempo e volta para o patamar de 2010 de 62% em 2022, que ainda é superior a qualquer valor de 1952 a 2009.

² Este conceito de dívida federal bruta em poder do público é o mais frequentemente utilizado para fazer projeções de sustentabilidade do endividamento. Este conceito inclui a dívida detida pelo mercado, por governos estrangeiros ou por outros entes públicos, como governos estaduais ou o próprio Federal Reserve. Contudo, não se inclui a dívida federal emitida para fundos federais (os chamados *trust funds*) que não é negociada no mercado. Caso esta última seja incluída na conta, a dívida federal bruta equivale a 96% do PIB, número, este, frequentemente encontrado em matérias na imprensa. Contudo, é importante notar que o serviço desta dívida detida por *trust funds* é, sim, incluído nas projeções de déficit nominal. A dívida líquida, por fim, na qual são descontados os ativos do governo central, é de 83% do PIB. Em nenhum destes conceitos são incluídas as dívidas emitidas por governos estaduais ou locais.

³ *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022* e *CBO's 2011 Long-Term Budget Outlook*, ambos elaborados pelo *Congressional Budget Office (CBO)*.

Já no segundo cenário, chamado de alternativo, o CBO é mais conservador sobre as possibilidades deste ajuste fiscal. O corte de gastos é bem mais moderado, com restrições sobre os custos dos programas de saúde só começando em 2021 e prevendo a manutenção dos salários dos profissionais de saúde. Além disso, tem como hipótese um retorno da arrecadação federal à média histórica de 18%. Este segundo cenário, que como o próprio CBO admite, é considerado o mais plausível por muitos analistas, prevê que o percentual da dívida em poder do público sobre o PIB cresce de maneira bastante rápida, atingindo 94,2% em 2022.

Figura 1: Déficits fiscais nominais projetados pelo CBO.



Fonte: *Congressional Budget Office*, Pacifico Gestão de Recursos.

A figura 1 acima mostra a evolução dos déficits fiscais nominais projetados pelo CBO, tanto no cenário base quanto no cenário alternativo. A diferença entre ambos é principalmente explicada pela menor arrecadação suposta no cenário alternativo. Os cortes de gastos não previstos neste segundo cenário, assim como gastos adicionais em serviço de dívida explicam o resto da diferença.

Fora da esfera governamental, há ainda estudos com resultados mais pessimistas em relação à dinâmica da dívida pública federal. Aubach e Gale (2009)⁴ preveem que os déficits orçamentários de longo-prazo seriam estruturalmente altos, em torno de 5% ou 6%, mesmo nos cenários mais otimistas de crescimento ou de redução de gastos em serviços públicos de saúde.

É importante notar que, além das óbvias perspectivas de elevação, a dinâmica esperada da dívida assusta por uma razão clara: já há hoje uma quantidade excessiva de passivos reais, sob a forma de promessas de seguridade social e provisão de serviços de saúde. Promessas de entrega de bens e serviços que são, naturalmente, protegidas contra inflação ou sobre um *default* do estoque de dívida corrente. Trata-se de uma situação diferente do que vimos em algumas economias que terminaram passando por uma crise de solvência, como as da Argentina ou da Rússia, que possuíam um estoque corrente de dívida nominal excessivamente elevado.

Gostaríamos de ressaltar que o que nos chama atenção é justamente esta existência de uma grande quantidade de passivos reais. Utilizando as palavras do próprio CBO, “o crescimento futuro nos gastos por beneficiário do *Medicare* e *Medicaid*, os principais programas de assistência à saúde do governo federal, vai ser o determinante mais importante da tendência de longo prazo nos gastos federais. Mudar estes programas de forma a reduzir o crescimento dos custos, o que será difícil em parte devido à complexidade das políticas de saúde escolhidas, é, em última análise, o principal desafio de longo prazo na definição da política fiscal federal”⁵. Convém lembrar que, frequentemente, a solução mais discutida para o aumento do endividamento público dos EUA envolve um cenário de inflação mais elevada. No entanto, gerar inflação não resolve o problema relativo aos passivos reais, dado que estas promessas de entrega de serviços de saúde, incluindo o *Medicare* e *Medicaid*, também têm seus custos elevados pela inflação.

