Brasil não deveria aumentar o salário mínimo, mas se livrar dele, diz o economista John Cochrane

Pesquisador de Stanford citado por Lara Resende diz que projeto dependeria de ajuste fiscal e mudanças em programas sociais

Cochrane diz que estrutura e incentivos de programas sociais têm distorções que devem ser consertadas

Vinícius S. Mendes

BBC News Brasil

O economista norte-americano John Cochrane nunca havia se relacionado tanto com o Brasil como nos últimos dias.

Citado diversas vezes no artigo em que o economista André Lara Resende propôs a criação de um conselho de política monetária e fiscal para trabalhar ao lado do Banco Central, produzindo metas de juros, gastos e investimentos, ele viu sua caixa de emails lotar de comentários de colegas brasileiros reforçando ou divergindo da proposta de Lara Resende, que mobiliza o debate econômico do país desde o início do mês.

Pesquisador da Hoover Institution, centro de pesquisas vinculada à prestigiada Universidade Stanford, na Califórnia, Cochrane tende a ficar em cima do muro sobre o projeto, mas, nessa entrevista à BBC News Brasil, deixa escapar algumas impressões estruturais.

A principal delas: a ideia de Lara Resende só funcionaria com um ajuste fiscal de longo prazo, capaz de gerar superávits primários permanentes —e que, para isso, deveria rever a lógica dos gastos com programas sociais.

"Se o Banco Central baixar a taxa de juros, será suficiente para levar [o país] à sustentabilidade fiscal? Ele pode resolver o problema

sozinho? É aí que eu sou um pouco cético", aponta ele, dando razão ao economista brasileiro.

"Requereria um ajuste fiscal, porque o problema não é apenas a taxa de juros. Se pensarmos pela lógica do múltiplo equilíbrio, pulando daqui para ali, o ali tem que ser sustentável por si só. Me parece que esse não é o caso do Brasil".

Para Cochrane, a estrutura e os incentivos dos programas sociais apresentam distorções que devem ser consertadas. "Não é dizer para a vovó que ela vai ter que viver com a metade do dinheiro que está acostumada. Tem muita coisa para fazer sem ser cruel", diz.

Uma delas seria a revisão sobre o desenho de cada programa social, de forma a garantir ajuda pública apenas aos mais vulneráveis. Outra, listada pelo economista, seria mudar o mecanismo de ajuste dos benefícios pela inflação, como o caso do salário mínimo no Brasil, indexado ao INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor) e que também considera o crescimento da economia dois anos antes.

"Não aumentem o salário mínimo. Livrem-se dele", afirma.

Essas percepções avançam em relação aos comentários sobre o Brasil que ele fez em dois artigos publicados em seu perfil no Substack, uma plataforma de newsletters, nos últimos dias. No primeiro, ele respondeu diretamente a Lara Resende chamando a proposta de "sofisticada", mas levantando dúvidas sobre sua efetividade.

No segundo, visibiliza pequenas análises que recebeu de economistas brasileiros desde então, sobretudo com dados fiscais.

Segundo o BC, no período de um ano até setembro de 2026, o Brasil registrou um déficit primário de 0,52% do PIB (Produto Interno Bruto). Essa conta, que desconsidera os juros da dívida pública, significa que os governos federal, estaduais e municipais gastaram mais recursos do que arrecadaram nesse período.

Já o déficit nominal, que embute o pagamento dos juros, foi de 9,51% do PIB.

É por isso que André Lara Resende defende um desenho institucional que atue para baixar a taxa básica de juros, a Selic, hoje em 13,75% ao ano. Com essa queda, o déficit nominal também cairia.

A última vez que o país teve um superávit, isto é, arrecadou mais do que gastou, foi em maio de 2025: 0,15% do PIB no balanço primário.

Na conversa com a BBC News Brasil, Cochrane repetiu elogios e críticas na mesma proporção. "[A proposta de Lara Resende] é o tipo de coisa que a comunidade política, o padrão internacional dirá: 'que ideia tola'. Faz mais sentido do que parece, mas acho que ela é um pouco perigosa".

Autor de uma equação monetária relevante no debate econômico global, a teoria fiscal do nível de preços —o título do livro que ele publicou em 2023, pela editora da Universidade Princeton, nos EUA—, além de ter sido professor na Universidade de Chicago, reconhecida pela ementa fortemente liberal, Cochrane observa a gestão de Javier Milei, na Argentina, como um parâmetro possível.

