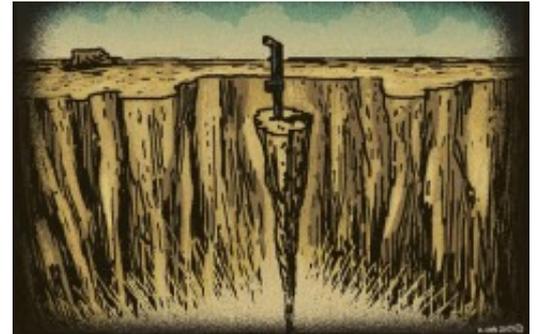


08/05/2019 - 05:00

## Como se criou o mundo de baixa inflação

Por **Martin Wolf**

Se quisermos entender onde a economia mundial está hoje e onde poderá estar amanhã, temos que saber como chegamos aqui. Com "aqui", quero dizer o mundo atual de taxas de juros reais e nominais ultrabaixas, política populista e hostilidade à economia de mercado mundial. A melhor história é a que trata da interação entre demanda real e dos altos e baixos do crédito mundial. Definitivamente, essa história não acabou.



O incrível é que, antes de 2009, o Banco da Inglaterra (o BC do Reino Unido) nunca emprestara para bancos a uma taxa de juros de curto prazo inferior a 2%. Essa fora suficientemente baixa para enfrentar as guerras napoleônicas, duas guerras mundiais e a Crise de 1929. Mas há dez anos sua taxa de juros é próxima de zero. O banco esteve em boa companhia. O Federal Reserve (Fed, o BC dos EUA) conseguiu elevar sua taxa básica para 2,5%, mas não sem dificuldade. A taxa de juros do Banco Central Europeu (BCE) ainda está próxima de zero, tal como a do Banco do Japão (BoJ). Os juros deste último BC estão próximos de zero desde 1995. Mas o BoJ ainda é incapaz de fazer com que a inflação chegue muito acima de zero. A fragilidade da inflação não é problema só do Japão. Ela continua assombrosamente baixa em outros países também.

Na verdade, não deveríamos nos surpreender tanto com esse mundo de inflação persistentemente baixa e de políticas monetárias ultra-agressivas, como compras, pura e simples, de ativos por BCs e empréstimos de longo prazo em condições favoráveis concedidos a bancos. Ray Dalio, da Bridgewater, expôs a lógica disso em seu importante livro recente. O ponto central é que os governos de países cujas dívidas são denominadas em suas próprias moedas podem administrar as consequências de uma crise causada pelo crédito excessivo. Eles conseguem, sobretudo, alongar o ajuste por vários anos, evitando assim uma enorme depressão causada por uma espiral descendente de falências em massa e colapso da demanda.

Dalio chama isso de "desalavancagem bonita". Ela é assegurada por uma mescla de quatro elementos: austeridade; reestruturação da dívida e calote puro e simples; "impressão" de dinheiro pelos bancos centrais, especialmente a fim de sustentar os preços dos ativos; e outras transferências de renda e de riqueza. Um elemento importante nessa desalavancagem é manter as taxas de juros de longo prazo abaixo do crescimento das rendas nominais. Isso foi, efetivamente, feito, mesmo no caso da Itália.

Os formuladores de políticas públicas dos Estados Unidos foram os que mais tiveram sucesso em reagir de maneira abrangente. Na década de 1990, o Japão demorou demais para adotar a combinação certa. O mesmo ocorreu com a zona do euro após 2008, em grande medida devido aos obstáculos à política fiscal ativa em uma união monetária desse gênero, mas também devido à resistência ideológica ao uso da capacidade plena do banco central. A reação do Reino Unido ficou entre a dos EUA, por um lado, e a do Japão e a da zona do euro, por outro.

Mesmo quando as políticas necessárias são adotadas com sucesso, são sempre impopulares. O mesmo, especialmente, ocorre com as consequências de qualquer crise financeira. O compartilhamento dos prejuízos gerados por uma crise financeira, seguida por uma recuperação inevitavelmente fraca, sempre desperta a fúria da opinião pública.

***Será que a economia mundial fugirá para algo menos instável? Ou será que estamos nos arriscando a desestabilizações decorrentes de novas crises da dívida e da instabilidade política? E quais são as melhores opções de política, em resposta a isso?***

Onde isso nos deixou atualmente? Não onde gostaríamos de estar, é a resposta, sob três aspectos. Primeiro, embora a dívida financeira e das famílias tenha caído, em relação às rendas das economias maduras, isso não aconteceu com as dívidas dos governos ou das corporações não financeiras. Segundo, a crise transatlântica desencadeou explosões de endividamento compensatórias em outros países, notadamente na China. Terceiro, as economias atingidas pela crise ainda estão muito abaixo dos níveis de produção tendenciais do pré-crise, enquanto o crescimento da produtividade também está baixo, de modo geral. Finalmente, a política populista da esquerda e da direita continua em plena força. Tudo isso se coaduna com as experiências passadas com grandes crises de endividamento, que sempre lançaram duradouras sombras sobre o futuro.

Em vista disso, o que pode acontecer em seguida? Para responder, temos de considerar não apenas o mundo pós-crise atualmente conhecido em que vivemos como também o que ocorreu antes. Definitivamente, o mundo de taxas de juros reais descendentes sobre ativos seguros precedeu a crise. Larry Summers descreveu esse fenômeno como "estagnação secular" - isto é, um mundo de demanda agregada estruturalmente fraca.

Um dos momentos decisivos foi a crise financeira asiática, após a qual as economias mais dinâmicas do mundo se tornaram exportadoras líquidas de capital. Mas há outros fatores significativos: altas taxas de poupança bruta em economias emergentes relevantes; crescimento persistentemente fraco da produtividade em economias de alta renda; envelhecimento em muitas economias e, portanto, demanda descendente por capital físico; e desindustrialização em economias de alta renda. Foram importantes também as quedas aceleradas dos preços relativos dos bens de capital e as mudanças da distribuição de renda na direção dos lucros e dos bem-remunerados. O efeito total foi modificar a correlação entre a renda potencial e os gastos desejados, em prejuízo destes últimos. O resultado foi a queda das taxas de juros reais.

Mesmo a crise financeira foi resultado desse ambiente. Taxas de juros (nominais e reais) baixas desencadearam a expansão dos preços dos imóveis e a explosão do crédito que a acompanha, principalmente nos EUA e na Europa periférica. Essas bolhas de crédito impulsionaram a demanda do mundo inteiro no começo da década de 2000. Mostraram-se insustentáveis, legando-nos, assim, o mundo do pós-crise em que vivemos desde 2008. Mas esse mundo não acabou. As taxas de juros que vemos atualmente comprovam isso.

Podemos dividir as últimas duas décadas em dois períodos. O da "estagnação secular do pré-crise" foi um mundo caracterizado por taxas de juros reais baixas e declinantes e bolhas imobiliárias e de crédito enormemente desestabilizantes. A "estagnação secular do pós-crise" foi um mundo de taxas de juros reais próximas de zero, desalavancagem parcial, crescimento fraco e política populista generalizada.

Diante disso, qual deverá ser a aparência do período a seguir? Será que a economia mundial fugirá para algo menos instável? Ou será que estamos nos arriscando a desestabilizações decorrentes de novas crises da dívida e da instabilidade política? E quais, especialmente, são as melhores opções de política, em resposta a isso? Pretendo abordar essas interrogações na semana que vem. **(Tradução de Rachel Warszawski)**

**Martin Wolf é editor e principal analista econômico do FT**