⁴ Auerbach, Alan J. and Gale, William G., *The Economic Crisis and the Fiscal Crisis 2009 and beyond: An Update*, julho de 2009. The Brookings Institution.

Auerbach, Alan J. and Gale, William G., *Activist Fiscal Policy to Stabilize Economic Activity*, agosto de 2009. Federal Reserve Bank of Kansas City.

⁵ Discurso de Peter R. Orszag, diretor do CBO, no Comitê de Finanças do Senado dos EUA, em 17 de junho de 2008. Tradução livre.

Devido a esta impressionante dinâmica recente, às desalentadoras projeções sobre sua evolução e às recentes dificuldades do congresso americano de acordar para o assunto, a evolução da dívida pública federal americana e suas implicações sobre a restrição orçamentária do governo tornaram-se um destaque entre os tópicos relevantes na economia global. A seguir, vamos tentar explorar quais as possíveis consequências deste preocupante panorama.

3. Alternativas

Conforme vimos, a inevitável elevação do endividamento público norte-americano implica necessariamente que, nas próximas décadas, se verifiquem algumas das alternativas a seguir: (i) melhoria da solvência governamental via aumento significativo de impostos e, conseqüentemente, de arrecadação; (ii) melhoria da solvência governamental via corte de gastos públicos, (iii) forte crescimento do PIB, tornando a relação dívida/PIB estável em algum nível sustentável, (iv) repressão financeira que sustentaria altos níveis de dívida; (v) *default* soberano clássico e, finalmente, (vi) elevação da inflação como forma de *default* sobre a dívida nominal.

Nas seções abaixo, discutiremos, separadamente e com mais detalhes, cada uma destas seis possíveis implicações.

3.1. Ajuste via aumento da arrecadação de impostos

Como vimos, em seu cenário base, o CBO prevê que a arrecadação federal subiria rapidamente nos próximos vinte anos para 23% do PIB, um patamar historicamente sem precedentes.

Ainda que este elevado e inédito patamar seja alcançado, talvez seja insuficiente para garantir a solvência fiscal. Se fizermos pequenas e plausíveis alterações nas hipóteses sobre as perspectivas de crescimento do produto ou sobre os custos futuros das promessas de seguridade social e de saúde, o aumento da arrecadação que levaria à estabilidade da

relação dívida/PIB nas próximas décadas deveria ser substancialmente maior do que este, ou seja, seria necessária uma arrecadação de impostos ainda maior do que estes 23% do PIB.

Seria possível promover um ajuste tão extremado na arrecadação? A experiência recente no cenário político leva a uma visão cética a este respeito. Os dois principais partidos políticos têm sido bem claros quanto à sua política de aumento de impostos. Um dos principais compromissos na agenda do partido Republicano é o de que os impostos de nenhum cidadão serão elevados durante um eventual mandato de seu partido. Já o partido Democrata, seja na política do atual presidente, seja na agenda do partido para campanha, assegura que não haveria intenção alguma de aumentar impostos de 95% ou 98% da população de menor renda.

Contudo, é claro que promessas podem ser revistas em situações de emergência. O nível histórico de arrecadação de impostos como percentual do PIB, de 18%, é baixo se comparado ao de outras economias desenvolvidas. Na Alemanha ou no Japão, por exemplo, a receita federal como proporção do PIB oscilou em torno de 30% na última década. Em países do norte da Europa, como a Noruega, esse percentual chega a 45%. Mas será que, no curto prazo, seria possível o aumento da arrecadação na ordem de magnitude necessária, com os principais partidos mantendo-se fiéis às suas promessas públicas? No caso republicano, é evidente que não. No caso democrata, também é praticamente inexecutável. Mesmo se a fração da renda em impostos dos 5% com maiores renda de trabalho subir em 10 pontos percentuais, a arrecadação aumentaria, na melhor das hipóteses, em torno de 1.5% do PIB por ano. Este aumento estaria muito aquém de gerar uma margem razoável de redução de déficit primário a fim de promover uma trajetória de dívida não explosiva em cenários prováveis de crescimento do produto e custos para os encargos correntes.

Ainda assim, convém lembrar que alguma eventual elevação de impostos representaria uma redução imediata da renda disponível das famílias. Isto poderia leva-las a diminuir ainda mais o consumo, o que poderia ter efeitos negativos quantitativamente importantes sobre atividade, além de ser mais um fator a pressionar para baixo as taxas de juros.