Segundo ele, ao usar a "famosa motosserra", o símbolo que o presidente argentinou adotou ao longo da sua campanha eleitoral, em 2023, para expressar a sua agenda de profundos cortes de gastos —incluindo "dinamitar o Banco Central"—, Milei mostra como um ajuste fiscal robusto impacta uma economia muito inflacionada.

"Eles chegaram perto de uma hiperinflação e, quando Milei chegou [em 2023] ao poder, ele transformou um déficit de 5% [do PIB] em um superávit praticamente da noite para o dia. A inflação caiu para 2% ao mês —o tanto que ele queria— e os juros caíram. A parte fiscal veio primeiro, mas as taxas de juros caíram muito

rapidamente, para esses 6% que você mencionou. Muito melhor do que estava antes", explica.

Leia a seguir os principais trechos da entrevista.

O economista André Lara Resende propõe a criação de um conselho de política monetária e fiscal que, em paralelo ao Banco Central, ficaria responsável por definir metas para juros e investimentos. O artigo que ele escreveu menciona muito o trabalho do senhor, mas, na primeira avaliação que o senhor publicou, dias depois, disse que a ideia funciona "mais na teoria do que na prática". Por quê?

Tudo que funciona na teoria funciona na prática. Não gosto dessa distinção. Na verdade, precisamos de teorias mais aplicáveis a [cada] situação. Ele [André Lara Resende] está absolutamente certo ao dizer que as políticas fiscal e monetária devem trabalhar juntas para resolver o problema fiscal, para derrubar a taxa de juros e evitar o excesso de inflação.

O problema fiscal não será resolvido com um ou dois anos de superávits, mas, sim, com a confiança de quem está comprando títulos brasileiros ou que tem investimentos no Brasil de que, no longo prazo, a dívida será paga e o país não retornará a um contexto de inflação alta, moratória, controles de capital ou qualquer um desses transtornos que aconteceram no passado.

[Para responder] se as metas e o conselho [propostos por Lara Resende] são bons o suficiente, o importante é apontar o objetivo deles. Se for alcançado, as taxas de juros de longo prazo vão cair, o câmbio vai subir e a confiança vai voltar. A questão é se os detalhes da proposta contam com algum pré-compromisso fiscal suficiente para deixar as pessoas seguras.

A implementação da proposta depende de um ajuste fiscal, então.

Há uma verdade básica [na proposta]: de que o Brasil paga juros reais muito altos sobre a dívida e que isso é a engrenagem do problema fiscal atual. A questão central, então, é: o que fazer? Se o Banco Central baixar a taxa de juros, será suficiente para levar [o país] à sustentabilidade fiscal? Ele pode resolver o problema sozinho? É aí que eu sou um pouco cético.

Teoricamente, tudo é possível, mas, sim, requereria um ajuste fiscal, porque o problema não é apenas a taxa de juros. Se pensarmos pela lógica do múltiplo equilíbrio, pulando daqui para ali, o ali tem que ser sustentável por si só. Me parece que esse não é o caso do Brasil. O novo conselho fiscal, com novas regras, pode tornar isso uma realidade. Só precisa ser sólido. A questão é o quanto o Banco Central pode guiar o país ou se ele ficaria para atrás uma vez que o fiscal esteja sob controle.

Qual seria a magnitude desse ajuste?

O que for necessário [ajustar], desde que não seja só por alguns anos. É necessário ter pequenos e confiáveis superávits em momentos melhores [da economia] ou um déficit primário bem pequeno. Daí todo mundo saberá que a dívida será paga com esses pequenos e confiáveis superávits. Isso gera confiança para que, na próxima crise, [o país] pegue mais dinheiro emprestado e prometa outros pequenos superávits primários.

No Brasil, assim como nos Estados Unidos, resolver as promessas dos programas sociais é que é realmente importante, porque o que preocupa as pessoas é saber se será possível pagar essa dívida. Esse é realmente o gasto social embutido [no orçamento público] que é muito difícil das nossas economias financiarem.

