Valor Econômico
Quarta-feira, 21 de outubro de 2026

E agora, Josés?

Márcio G. P. Garcia[1]

Ao refletir acerca dos dilemas de política econômica que enfrentamos, no Brasil e no mundo, me veio à mente o famoso poema de Drummond, *José* (poema original), belamente musicado por Paulo Diniz. "E agora, José? A festa acabou, a luz apagou, o povo sumiu, a noite esfriou, e agora, José?"

Vemos demonstrações violentas na Europa, com a juventude se rebelando contra os Estados que não atendem a seus anseios. Na França, os protestos estudantis começaram em setembro e escalaram em outubro, com toque de recolher em algumas cidades e até em certas áreas de Paris. As manifestações já começam a se alastrar para a Itália e outros países.

Mas a forma habitual de tentar resolver os conflitos, com dinheiro, tornou-se inviável. Mesmo os cofres das economias avançadas já não suportam os gastos que vêm crescendo continuamente há décadas, pressionados adicionalmente agora pelo aumento dos gastos militares, tendo em vista a falta de disposição de Trump de continuar a bancar os custos da defesa da Europa.

Na França, onde a situação fiscal é particularmente grave, não parece haver alternativa a uma reforma da previdência que alinhe a idade da aposentadoria à longevidade dos beneficiários. Em 2025, a dívida pública bruta francesa chegou a 115,6% do PIB e o déficit, a 5,1% (Eurostat). Mas tal reforma, por urgente que seja, está suspensa até 2028 por ser totalmente impopular.

Hanno Lustig faz uma análise detalhada do dilema fiscal da França. Em grandes pinceladas, o gasto público francês vem subindo, dando pulos em momentos de recessão, como prescreve a primeira metade da boa teoria de suavização dos ciclos econômicos. Mas, ao contrário da mesma teoria, não se geram superávits fiscais para reduzir a dívida quando a crise passa.

Dessa forma, o gasto sobe em patamares e a dívida pública cresce de forma insustentável. Em algum momento, os financiadores ficam inseguros e os juros exigidos para rolar a dívida crescente aumentam significativamente, agravando o problema. É o que vem ocorrendo em vários países desenvolvidos, sobretudo na França.

O FMI, entre outros, vem chamando atenção há tempos para tal problema, que tem se tornado cada vez mais grave. Os autores mostram que o rendimento médio dos títulos soberanos de dez anos dos países do G-7 aumentou mais de um ponto percentual entre fevereiro e setembro de 2026, atingindo o máximo em quase duas décadas. Com a pressão para o financiamento dos maciços investimentos em IA, e com petróleo e inflação em alta, a perspectiva é de taxas de juros ainda mais altas, agravando o problema.

Os juros mais elevados interagem com o endividamento público já muito alto num efeito cumulativo perverso. O que se prevê é que a dívida pública global deva superar 100% do PIB mundial antes de 2030 (Fiscal Monitor de outubro), pela primeira vez desde o final da 2ª Grande Guerra. Mas a austeridade fiscal requerida não parece compatível com a política, com populistas à direita e à esquerda ganhando espaço em diversos países.

Sobram propostas de pseudossoluções. O candidato da extrema esquerda francesa Jean-Luc Mélenchon propôs simplesmente "congelar" os títulos da dívida pública francesa detidos pela Banque de France no âmbito do Quantitative Easing (QE) europeu.

Não é claro como seria implementado tal congelamento, mas a ideia é que o serviço de tais títulos seria suspenso no período do congelamento. Efetivamente, se o congelamento for longo, estaria configurado um calote. A ideia parece simples e engenhosa: dado que o banco central francês detém grande quantidade de títulos do tesouro francês (cerca de 18% da dívida soberana), o cancelamento simplesmente envolveria o ativo do

[1]Professor Titular, Departamento de Economia da PUC-Rio, Pesquisador Afiliado da MIT Sloan School of Management, Pesquisador Sênior do CNPq e Cientista Nosso Estado da FAPERJ, escreve mensalmente neste espaço. (https://sites.google.com/view/mgpgarcia).

banco central francês e o passivo do tesouro francês, duas instituições públicas. No consolidado banco central+tesouro nada mudaria. Só que não.

O cancelamento eliminaria parte substancial do ativo do banco central, mas manteria as reservas remuneradas no passivo. O banco central continuaria obrigado a remunerar as reservas dos bancos usadas para comprar os títulos durante o QE, mas perderia a receita dos títulos cancelados (ou "congelados"). A forma de pagar tal remuneração, sem a receita dos títulos congelados, seria emitir moeda,[1] levando à baixa dos juros. Ou seja, efetivamente, perdendo a capacidade de controlar a inflação. Não há mágica, trata-se do velho financiamento inflacionário do Tesouro, cujas nefastas consequências conhecemos muito bem.

Do ponto de vista fiscal, a situação do Brasil é ainda mais preocupante, uma vez que nossas taxas de juros reais (acima da inflação) situam-se há muito tempo dentre as mais altas do planeta. Após o primeiro turno das eleições presidenciais, o mercado se animou com a vantagem de Flávio Bolsonaro sobre Lula: em 5 de outubro, os juros futuros recuaram, o real se valorizou 4,1% e o Ibovespa subiu 7,7%. Mas não é nada claro que conseguiremos vencer nosso grande desafio fiscal, seja qual for o candidato eleito.

Independentemente da avaliação de nossas políticas sociais, sobretudo nas áreas de previdência e assistência social, as regras atuais deverão continuar a acarretar aumento contínuo do endividamento como proporção do PIB, dada a rigidez do orçamento. E não há a menor possibilidade de que sejam alteradas. Muito pelo contrário. Os gastos adicionais de efeito permanente que fez Bolsonaro em 2022, e que ora faz Lula, no afã de vencer as eleições, mostram que ainda não se pode vislumbrar uma forma organizada de se evitar o crescimento insustentável da dívida. Ou seja, é cada vez mais provável que, em algum momento, venha a ocorrer uma crise como as que nos acometeram no passado, com fuga de capitais, aumento do dólar, alta da inflação e recessão. Não se trata de cenário apocalíptico, mas de uma constatação quase que aritmética do que nosso sistema político consegue produzir.

Mas a democracia que duramente conquistamos nos dá a eleger, no domingo, nosso novo presidente, nosso novo José. O poema termina com: "Você marcha, José! José, para onde?" Cabe perguntar aos nossos dois Josés: e agora, para onde?

Bom voto!

---

[1] O financiamento dos tesouros nacionais pelos respectivos bancos centrais ou pelo BCE é vedado pelo artigo 123 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.