3.2. Ajuste via corte de gastos

Conforme descrito acima, grande parte do problema fiscal americano reside nos comprometimentos em pesados gastos futuros nas áreas de seguridade social, pensões e provisão de serviços de saúde. Trazidos a valor presente, estes passivos reais podem ser pensados como dívida do governo indexada à inflação, já que o que está sendo prometido é uma perpetuidade de provisão de bens e serviços. Há grande incerteza em torno do valor presente deste passivo real do governo. Entretanto, é praticamente consenso que, se as regras atuais forem mantidas, o valor aumentaria sensivelmente e causaria dificuldades para a solvência de longo prazo americana.

Na questão dos gastos, os espectros políticos apresentam-se um pouco mais heterogêneos: os dois principais partidos encontram-se em desacordo tanto sobre o seu tamanho quanto sobre a sua composição. Estas divergências preocupam, uma vez que qualquer solução que não comprometesse a dinâmica de outras importantes variáveis macroeconômicas passaria por um acordo em que parte relevante das promessas de seguridade social, especialmente as referentes à saúde, teria que ser renegada. Em outras palavras, é fundamental que seja discutida claramente a realização de um *default* nestes passivos reais prometidos pelo governo federal. Renegar parte das promessas de pensões e de auxílios em despesas médicas é, contudo, politicamente custoso e, a esta altura da discussão política, seria de difícil implementação.

Abstraindo as dificuldades políticas, o ajuste nestes importantes mecanismos da rede de proteção social poderia apresentar outras importantes consequências. Primeiramente, a redução de mecanismos de seguro na sociedade⁶ levaria a um aumento da demanda por poupança precaucional das famílias. Este fenômeno levaria a uma reação das famílias semelhante ao que observamos recentemente no processo de desalavancagem do setor privado após a crise de crédito de 2008. Mais demanda por poupança diminuiria ainda mais o consumo, assim como uma elevação de impostos mencionada acima, e poderia ter efeitos negativos quantitativamente importantes sobre atividade, além de ser mais um fator a pressionar para baixo as taxas de juros.

⁶ Para fazer este argumento, as pensões para idosos ou incapazes, assim como os maiores custos em caso de necessidades médicas de aposentados e famílias de baixa renda, não são considerados.

Christiano, Eichenbaum e Rebelo (2011)⁷, Lindé e Erceg (2010)⁸ e Uhlig (2011)⁹ são exemplos da literatura recente sobre os efeitos dos gastos do governo em situações de taxa básica de juros próximas de zero. Por mais que não exista consenso na literatura, o efeito de curto prazo da política fiscal sobre o produto tende a ser maior quando a taxa de juros básica da economia está próxima de zero. Dessa forma, os custos de eventuais cortes de gastos discricionários seriam maiores na situação atual.

3.3. Forte crescimento no PIB, estabilizando a relação dívida/PIB

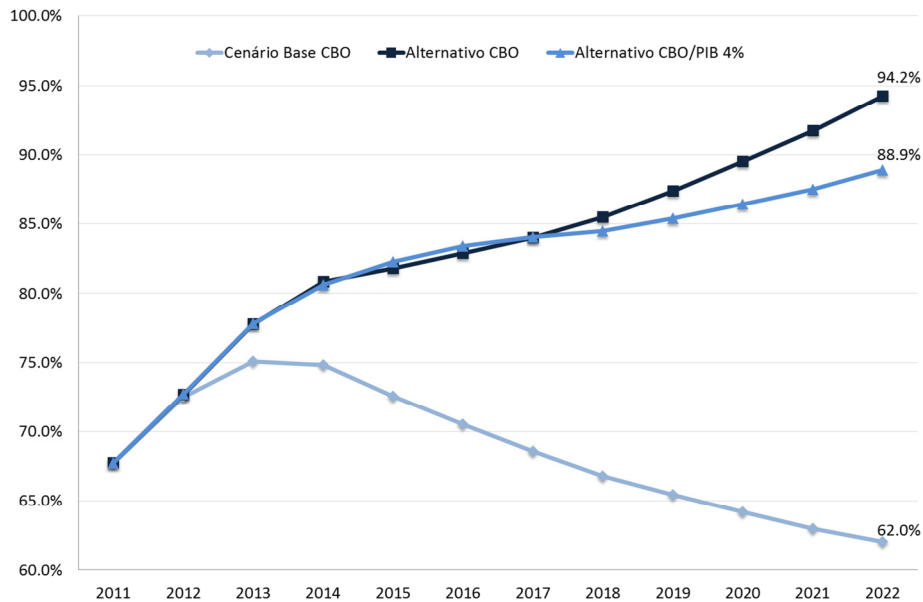
Como variações nas estimativas de crescimento afetariam as projeções para a dinâmica da dívida federal? Em outras palavras, seria possível que uma melhora nas perspectivas de crescimento fizesse com que a questão de solvência se resolvesse naturalmente? O CBO assume que as taxas de crescimento do PIB serão, em média, 2,8% pelos próximos 10 anos e de pouco menos de 2.5% nos anos seguintes. Se em vez de 2,8% considerarmos um expressivo crescimento de 4% ao longo dos próximos 10 anos e incluirmos esta nova hipótese no cenário alternativo calculado pelo CBO, aquele considerado o mais provável pelos analistas, a relação dívida/PIB seguiria elevando-se, atingindo 89% em 2022. Este exercício é ilustrado pela figura a seguir.