No caso do Brasil, um forte crescimento econômico permitiria a todos verem que, sim, a dívida será paga. Seria o suficiente para voltarem os superávits primários para além de um ou dois anos. No entanto, o mundo inteiro está enfrentando esse dilema. O Brasil está apenas um passo na frente.

Em seu último artigo sobre o Brasil, você admitiu ter dúvidas sobre se a trajetória de crescimento da dívida pública diminuiria mesmo com a taxa básica de juros menor, como defende Lara Resende. Qual é o seu ponto?

Suponha que o Banco Central baixe a taxa de juros. No curto prazo, a questão seria: o que acontecerá com a inflação? Aí eu concordo com Lara Resende de que as pessoas sabem menos sobre o assunto do que acham que sabem.

Teríamos três possibilidades. Uma delas seria a inflação disparar. É a preocupação macroeconômica convencional. Paradoxalmente, isso seria bom para a dívida pública e para o déficit no curto prazo, porque a alta dos preços roeria parte da dívida. Mas o Brasil é muito familiarizado com isso e sabe que não acaba bem: até resolve o problema fiscal no curto prazo, mas as coisas ficam piores rapidamente depois.

A segunda possiblidade é que, com a queda dos juros, a inflação também cairia. Seria perfeito. A possibilidade fisheriana [do economista norte-americano Irving Fischer] que as teorias modernas apontam. O problema é que os juros reais permaneceriam altos e não ajudariam [a conter] a dívida. É uma aposta acreditar que cortar a taxa de juros deixaria a inflação intocada e afetando apenas a dívida —e mesmo assim isso não duraria muito.

É necessário, então, que a combinação dos custos de juros da dívida e os superávits seja suficiente para pagar a dívida. [Para isso], precisaríamos de décadas de juros baixos —o que eu não acho que o Banco Central [do Brasil] poderia prover. Além disso, se os políticos baixassem os juros de repente e vissem os efeitos disso sobre a dívida, eles provavelmente gastariam ainda mais.

É por isso que a parte fiscal é tão importante e que um conselho fiscal seria parte disso. Um acordo entre o Banco Central e um [conselho] fiscal em que os dois vissem a importância de cada um

fazer sua parte. O grande risco é sair de 9% de juros reais para 2% e, então, o governo falar: "Ótimo! Vamos gastar esse dinheiro!". Minaria tudo.

O senhor é bastante cético de que os Estados possam controlar os gastos. O que valida essa percepção?

Meu empirismo de poltrona.

Mas por que todos os países —os EUA, Europa, Reino Unido, todo mundo— entraram em uma farra de emprestar dinheiro nesses últimos 20 anos? O fato de os mercados estarem emprestando a eles a taxas de juros baixas certamente tem algo a ver com isso, e os governos também estão encontrando juros mais altos agora. Espero que isso os faça acordar. Nos EUA, muita gente disse que as taxas de juros baixíssimas se foram possíveis só por causa do Fed [Federal Reserve, o banco central dos EUA]. São as mesmas pessoas que, agora, deveriam estar ao lado de Lara Resende dizendo que o Brasil deveria voltar a isso: juro zero ou taxas muito baixas. As opiniões mudam quando os tempos mudam.

Muitos e muitas economistas alinhados ao governo Lula apontam que crescer a dívida para aumentar o investimento é uma boa estratégia econômica. Qual é a análise do senhor sobre isso?

Você perguntou no começo sobre teorias e mundo real, certo? Se você assume mais dívida e investe em algo que realmente gera crescimento econômico e, daí, esse real crescimento econômico produz mais receitas fiscais no futuro que pagam a dívida, é perfeito.

É a mesma coisa se um empresário faz um empréstimo para abrir uma startup que, depois, gera lucros para pagar sua dívida inicial. Mas essa teoria funciona no mundo real? Você tem que analisar o caso brasileiro para me responder. Eu sou bastante cético quando o governo dos EUA faz afirmações como essa. Você acredita que os

políticos têm uma leitura melhor que a dos investidores sobre onde os investimentos vão produzir receitas reais?

Veja só: eu moro na Califórnia. Nosso grande investimento público aqui é um trem de alta velocidade que, até agora, já custou US$ 30 bilhões [R$ 165 bilhões], mas ainda não tem nenhum trilho instalado. Quando pronto, ele vai conectar duas cidadezinhas que ninguém ouviu falar. Não é um grande investimento público. A teoria é linda.

