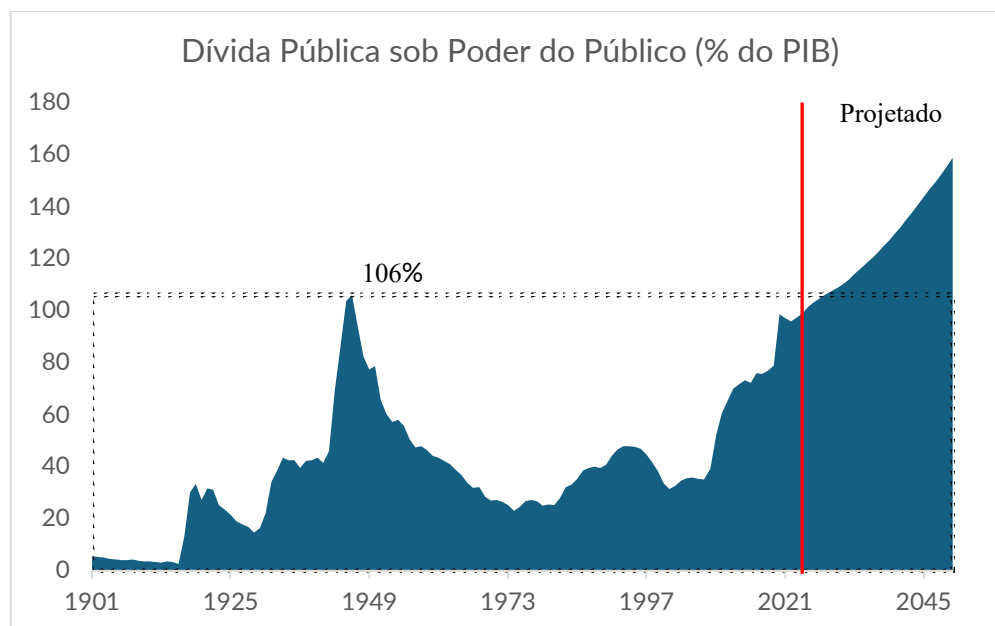


Historicamente, o patamar de dívida pública dos Estados Unidos passou por momentos de maior elevação, muitas vezes em contextos de tensões geopolíticas, como durante a Segunda Guerra Mundial ou devido a crises econômicas, como a série de choques do petróleo. Em seguida a esses períodos de maior estresse fiscal, o patamar de dívida americana retrocedia a níveis mais baixos com o tempo, durante períodos de paz e de expansão econômica. Esse padrão, entretanto, deixou de existir nos últimos 20 anos, nas quais o endividamento subiu constantemente. A dívida federal sob poder do público partiu de 31,5% do PIB em 2001 e cresceu vertiginosamente chegando a 97,3% do PIB no ano passado.

As condições subjacentes ao problema fiscal americano existem há pelo menos 2 décadas: em todos os anos fiscais desde 2002, o governo federal registou déficits primários (ex-juros)¹, os quais foram em grande parte acrescentados à dívida pública. No entanto, a escalada do endividamento não representou uma grande preocupação, porque as taxas de juros se encontravam em tendência secular de queda, o que permitia ao governo se financiar a um custo baixo. A situação fiscal passou adquirir gradativa notoriedade a partir da alta dos juros presenciada nos últimos anos, pois esse aumento somado ao já elevado nível de dívida acarretou o encarecimento de sua rolagem e da emissão de novas. Para ilustrar esse ponto, a média dos juros pagos nos Treasuries de 10 anos era de 3% em 2022 e prevê-se alcançar 4,6% esse ano, segundo projeções do Congressional Budget Office (CBO)². Ainda de acordo com o CBO, se os juros americanos se estabilizarem nos níveis que vigoravam durante o período pré-crise de 2008, isso faria com que as despesas com juros pagos pelo governo saltassem de 659 bilhões em 2023 (2,4% do PIB) para 1.6 trilhões em 2034 (3,9% do PIB). Dessa forma, mesmo em um cenário sem grandes recessões previstas à frente, a dinâmica de endividamento é crescente ao longo dos próximos anos, podendo a dívida sob poder do público ultrapassar a máxima histórica de 106% do produto em 2028 e chegar a 116% em 10 anos.