⁷ Christiano L., Eichenbaum M. e Rebelo S., *When is the Government Spending Multiplier Large?* The Journal of Political Economy, Vol. 119, No. 1, fevereiro de 2011, p. 78-121.

⁸ Erceg, Christopher J., e Lindé J., *Is there a Fiscal Free Lunch in a Liquidity Trap?*, International Finance Discussion Papers 1003, julho de 2010. Board of Governors of the Federal Reserve System.

⁹ Uhlig H., *Some Fiscal Calculus*, maio de 2010. American Economic Review.

Figura 2: Evolução da dívida federal em poder do público como percentual do PIB.



Fonte: Congressional Budget Office, Pacifico Gestão de Recursos.

Em outras palavras, estas taxas mais otimistas de crescimento ainda seriam insuficientes e a dinâmica da dívida continuaria em trajetória ascendente. Esta simulação deixa claro que, para reverter a dinâmica de elevação do endividamento público dos EUA, é fundamental que o governo consiga implementar os fortes cortes de gastos e os aumentos de receita previstos no cenário base simulado pelo CBO.

Prever com exatidão a taxa de crescimento da economia americana nos próximos dez anos, assim como a de longo prazo, é, contudo, uma tarefa muito difícil. Nos últimos 30 anos, o crescimento médio dos EUA manteve-se entre 2% e 4,5%, chegando a 5% na segunda metade da década de 90 e mostrando variação negativa por breves momentos de recessão, como em 1990 ou 2001. No curto prazo, o lento processo de redução de dívidas das famílias e a demora na recuperação do mercado imobiliário talvez tornem as perspectivas de crescimento nos próximos dez anos menos promissoras do que essa média observada nas últimas décadas. No longo prazo, uma previsão acurada é ainda mais complicada,

dependendo de fatores estruturais como o retorno de investimentos em pesquisa e desenvolvimento e da evolução de possíveis reformas no sistema educacional¹⁰.

De qualquer forma, o crescimento econômico costuma ser a consequência de uma economia saudável ou de um conjunto de políticas econômicas adequadas, e não um fator exógeno que, por sorte, possa resolver os problemas de uma nação. Além disso, o difícil equilíbrio da política fiscal, como visto acima, deverá afetar diretamente essas perspectivas de crescimento econômico ao longo dos próximos anos.

3.4. Repressão financeira

Em tese, é possível adiar uma crise de solvência fiscal em economias caracterizadas por repressão financeira. Nestes casos, a existência de regulações, desenhos institucionais ou pressões do governo forçariam os bancos a financiar o déficit público além do que um sistema financeiro livre estaria disposto a fazer. Esta situação gera uma simbiose entre o governo e o sistema financeiro. Por um lado, o governo precisa do sistema financeiro para financiar seus déficits no curto prazo e para manter em níveis razoáveis as taxas de juros dos títulos públicos negociados no mercado secundário. Por outro lado, os bancos carregam tamanho risco soberano em seus balanços que uma crise da dívida pública poderia levar a uma crise financeira.