Agora, quão bom o Estado brasileiro é para fazer investimentos que não sejam somente úteis, mas que gerem receitas suficientes para pagá-los depois? Essa é uma questão de economia política antes que só econômica.

Depois de receber tantas análises de colegas brasileiros e de avaliar a proposta que Lara Resende fez, qual é a percepção do senhor?

Precisaria de uma hora para responder. É o tipo de coisa que a comunidade política, o padrão internacional dirá: "que ideia tola". Faz mais sentido do que parece, mas acho que ela é um pouco perigosa.

O importante é que os custos de juros sobre a dívida são um grande problema - e o Banco Central não pode mesmo resolver isso sozinho, embora não seja tão óbvio como todo mundo diz. Isso aponta, então, para o fato de que uma estabilização fiscal e monetária funcionaria melhor do que parece, porque traria a parte fiscal de volta para os trilhos de forma confiável.

O Banco Central poderia baixar a taxa de juros sem inflação, e isso multiplicaria os benefícios fiscais. [O país] pararia de pagar os juros tão altos sobre a dívida. Vejo como um efeito multiplicador interessante.

Mas há muita incerteza e eu não conheço profundamente o Brasil. Eu vou deixá-lo com a resposta padrão de um economista, "por um

lado isso, por outro lado aquilo", mas com essa dose de incerteza. Mas tem uma pergunta aí: o lado fiscal realmente vai conter os gastos e levará a superávits primários constantes? É uma implementação prática que eu desconheço.

Funcionaria nos EUA, onde o senhor vive, por exemplo?

Não.

Por quê?

Porque os EUA têm um processo orçamentário caótico. A ideia de um conselho definindo metas orçamentárias, que isso significaria algo para o Congresso —dada a situação atual do Congresso.

Acho que precisaríamos de uma coisa mais explícita do que isso se quisermos nos comprometer com uma reforma fiscal de longo prazo, o que inclui reformas dos programas sociais. Os EUA são muito bons em produzir relatórios que recomendam metas de longo prazo que depois são jogadas no lixo.

No final, precisamos da mesma coisa que vocês: controlar a nossa situação fiscal de longo prazo, o que significa, na prática, controlar os benefícios dos programas sociais, além de controlar o tanto de dinheiro que vai para o ralo. Coisa de US$ 1 trilhão. A proposta [de Lara Resende] foi muito vaga sobre o que seria a parte fiscal.

O senhor também menciona que muitos países já tentaram conter seus juros básicos diante de problemas fiscais, mas que esse tipo de estratégia nunca funcionou. Porém, além da Turquia, cujo caso é mais conhecido, onde mais isso aconteceu e quais foram os resultados?

[Onde aconteceu] não foram bons. O problema não é financiar déficits —e o Brasil tem pequenos déficits primários -, mas baixar os custos dos juros sobre a dívida.

O outro nome que damos a isso é o de repressão financeira. Quando é que a estratégia de diminuir os juros para desacelerar os custos sobre a dívida se transforma em "vamos forçar as pessoas a manter a manter títulos do governo, por meio de taxas de juros baixas, porque estamos preocupados com o financiamento?". Isso aconteceu várias vezes nos Estados Unidos, na América Latina, na Europa, na Turquia, que você mencionou. É assim que se financiam guerras.

Na Segunda Guerra Mundial, os EUA mantiveram as taxas de juros baixíssimas e forçou todo mundo a comprar os títulos. Em paralelo, impuseram controles de preços que, depois, custaram uma inflação alta no pós-guerra. Entre 1947 e 1951, no acordo do Fed com o Tesouro, o Fed foi obrigado a manter as taxas de juros em 2,5% para sustentar preços dos títulos de longo prazo. O país não estava financiando seus grandes déficits ali, mas contendo os custos de juros sobre a dívida. Gerou inflação e exigiu que o próprio acordo fosse feito.

É um padrão histórico: quando há déficits correntes, dívidas grandes, surge um pacote com queda da taxa de juros, manutenção dos títulos do governo pelos bancos, controle de capitais e cambiais, etc. Todos dispositivos para forçar as pessoas a sustentar a dívida pública. Isso dura até quando não dá mais, e aí tudo explode —ainda pior— depois.