¹ Déficit primário corresponde à diferença entre receitas e despesas, excluindo juros líquidos pagos sobre a dívida pública.

² Nas simulações construídas pelo CBO, as premissas utilizadas são de que a economia americana deva crescer uma média de 2% nos próximos anos com taxas de desemprego ao redor de 4,0%. Os juros devem iniciar sua queda a partir do segundo trimestre de 2024 e chegar no patamar de 3% após 2030. A inflação deve convergir lentamente para a meta do FOMC de 2%, porém permanecendo em níveis mais altos que os vigentes no pré-pandemia. Além disso, assume-se que as leis governando a tributação e os gastos do governo federal norte-americano deva permanecer genericamente inalteradas.



Fonte: Congressional Budget Office (CBO)

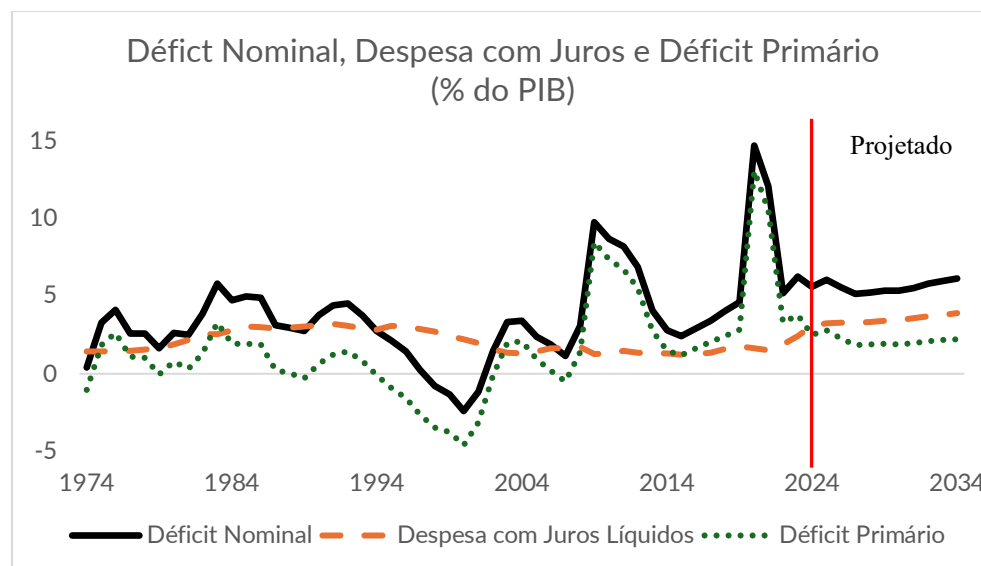
A combinação de elevado estoque de dívida com juros mais altos possuem grande contribuição para essa trajetória explosiva da dívida, mas existe um outro fator importante e este é a piora estrutural da dinâmica dos gastos primários. Estes podem ser segregados em 2 categorias: discricionários e obrigatórios. A dinâmica de diversas linhas de gastos obrigatórios mostra-se organicamente ascendente ao longo do tempo, principalmente em função de aspectos demográficos, de custeio por indivíduo e da ausência de mecanismos legais que imponham algum limite no crescimento de tais despesas. Mais especificamente, o envelhecimento da população faz com que o número de beneficiários da previdência social (Social Security) e do programa de saúde pública para idosos (Medicare) cresça mais do que a população em geral e os custos por beneficiário para os principais programas federais de saúde (Medicare, Medicaid e CHIP)³ continuam a aumentar mais rápido do que o PIB per capita por características específicas de custeio de cada um. Tanto o sistema previdenciário quanto os principais programas de saúde consumirão juntos um montante projetado correspondente a 10,8% do PIB em 2025 e poderão demandar 12,6% até 2034, no caso de medidas como reforma desses sistemas ou imposição de limites ao crescimento dessas despesas, por exemplo, não sejam consideradas. Por outro lado, a categoria discricionária seguiu uma tendência de queda, como porcentagem do PIB americano, desde 2010, saindo de 9,1%, caindo para 6,4% em 2023 e deve continuar sendo comprimida, conforme as despesas obrigatórias ganhem cada vez mais espaço dentro do orçamento federal.

