

# Por que o futuro parece morno

Por **Martin Wolf**

*Valor Econômico*, 20.11.2013

**O excesso de poupança tornou-se uma restrição sobre a demanda corrente. Mas como a poupança excessiva está vinculada ao fraco investimento, também implica crescimento lento da oferta potencial. Essa dificuldade é anterior à crise. Mas a crise agravou a situação.**

Lawrence Summers despejou litros de água gelada em todos os otimistas remanescentes. Falando em seminário durante a conferência anual de pesquisas do Fundo Monetário Internacional, o ex-secretário do Tesouro dos EUA sugeriu que talvez não exista nenhuma possibilidade de retorno fácil à normalidade pré-crise nas economias de alta renda. Em vez disso, ele traçou um futuro preocupante de demanda cronicamente fraca e lento crescimento econômico. Summers não é o primeiro a identificar a possibilidade da chamada "estagnação secular": o medo de reproduzir a década perdida no Japão está nas mentes de analistas desde a crise. Mas a apresentação de Summers foi brilhante.

Por que é possível acreditar nele? Por três aspectos relevantes nas economias ocidentais.

Primeiro, a recuperação da crise financeira de 2007-08 foi, sem dúvida, fraca. No terceiro trimestre, a economia americana ficou apenas 5,5% maior do que em seu pico pré-crise, mais do que cinco anos antes. O PIB americano real continuou a diminuir - em relação à tendência pré-crise. Além disso, esse desaquecimento persistiu apesar de políticas monetárias ultraexpansionistas.

Em segundo lugar, as atuais economias atingidas pela crise viram um rápido aumento de alavancagem - em particular nos setores financeiros e domésticos, juntamente com fortes saltos nos preços das casas -antes da crise. Essa foi uma "economia de bolha". Muitos governos, especialmente os dos EUA e do Reino Unido, também adotaram políticas fiscais expansionistas.

Em terceiro lugar, as taxas de juro reais de longo prazo mantiveram-se extremamente baixas nos anos que antecederam a crise, apesar do forte crescimento econômico mundial. No Reino Unido, o rendimento dos títulos de longo prazo indexados do governo britânico caiu de cerca de 4% para cerca de 2% após a crise financeira asiática e, em seguida, para níveis negativos após a crise financeira. Os títulos do Tesouro dos EUA (TIPS) protegidos contra a inflação seguiram um curso semelhante, embora posteriormente.

É, portanto, improvável que apenas restaurar algum grau de saúde ao sistema financeiro ou promover uma redução do excesso do endividamento pré-crise produza uma recuperação plena. A razão é que a crise veio na esteira do excessos financeiros que, eles próprios, mascararam, ou, como tenho argumentado, foram até mesmo uma reação às deficiências estruturais pré-existentes.

Uma dessas deficiências é o "excesso de poupança mundial", que pode também ser rotulado de "escassez de investimentos". As taxas de juros reais baixas são a prova de tal excesso: havia mais poupança em busca de investimentos produtivos do que investimentos produtivos para absorvê-la.

Outra indicação do excesso de poupança foram os "desequilíbrios em nível mundial" - os enormes superávits em conta corrente de economias emergentes asiáticas, dos exportadores de petróleo e de várias economias de alta renda (especialmente a Alemanha). Essas economias tornaram-se fornecedoras líquidas de poupança ao resto do mundo. Isso era verdade antes da crise e continua a ser verdade hoje.

Antes da crise financeira, os EUA absorviam grande parte do excesso de poupança mundial, porém não em investimentos produtivos. Apesar do fácil acesso a crédito barato, o investimento fixo caiu como proporção do PIB a partir de 2000. Uma das razões para essa queda foi a de que os preços relativos dos bens de investimento caíram: a fração de investimento real manteve-se estável, ao passo que a de investimento nominal encolheu. Exceto durante a bolha no mercado de ações pré-2000, as empresas também financiaram seus investimentos com suas próprias poupanças - não necessitaram financiamento de outras fontes.

Assim, a contrapartida da poupança importada para os EUA foi endividamento das famílias e do governo. Um aumento na desigualdade de renda tornou ainda mais difícil contar com endividamento líquido das famílias. Tudo o mais mantido imutável, isso deveria fazer crescer a poupança das famílias - os mais ricos, que tendem a ganhar mais do que gastam, tendem a economizar ainda mais à medida que ficam mais ricos. Uma solução (temporária) para esse problema foi motivar as pessoas mais pobres a tomar mais empréstimos do que poderiam honrar para que pudessem continuar gastando. Mas isso explodiu na crise de 2007-08.

Em resumo, a economia mundial vem gerando mais poupança do que as empresas desejam usar, mesmo a taxas de juro muito baixas. Isso é verdade não apenas nos EUA, mas também nas economias de alta renda mais relevantes.

O excesso de poupança, portanto, tornou-se uma restrição sobre a demanda corrente. Mas como a poupança excessiva está vinculada ao fraco investimento, também implica um crescimento lento da oferta potencial. Essa dificuldade é anterior à crise. Mas a crise agravou-a ainda mais.

Então, o que precisa ser feito? Uma resposta ao excesso de poupança sobre o investimento seria mais taxas reais negativas de juros. É por isso que alguns economistas defenderam uma inflação maior. Mas isso seria difícil de obter, mesmo que fosse politicamente aceitável. Outra possibilidade, apontada por Andrew Smithers em "The Road to Recovery", é atacar de frente os obstáculos ao investimento corporativo. Seu maior vilão é a "cultura do bônus", que encoraja a direção a manipular o preço das ações, por meio de recompras, em vez de elevar o investimento produtivo.

Uma outra possibilidade, discutida por Summers e apoiada por vários economistas (inclusive eu), é usar o atual excesso de poupança para financiar um aumento do investimento público.

Isso poderia estar ligado a uma mudança em direção ao crescimento menos intensivo em carbono. Outra possibilidade é facilitar os fluxos de capitais para os países emergentes e em desenvolvimento, onde as melhores chances de investimento devem estar. Não faz sentido que grande parte da poupança

mundial procure oportunidades de investimentos onde elas aparentemente não existem e evite os lugares onde, se espera, elas existam.

O argumento subjacente de que algo mais aconteceu nas economias de alta renda de que apenas uma crise financeira é persuasivo. É também difícil acreditar que uma onda de investimentos nesses países seria capaz de absorver o excesso de poupança mundial. Por que, afinal, deveria alguém esperar que isso ocorresse em países com população rumo ao envelhecimento, altos salários e economias morosas? Mas esses países enfrentam um desafio bem maior do que os estragos causados pela crise, por maior que sejam. Eles devem encarar um futuro de longo prazo de demanda fraca e oferta enfraquecida.

A melhor resposta, então, está em medidas dirigidas a elevar a produtividade dos investimentos públicos e privados. Sim, erros serão cometidos. Mas é melhor arriscar-se a errar do que aceitar os custos de um futuro estéril. **(Tradução de Sergio Blum)**