E eu não consigo lembrar o tanto de vezes que o Brasil tentou resolver os seus problemas fiscais e inflacionários contendo as taxas de juros e o resultado foi esse: explodir.

A taxa de juros real do Brasil, de quase 9%, é a maior do mundo hoje, à frente da Turquia (7,77%), de um país em um profundo ajuste fiscal, a Argentina (6,80%) e outro em guerra, a Rússia (6,57%). Por que isso acontece? Esses países compartilham algo?

A Argentina é um bom exemplo, porque eles chegaram perto de uma hiperinflação e, quando Milei chegou ao poder, ele transformou um déficit de 5% [do PIB] em um superávit praticamente da noite para o dia. A inflação caiu para 2% ao mês —o tanto que ele queria— e os juros caíram. A parte fiscal veio primeiro, mas as taxas de juros caíram muito rapidamente, para esses 6% que você mencionou. Muito melhor do que estava antes.

Essa é uma excelente pergunta. O que explica esses 9% do Brasil? É uma economia perfeitamente funcional em que todos acreditam que a dívida será paga, mas que, mesmo assim, o Banco Central mantém a taxa de juros artificialmente elevada? Se for isso, por que todos os fundos de hedge [investimentos feitos por pessoas que, em busca de retornos rápidos, assumem riscos maiores] do mundo não estão emprestando dólares e investindo no Brasil?

A taxa de juros nos EUA é de 5,5%, e a inflação, 3,7%. Dava para pegar dinheiro nos EUA, investir no Brasil e fazer uma fortuna dos diabos. Mas eles não estão fazendo isso. Por quê? Porque claramente os investidores estão preocupados com uma possível inflação alta, uma desvalorização, algum tipo de moratória, de controle de capitais, algo que os atrapalhe.

Esses 9% do Brasil não são a taxa de um mercado normal. Ele contém um grande prêmio para possíveis problemas que podem acontecer adiante.

Mas isso é particular do Brasil?

Não. Acontece em todo lugar. A Suíça tem 1% de taxa de juros. Como isso é possível ao mesmo tempo em que o Brasil está pagando 9%? Porque as pessoas que estão olhando para a moeda suíça acreditam que ela pode se valorizar e, daí, se dispõem a dar dinheiro a eles, prevendo uma boa chance de receberem [o dinheiro] de volta com esse acréscimo de 1%. É a melhor maneira de entender essas taxas reais altíssimas.

Mas essa taxa também pode ser um atrativo.

É um enigma terrível. Se o Brasil não inflacionar, não der um calote, não controlar o fluxo de capitais, então esses 9% serão apenas dinheiro jogado fora. A taxa alta existe pelo receio de que algo dê errado. Se isso não acontecer, é um custo real para o governo. É como ver a casa ao lado pegando fogo e comprar a sua casa. Eles vão te cobrar um grande prêmio. Mas, se a sua casa não queimar, porém, o prêmio será só dinheiro desperdiçado.

Eu acho que tranquilizar as pessoas de verdade de que as coisas não vão dar errado já faria o prêmio do seguro cair por si só. A questão ainda em aberto na economia é: até que ponto [ele cairia]? Além disso, talvez haja um fundo de verdade nessa história de que são apenas taxas artificialmente altas e que, por alguma razão, o capital internacional não flui e o banco central pode baixá-las por algum período. Quanto e por quanto tempo? Questão em aberto.

Tem algo da credibilidade aí? Um dos argumentos que se repetem tanto nos textos do senhor quanto nos de Lara Resende é que a proposta dependeria de confiança nas instituições.

Sim. A Suíça está pagando 1% de juros. Os suíços são patologicamente frugais. O resto do mundo quer que eles imprimam francos e, por isso, entrega porções [de dinheiro] a eles. Isso deixa a moeda suíça incrivelmente cara, além do freio da dívida que eles possuem.

Os Estados Unidos tiveram uma política fiscal muito boa entre 1945 e 2020, quando a pandemia começou: teve superávits primários, pegou dinheiro emprestado durante as recessões ou guerras e, depois, devolveu com superávits primários - mesmo sem mecanismos ou conselhos. Havia sentimento, a cultura herdada do grande Alexander Hamilton [um dos fundadores dos EUA] de "vamos pagar nossas dívidas primeiro e depois fazer outras coisas". Dá para sustentar isso com reputação ou com as instituições.