Além das questões estruturais citadas anteriormente, a deterioração do panorama fiscal nos EUA foi acelerada pelo histórico recente de políticas fiscais, como aquelas direcionadas à atenuação dos efeitos causados pela crise de 2008 e pela pandemia do Coronavírus. Tais políticas causaram saltos históricos nos gastos e foram em grande medida financiados através de emissão de dívida. A título de exemplo, o montante total necessário para financiar o CARES act, concebido pelo governo

³ Medicaid é um programa de saúde social para pessoas de baixa renda e o Children's Health Insurance Program (CHIP) provê cobertura de saúde a baixo custo para crianças pertencentes a famílias que não se qualificam em participar do Medicaid.

Trump em 2020 para enfrentamento dos efeitos adversos da pandemia, foi equivalente a 14,7% do PIB, sendo o grande responsável pela dívida pública saltar de 79% para 98.7% do PIB entre 2019 e 2020.

Dado o quadro fiscal descrito acima, prevê-se uma dinâmica futura dos déficits orçamentários que contribuam para a piora da situação fiscal à medida em que as receitas devam permanecer relativamente estáveis (crescimento de 0,4% do PIB) no intervalo 2024-2034⁴ com base nas projeções do CBO. Dentro desse contexto, o mesmo órgão projeta que de 1,5 trilhões em 2024 (5,6% do PIB), o déficit nominal⁵ chegue a 2,6 trilhões daqui 10 anos (6,1% do PIB).



Fonte: Congressional Budget Office (CBO)

A deterioração fiscal tem um efeito direto no volume de emissão de títulos públicos para permitir que o governo consiga se financiar. Para deixar o cenário mais difícil, grandes compradores cativos de títulos soberanos americanos, como bancos centrais do mundo desenvolvido e o próprio Fed, estão deixando o mercado. O investidor internacional, por sua vez, possui uma participação muito pequena na sua demanda. Sendo assim, na ponta compradora sobra apenas o setor privado americano, que precisará absorver uma emissão crescente de dívida; logo, esse desequilíbrio entre oferta e demanda gerará impactos relevantes na curva de juros, conforme ocorre a pressão altista no prêmio de risco das Treasuries e maior demanda por fundos dentro do país. Um dos resultados da elevação dos juros é o chamado efeito crowding-out, cujo impacto causa redução do consumo e do investimento privados, visto que o financiamento destes se torna mais caro. Muito embora o aumento das despesas do governo possa gerar crescimento do produto no curto prazo através do efeito multiplicador, uma política fiscal muito descompensada pode provocar a redução de ambos componentes da demanda agregada de tal maneira a anular completamente o crescimento gerado. No longo prazo, o menor investimento privado pode significar redução da acumulação de capital, resultando em uma menor média de crescimento para o país. Além disso, é importante salientar que uma política fiscal insustentável no tempo (com seguidos déficits primários) poderá contribuir

⁴ No mesmo período, o CBO projeta que as despesas nominais (ou despesas totais) devam crescer 1% do PIB.

⁵ O Déficit nominal (ou déficit total) corresponde à soma do déficit primário com os juros líquidos pagos sobre a dívida pública.

com a inflação de preços por meio do aquecimento da atividade econômica e do mercado de trabalho como também via desancorarem das expectativas de inflação.

Este é o panorama fiscal atual dos EUA e possíveis consequências, caso sua contínua deterioração não seja devidamente abordada. De fato, torna-se necessário um ajuste fiscal para diminuição dos déficits primários. Essa solução passa por medidas impopulares e politicamente custosas, como aumento de impostos e expressiva redução de despesas. Reformas de programas do governo federal ou imposição de limites ao crescimento desses gastos também poderão ser necessários, exigindo amplos debates dentro da sociedade americana. No entanto, o que torna a dimensão do problema fiscal ainda mais desafiadora é que vem à tona em um ano eleitoral e imerso em uma cesta de temas sensíveis, que envolvem políticas sociais, estratégias industriais, problemas ambientais e questões geopolíticas. Contudo, o problema fiscal revelou a sua importância e, apesar de ser um assunto áspero, não poderá mais ser negligenciado nos anos por virem.