No mundo atual, há exemplos de economias que apresentam situações similares à de repressão financeira. A relação simbiótica entre os grandes bancos japoneses e o seu governo é o caso mais estabelecido. Os recentes incentivos dados aos bancos europeus para usar títulos soberanos como colaterais em empréstimos junto ao Banco Central Europeu são outro exemplo de como crises fiscais podem gerar incentivos à criação de medidas de restrição financeira.

Os EUA, entretanto, possuem um sistema financeiro menos regulado, mais aberto e, em princípio, sujeito a menos pressões políticas do que no Japão e nos países em crise na

¹⁰ Tyler Cowen, em seu livro *The Great Stagnation*, argumenta que as perspectivas de crescimento de longo-prazo para a economia norte-americana tendem a ser substancialmente piores nas próximas décadas.

Europa. Desta forma, acreditamos ser menos provável que a viabilidade fiscal possa se dar através da subversão do papel privado do sistema financeiro.

Devemos ressaltar, ainda, que um cenário de eventuais repressões financeiras levaria a implicações relevantes sobre o crescimento potencial da economia. O mecanismo para estas implicações é simples. Ao canalizar recursos forçosamente para o financiamento da dívida do governo, o sistema financeiro compromete sua função de alocar investimentos eficientemente para os setores mais produtivos. Além disso, as famílias poderiam ser restringidas em seu acesso ao crédito, comprometendo a função de suavização de consumo. Isto poderia aumentar a poupança precaucional das famílias e reduzir a possibilidade de uma expansão via crescimento vigoroso do consumo. Guerrieri e Lorenzoni (2011)¹¹ explicam esta possibilidade em um modelo em que as famílias tem acesso imperfeito ao mercado de crédito.

3.5. *Default* soberano clássico

O não pagamento do valor de face dos títulos públicos no vencimento geralmente apresenta altos custos, seja o banimento do governo do mercado de crédito, seja uma crise bancária. Desta forma, espera-se que haja a necessidade de um ajuste instantâneo do déficit primário na sequência de um *default*. Visto isso, é de se esperar que eventos de *default* causem dificuldades para o crescimento econômico.

Esses eventos de não pagamento da dívida pública raramente ocorrem em países que dispõem de meios de financiamento da dívida via emissão de moeda, em que grande parte da dívida é em moeda local e em que não há algum regime de fixação do câmbio ou moeda supranacional circulando. Nesses casos, os condutores de política econômica, em circunstância clara de insolvência, tendem a sacrificar a condução de política monetária, mesmo ao custo de maior inflação e perdas reputacionais, a fim de evitar os severos custos associados ao *default* no curto e médio prazo.

¹¹ Guerrieri V. e Lorenzoni G., *Credit Crises, Precautionary Savings and the Liquidity Trap*, junho de 2011. NBER Working Paper.

Os EUA, ao contrário dos países periféricos europeus, se encaixam perfeitamente na descrição acima, pois não possuem dívida pública em moeda que não seja o dólar, assim como não apresentam o engessamento da política monetária associado a um regime de câmbio fixo. Desta forma, esta implicação teórica da restrição orçamentária do governo não é provável que ocorra no caso americano.

3.6. Saída inflacionária

Um grande estoque de dívida nominal pode ser resolvido através de inflação, reduzindo-se dessa maneira o valor real do estoque de dívida. Seria essa uma saída para o caso norte-americano? Ora, como argumentado acima, o problema dos EUA não é um grande estoque de dívida nominal, cujo pagamento de juros necessitaria de superávits primários muito altos. O verdadeiro problema são déficits estruturais de longo-prazo em grande parte gerados por promessas de prover à população bens e serviços cujos valores encontram-se protegidos da variação no nível de preços. Dessa forma, um movimento inesperado da inflação não levaria à solvência fiscal. Além disso, o prazo mediano da dívida pública americana é relativamente curto, com mais da metade da mesma vencendo em até 2,6 anos. Os efeitos sobre a dívida real de surpresas inflacionárias são menores para estoques de dívida de prazo mais curto.