Também dá para passar com leis bonitas, freios de dívida, conselhos ou metas que todo mundo ignorará. Sustentabilidade fiscal é uma coisa institucional e culturalmente difícil de alcançar.

Mas essa credibilidade é dada mais pela Standard & Poor's ou por quem está governando o país?

Essa é uma pergunta interessante. Acho que a Standard & Poor's reflete como o governo administra o país. É fácil falar em instituições, mas os detalhes importam. A instituição importa porque, seja lá o que você faça, ela precisa sobreviver às mudanças de administração.

Se os Estados Unidos querem convencer as pessoas a manter a dívida do país a baixas taxas de juros - algo que o presidente quer muito -, então o país precisa se comprometer a pagar a dívida mesmo quando chegar a administração seguinte, e na seguinte e na seguinte. Só dá para convencer as pessoas a manter a dívida se elas acreditarem que ela será paga não apenas pela atual administração, mas pelas que virão nas próximas décadas.

É por isso que as pessoas, geralmente, depositam fé em compromissos institucionais que são mais difíceis de quebrar. Nós estávamos falando do Milei, na Argentina, por exemplo, e acho que o grande problema dele é que a Argentina ainda é uma democracia. Ele pode ser chutado do cargo e não é óbvio que quem virá depois dele vai seguir as mesmas políticas fiscais e macroeconômicas.

Mas a Argentina tem um histórico recente de pedidos de empréstimos ao FMI para além do presidente de ocasião, e o próprio Milei fez isso.

Esse é o perigo do curto prazo versus o longo prazo. É parcialmente a situação do Brasil. Se conseguisse taxas de juros mais baixas, seria mais sustentável [os empréstimos].

Se você está enfrentando uma crise de rolagem, como a Argentina, se você precisa de um pouco mais, sei lá, de US$ 10 bilhões, então você poderia pagar sem taxas de juros tão altas.

A Grécia estava na mesma situação. É sustentável a taxas baixas, não altas. Muitos países dizem: "Vamos pegar só mais um pouco do FMI para atravessar a situação". Mas claro que se torna um hábito.

Um argumento comum, em favor à proposta, é que os juros altos puxam juros altos. Como o Brasil atrai capital de curto prazo, por causa do carry trade, esses recursos saem rapidamente do país dependendo das variações globais. Quando isso acontece, o real desvaloriza, a inflação sobe, o Banco Central aumenta os juros e, então, os juros altos atraem o mesmo capital. Qual é a sua análise?

Eu achei que era um enigma o fato de a taxa de juros real de 9% do Brasil não estar atraindo mais capital porque, como você disse, essa taxa deveria ser - se for uma taxa de juros real e não um prêmio para algum tipo de [risco de] calote, crise ou algo assim —tão atraente que o capital deveria estar entrando e empurrando-a para onde deveria estar.

Então, eu sou cético com essas coisas sobre capital de curto prazo indo e vindo de dentro para fora do país. No final, ainda vale olhar para além do dinheiro. O capital só pode fluir em barcos e os preços podem mudar, mas, no final, atrair capital é sobre atrair investimento real, que é difícil de voltar para casa.

A taxa de câmbio [do Brasil] é muito volátil. É por isso que os investidores não estão inundando o país de investimentos de longo prazo, que é o que vocês precisam. Intervir nos mercados de capitais, nos mercados câmbios —a menos que seja dolarização— geralmente acaba em estagnação.

Há também quem aponte que os juros são altos por conta da rentabilidade da dívida, em boa parte fixada na Selic. É o que chamam de "bolsa-rentismo", em referência ao Bolsa Família.

Sempre que se entra nessas discussões sobre transferências, sobre quem perde e quem ganha, teorias da conspiração sobre pessoas más, perdemos os trilhos econômicos. É verdade que, enquanto esse carrossel continuar girando, todo mundo que estiver ganhando 9% de retorno real está sendo beneficiado. Então, se isso for uma taxa de retorno real, os brasileiros comuns deveriam poupar mais [para se beneficiar com o mesmo retorno].

