

# Apocalipse e pessimismo demais?

## Quase tudo é possível; mas nem tudo é provável

Por Willem H. Buiter

Valor, 20/12/2022

Nouriel Roubini acha que a economia mundial está “se precipitando rumo a uma confluência sem precedentes de crises econômicas, financeiras e de dívida, na esteira de uma explosão de déficits, captações e alavancagem nas últimas décadas”. Será que ele está certo?

Corro o risco de soar demasiado otimista, mas não considero tal cenário de desastre como inevitável nem mesmo como o cenário mais provável. A Turquia e mais alguns poucos países afligidos por uma grave má gestão macroeconômica e regulatória quase certamente sofrerão o destino descrito por Roubini, mas a maioria das economias ainda tem condições de evitar um desastre financeiro e uma recessão profunda.

Quanto ao alerta sobre uma crise financeira, os balanços patrimoniais do setor bancário na maioria das economias avançadas estão em melhor situação do que em 2007-09, e a supervisão sobre grande parte do setor financeiro não bancário melhorou muito

Sim, as dívidas pública e privada como proporção do Produto Interno Bruto (PIB) estão próximas de seu maior patamar histórico em tempos de paz. A relação estava em 334% do PIB no terceiro trimestre de 2022, abaixo do pico do primeiro trimestre de 2021 (363%), mas muitíssimo acima do patamar do primeiro trimestre de 1991 (227%). Além disso, a leve redução desde o início de 2021 se deve principalmente à inflação (não prevista), não ao crescimento real do PIB. O aumento inflacionário após a pandemia da covid-19 corroeu o valor real dos títulos de dívida de renda fixa em termos nominais - um lembrete de como a inflação não prevista é sempre a melhor amiga dos devedores.

No entanto, a taxa de juros real livre de risco na maioria das economias avançadas está próxima de seu menor patamar em 800 anos, e a estimativa consensual da taxa de juros real neutra sem risco é de 0,5%. É um valor comodamente abaixo da atual taxa de crescimento do PIB real subjacente da maioria dos países e do mundo como um todo. Quando a taxa de juros efetiva da dívida continua persistentemente abaixo da taxa de crescimento do PIB, o “esquema de financiamento de pirâmide”, de ir pagando as dívidas antigas com dívidas novas, permanece viável e as preocupações quanto à sustentabilidade dessa dívida são discutíveis.

A questão é se, e por quanto tempo, essas condições vão continuar. Afinal, os motores empíricos das taxas de juros reais mundiais - para não falar da taxa real neutra, uma variável não observável - são mal compreendidos. Em um estudo recente sobre as taxas de juros reais de vencimentos longos dos últimos 700 anos, Kenneth Rogoff, Barbara Rossi e Paul Schmelzing concluíram que nem a demografia (os mais velhos que economizam menos, empurrando para cima as taxas reais) nem a produtividade (ganhos maiores na produtividade, impulsionando as taxas reais) são os condutores causais das taxas reais mundiais.

De forma similar, a famosa hipótese da “estagnação secular”, de Lawrence H. Summers, ex-secretário do Tesouro dos Estados Unidos, nunca fez muito sentido como explicação para as baixas taxas de juros reais mundiais desde o início dos anos 1980. Não houve estagnação mundial nos últimos 40 anos. Além disso, resta saber como a demanda de investimento será influenciada pelos avanços tecnológicos em inteligência artificial, aprendizado das máquinas, automação, robótica, biotecnologia, fintechs e finanças descentralizadas. O melhor que podemos fazer é dar boas-vindas à baixa taxa real neutra, sem fingir que a compreendemos.

Olhando à frente, o componente da inflação que se deve aos choques de oferta agregada (e não a estímulos monetários e fiscais) provavelmente será transitório. Também ainda não há nenhuma evidência indicando que as expectativas inflacionárias de médio e longo prazo estejam se desvinculando da meta de inflação. A guerra da Rússia na Ucrânia terminará mais cedo ou mais tarde e, provavelmente, sem uma escalada nuclear. Quando isso ocorrer, a subsequente flexibilização das sanções ocidentais produzirá um choque desinflacionário.

Além disso, a China vem eliminando a passos rápidos sua política tolerância zero à covid-19. Embora isso já venha resultando em uma onda de infecções - um problema agravado pela recusa do governo em usar as vacinas ocidentais, mais eficazes - o efeito em termos líquidos na atividade econômica chinesa e nas principais cadeias de suprimentos internacionais provavelmente será positivo.

Nos EUA, a continuidade no aperto moderado da política monetária desacelerará a economia, mas o efeito provável será uma “recessão do crescimento” [uma expansão, mas inferior à potencial e sem criação suficiente de empregos], em vez de uma completa retração. Da mesma forma, embora a Europa tenha sido mais atingida que os EUA pelas consequências da guerra da Rússia, a resposta do Banco Central Europeu (BCE) ao crescimento da inflação foi ainda menos agressiva que a do Federal Reserve, o que também torna uma recessão do crescimento como o cenário mais provável. O grande perdedor entre as economias avançadas é o Reino Unido - uma bagunça econômica cujos problemas externos têm sido exacerbados por feridas autoinfligidas como o Brexit, as várias falhas na regulamentação e uma demonstração absurda de irresponsabilidade fiscal do governo de curta duração de Liz Truss.

Quanto ao alerta de Roubini sobre a probabilidade de uma crise financeira, vale mencionar que os balanços patrimoniais do setor bancário na maioria das economias avançadas estão em melhor situação do que na época da crise financeira mundial de 2007-09, e que a supervisão sobre grande parte do setor financeiro não bancário melhorou muito. Embora a regulamentação tenha falhado terrivelmente no mundo dos criptoativos, o inevitável colapso desses mercados foi em grande medida autocontido.

Tendo em vista que as famílias de baixa renda tendem a gastar uma maior parte de seus aumentos de renda do que as de alta renda, um corte nos impostos beneficiando os mais pobres, que seja custeado com um aumento nos impostos sobre os mais ricos, deveria impulsionar os gastos totais em bens e serviços. O mesmo ocorreria com um aumento nos gastos públicos em bens e serviços reais (como o impulso ao investimento em infraestrutura verde - presumindo a disponibilidade de projetos suficientes aos quais só falte o dinheiro para começar), financiado com o aumento de impostos sobre os mais ricos.

Quase tudo é possível; mas nem tudo é provável. Eu, por exemplo, não prevejo um desastre financeiro e macroeconômico mundial na escala de Roubini no futuro próximo.

**Willem H. Buiter é consultor econômico independente. Foi economista-chefe do Citigroup e membro do Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra.  
Copyright: Project Syndicate, 2022.**

[www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)