Isto poderia implicar, então, que também poderíamos descartar que uma dinâmica explosiva da dívida pública federal geraria pressões inflacionárias? Infelizmente não. Cochrane (2011)¹² expõe claramente o mecanismo pelo qual haveria inflação em uma crise de solvência. A percepção, por parte dos financiadores, de que a dívida poderá não ser paga através de superávits orçamentários levaria a uma substituição desta por outros ativos, como moeda estrangeira, *commodities* ou outros ativos reais. A inflação dos ativos reais e a perspectiva de baixo retorno nos ativos nominais do governo faria com que a dívida pública perdesse valor relativamente a bens e serviços. Ou seja, o medo de que a dívida seja eventualmente monetizada gerando inflação no futuro geraria inflação hoje. Essa dinâmica ocorreria independentemente da política do Federal Reserve, que perderia a capacidade de afetar as taxas de juros. Por fim, como a inflação não geraria a solvência

¹² Cochrane J., *Inflation and Debt*, 2011. Edição número 9 da National Affairs.

imediate, ela se tornaria persistente e crescente com o tempo, já que os déficits primários reais não seriam resolvidos.

A aceleração inflacionária geraria ainda efeitos redistributivos interessantes. Doepke e Schneider (2006)¹³ documentam que grandes acelerações inflacionárias não-esperadas gerariam grandes transferências do resto do mundo para os EUA, uma vez que os EUA apresentam grande passivo externo líquido denominado em dólar. Mesmo dentro dos EUA, as famílias mais jovens e de classe média seriam os grandes beneficiários relativos às ricas e mais velhas, já que são os grandes detentores de dívida nominal. Esses dois efeitos mitigariam parcialmente o impacto dos choques inflacionários sobre o produto.

¹³ Doepke M. e Schneider M., *Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth*, 2006. Journal of Political Economy, University of Chicago.

4. Conclusão

O objetivo desta carta foi descrever a atual situação fiscal norte-americana e discutir as possíveis alternativas para a trajetória futura desta. Mais do que apontar soluções, nosso objetivo foi levantar as suas possíveis implicações, de forma a entender as eventuais consequências no cenário econômico e no preço dos ativos financeiros.

O quadro atual para a situação fiscal americana é difícil. As consequências da falta de ajuste poderiam ser graves, como discutido na seção anterior. Primeiro, a política monetária poderia perder a capacidade de determinar a inflação ou mesmo as taxas de juros. Segundo, poderia se desencadear nas próximas décadas um processo inflacionário inédito nos EUA do pós-guerra. É claro que os EUA não são a única economia com elevado endividamento ou com um excesso de passivos reais na forma de promessas de seguridade social. Na Europa, apesar do centro das atenções estar atualmente nas renegociações da dívida da Grécia, assim como no seu possível *default*, as obrigações previdenciárias já contratadas pelas principais economias da região são de enormes proporções¹⁴. Já no Brasil, ainda que medidas estejam sendo tomadas, como a aprovação de um fundo complementar para a previdência pública por exemplo, a situação previdenciária também é difícil e os desafios, importantes¹⁵.

No caso dos EUA, dentre as diversas alternativas discutidas, a única saída saudável parece ser uma importante revisão nas promessas feitas sobre seguridade social, serviços de saúde e pensões presentes hoje na lei. Trata-se de medidas politicamente custosas que também podem vir a ser perversas para o processo de desalavancagem atual da economia. Por outro lado, a experiência nos diz que, frequentemente, as soluções de problemas como este costumam vir parcialmente de cada uma das possíveis alternativas. A economia norte-americana continua sendo uma economia flexível, com grande capacidade de promover ajustes e atrair investidores para financiar a sua dívida pública. Mais ainda, por mais que os

¹⁴ Müller C., Raffelhuschen B. e Weddige O., *Pension Obligations of Government Employer Pension Schemes and Social Security Pension Schemes Established in EU Countries*, janeiro de 2009. Banco Central Europeu.

¹⁵ O problema previdenciário brasileiro tem sido estudado há anos pelo professor Fabio Giambiagi. Dentre diversas obras, destacamos *Reforma Previdenciária*, o *Encontro Marcado* de 2006 e *Demografia, a Ameaça Invisível* de 2010.

episódios recentes inspirem cautela e pessimismo, a história de longo prazo mostra que a combinação de instituições sólidas, um processo político bem definido e alto estoque de capital humano geram confiança sobre a possibilidade de uma saída não traumática para o impasse fiscal.

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Pacifico Gestão de Recursos, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da *performance* do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os fundos geridos pela Pacifico Gestão de Recursos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos pela Pacifico Gestão de Recursos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Pacifico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.