Mas, por outro lado, eles [que recebem retorno sobre os juros] também estão correndo um grande risco ao financiar um governo muito arriscado. Talvez nós devêssemos até agradecê-los por isso. A inflação também tem vencedores e perdedores e, se ela crescer, essas mesmas pessoas vão perder toneladas de dinheiro. É risco e recompensa.

Há exemplos de países que cortaram gastos e viram efeitos nas taxas de juros e na inflação?

A Argentina, recentemente. Como Milei interrompeu uma inflação de 25% ao mês? Ele foi muito claro: vamos resolver o problema fiscal com a famosa motosserra.

Historicamente, os maiores exemplos disso estiveram em momentos finais de hiperinflações, como a Alemanha e a Áustria pós-Primeira Guerra Mundial, que resolveram problema fiscal e a inflação em um piscar de olhos. As taxas de juros caíram e eles conseguiram encontrar dinheiro. Tornaram seus bancos centrais mais independentes, mas não fizeram isso em contextos de juros apertados.

Governos que não foram eleitos com base na austeridade fiscal ou em uma espécie de "atitude suíça" sobre o pagamento da dívida têm mais dificuldade para fazer isso.

Mas a pobreza cresceu na Argentina. Os empregos caíram. Além disso, uma boa parte da inflação foi resolvida pelos próprios empréstimos que Milei pediu ao FMI. Qual é exatamente o exemplo argentino nesse caso?

Não quero entrar em um grande debate sobre números. Minha impressão era que a economia argentina estava indo bem. Achei que a taxa de pobreza estava caindo e, para mim, isso é um sucesso. Milei está encontrando seus próprios problemas agora, mas, de fato, a única saída a todos nós é uma estratégia de crescimento orientada pelo mercado. O PIB per capita do Brasil está na faixa de US$ 20 mil [segundo o Banco Mundial, em 2025, ele era de US$ 10,7 mil]. Nos EUA, é de US$ 90 mil. Superem essa lacuna.

Vocês não fariam isso com políticas industriais, subsídios estatais ou coisas do tipo, mas com mercados radicalmente abertos, mercados de capitais abertos. Façam o que a China fez quando ela se abriu um pouquinho e começou a crescer loucamente. O mesmo aconteceu com o Japão, com a Coreia do Sul. Essa é a receita.

Milei iniciou esse caminho e conseguiu alguns sucessos. Há limites sobre o que uma pessoa pode fazer dentro de um sistema político, mas nós todos sabemos que esse é o caminho que deve ser seguido.

O Brasil não registrou superávit nominal positivo em nenhum ano desde a redemocratização. Porém, até 2014, o país vinha de superávits primários robustos, de acima de 2% do PIB. De lá para cá, a trajetória da dívida pública se acelerou, saindo de 63% do PIB naquele ano para quase 83% agora. A inflação, porém, cresceu cerca de 5% por ano, em média, exceto na pandemia. Diante desses dados, o que o Brasil prova da teoria do senhor sobre a inflação e os juros?

Como em todo o mundo, os grandes gastos da pandemia foram associados ao corpo imenso da inflação, muito porque não estava claro —nos EUA, na Europa, no Reino Unido— como iriam pagar a dívida. Uma grande quantidade de dinheiro impresso e emprestado é bom se todo mundo confia que ela será devolvida. Não sei como foi no Brasil, mas os EUA não foram muito responsáveis —e até hoje têm muita coisa para pagar. A inflação [americana] de 2021 e de 2022 foi exatamente o tipo de evento que a teoria fiscal do nível de preços prova.

Mas por que a inflação continua elevada no Brasil? O país tem um histórico de reformas que às vezes funcionam, especialmente reformas fiscais ou monetárias. O Plano Real produziu anos de superávits primários, de compromissos com eles, e de baixa inflação. Mas desmoronou. Acho que as pessoas estão preocupadas com isso.

Eu não sei exatamente quais são os planos desse governo, mas há um clichê que investidores internacionais repetem sempre - ao menos que você os convença do contrário: de que quando governos de esquerda voltam ao poder, começam a gastar dinheiro.

De fato, é perfeitamente possível que eles façam exatamente isso. No passado, porém, governos de esquerda foram os únicos a produzir consensos sociais de que temos que reformar os nossos programas de gastos. Temos que convencer as pessoas que estão pagando a dívida. Agora, porque o real desvalorizou 9% depois da eleição? É que as pessoas têm isso em mente.

Mas, no caso do Brasil, 90% das despesas públicas são obrigatórias. Há espaço para ajustes robustos, tanto no país quanto nas outras economias com esse mesmo dilema, como os setores financeiros demandam?

Gastos obrigatórios são obrigatórios até não serem mais. É obrigatório até que o dinheiro acabe. O Brasil não realizou um

grande corte de gastos nos anos 1990? É que quando a crise fica intensa o suficiente, se conserta até o que não era consertável antes.

E existe obrigatoriedade do outro lado também. A Suíça, especialmente na parte alemã, tem um freio da dívida, que é uma obrigatoriedade sobre o que fazer quando ela cresce. Nos EUA, os gastos obrigatórios devem ser autorizados, mas não se repetem todos os anos, e se o dinheiro acabar, o Congresso pode mudar a lei para que não sejam mais obrigatórios.

A estrutura e os incentivos dos programas sociais são onde existe muita disfunção que pode ser consertada. Não é dizer para a vovó que ela vai ter que viver com a metade do dinheiro que está acostumada. Tem muita coisa para fazer sem ser cruel.

Tipo o quê?

Manter os incentivos para as pessoas seguirem trabalhando. Em muitos programas sociais, se você começa a trabalhar, perde o benefício. Não sei se acontece no Brasil, mas é um perigo.

Os ajustes do salário mínimo pela inflação também [são problemáticos]. Ajustes automáticos são uma má ideia em programas sociais. Na maioria desses casos, não é necessário cortar, mas apenas parar a taxa de reajuste dos programas. Consertar a estrutura e os incentivos dos programas sociais ajudaria as pessoas que realmente precisam sem quebrar o governo.

No caso do Brasil, é um consenso que a indexação do salário mínimo à inflação é um mecanismo de controle da desigualdade.

Vocês deveriam se livrar do salário mínimo. O salário mínimo, caracteristicamente, gera uma grande falta de emprego, especialmente entre os mais vulneráveis.

Se você aprova um salário mínimo, quem demitirá primeiro para contratar um jovem novato que não sabe o que está fazendo?

Demitirá a mãe solteira que precisa de horas flexíveis ou, nos EUA, o imigrante que não fala inglês muito bem? Ele prejudica o mais vulnerável, que fica desempregado ou que vai para a informalidade, sujeito a todas as dificuldades desse modelo de trabalho. Mudam-se para favelas etc. Então, não aumentem o salário mínimo. Livrem-se dele.

O quanto a discussão sobre o caso do Brasil reflete no cenário internacional?

O mundo deve agradecer ao Brasil e à Argentina por conduzirem toda a sorte de experimentos em políticas fiscais e monetárias. Economistas norte-americanos deveriam prestar mais atenção neles, incluindo eu. Nosso curso de graduação em economia monetária deveria ser a história do Brasil e da Argentina, porque é tudo o que alguém precisa saber sobre isso em vários sentidos. Claro que alguns desses experimentos são muito infelizes.

Todo o mundo ocidental tem dividas públicas altas, gastos sociais que não podemos pagar, fertilidade baixa —que está minando o Estado de bem-estar social— e altas alíquotas de impostos marginais para arcar com esses custos, que produz grandes desincentivos, como os próprios programas sociais, que pagam para as pessoas não trabalharem. Essa estrutura está desmoronando em todos os lugares, e o Brasil está, como de costume, um passo à frente.

Os Estados Unidos estão pagando apenas 5,5% de juros, com 100% de proporção da relação dívida/PIB e um superávit primário um pouco pior do que o do Brasil. Se nós chegarmos à mesma conjuntura do Brasil quando o governador [democrata da Califórnia] Gavin Newsom chegar à presidência, eu espero que o Brasil já tenha mostrado um jeito de sair disso —ou, então, pior, o Brasil terá novamente mostrado como não resolver o problema. Eu realmente espero que vocês façam a coisa certa pelo bem do resto do mundo.

Há outra opção. Provavelmente serei controverso aqui: a Argentina deveria se dolarizar, porque outra solução para o problema é simplesmente decidir não usar a sua própria moeda, mas a de outro. O dólar não está em ótima forma neste momento... É só um jeito de colocar uma questão monetária em conexão com a questão fiscal.