

06/12/2017 - 05:00

## O sol brilha sobre a economia global

Por **Martin Wolf**

A economia mundial está desfrutando uma recuperação sincronizada. Mas ela será insustentável se o investimento não crescer, especialmente nas economias de alta renda. Montanhas de endividamento também ameaçam a sustentabilidade da recuperação, como a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), grupo de países em sua maioria ricos, com sede em Paris, argumenta em seu mais recente relatório "Perspectivas Econômicas".

Esse relatório é o canto de cisne de Catherine Mann, que foi uma

excelente economista-chefe na OCDE. Ele sugere que o alívio é real, mas complacência, inequivocamente, não.

A OCDE prevê um crescimento mundial de 3,6% neste ano, contra 3,1% em 2016 e que ele atinja 3,7% em 2018, próximo da média vista em 1990-2007. O único membro do grupo das sete grandes economias cujo crescimento neste ano não deverá ser maior do que em 2016 é o Reino Unido. China e Índia estão definindo o ritmo mundial. A OCDE monitora 45 economias que geram 80% da produção mundial. Não há previsões de que a economia de algum deles deva se contrair em 2017, 2018 ou 2019.

No entanto, temos razões para questionar a sustentabilidade dessa taxa de crescimento. Em todo o G-7, as taxas de investimento líquido estão mais baixas do que antes da crise financeira. Prevê-se que o crescimento da produtividade do trabalho melhore um pouco, mas permaneça bem abaixo da média entre 1995-2007. Acima de tudo, o endividamento elevado continua a ameaçar a recuperação.

Nos países de alta renda, a proporção da dívida empresarial em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) estabilizou-se a partir da crise, em alguns países, mas continua a aumentar em outros (como na França). A longo prazo, a dívida das empresas cresceu mais rapidamente do que o estoque de capital produtivo nos EUA e na zona do euro. Uma parte dessa dívida foi contratada para recomprar ações e elevar seus preços. Essa engenharia financeira é resultado das vantagens tributárias da dívida e do "modismo" da relação entre a remuneração de executivos e os preços das ações. A dívida das famílias continua alta em muitas economias de alta renda, como nos EUA e no Reino Unido.

Nas economias emergentes, pelo menos, as famílias não têm dívidas elevadas. Porém muitas acumularam substancial endividamento por parte de suas empresas, em grande parte em moeda estrangeira. A proporção da dívida das empresas em relação ao PIB na China é agora maior que em praticamente todas as economias de alta renda. Não é de surpreender que as classificações dos títulos empresariais se deterioraram em países de alta renda e emergentes.



Então, quais são os riscos associados ao persistentemente elevado e, em muitos países, crescente, endividamento? Um deles é que o capital está bloqueado em empresas zumbis. Acima de tudo, além de um certo ponto, mais crédito tende a diminuir o crescimento e aumentar a desigualdade. O risco mais imediato é que taxas de juro mais altas possam tornar não gerenciável a dívida hoje administrável. Isso pode gerar uma segunda onda de crises. Essas não seriam novas crises, mas um ressurgimento da turbulência que atingiu as economias dos EUA e da Europa entre 2007 e 2012.

***Baixo investimento e endividamento elevado não são os únicos constrangimentos na economia mundial. Os riscos políticos também são elevados, assim como as ameaças ao comércio liberal. Mas aumentar o investimento e reduzir a dívida são altas prioridades***

Uma das razões para acreditar que isso não acontecerá é troca de empréstimos bancários por títulos empresariais. A capacidade dos intermediários altamente alavancados, como bancos, de suportar prejuízos é limitada. Uma redução na importância dessas instituições deverá tornar essas economias altamente alavancadas mais resilientes. No entanto, a exposição de tais instituições continua significativa, inclusive sua exposição a estoques de imóveis sobrevalorizados.

Maior dependência em relação a títulos cria seus próprios riscos. As economias de mercado emergentes estão expostas a riscos cambiais. Além disso, se um número substancial de empresas falir, seus bancos também seriam afetados negativamente. Grandes prejuízos relacionados a títulos poderão desencadear corridas a fundos de títulos e, portanto, a uma interrupção do financiamento, inclusive das rolagens necessárias. Assim, uma transição do financiamento por bancos para outro, baseado em títulos, também cria riscos para economias extremamente endividadas.

Uma questão crucial é por que as taxas de juro poderiam subir. Uma razão benigna seria um crescimento mais forte, que deveria pelo menos melhorar as perspectivas de muitas empresas e famílias endividadas. Um motivo maligno seria um aumento da inflação. Se os bancos centrais precisarem apertar a política monetária, alguns devedores poderão ficar em severas dificuldades, como aconteceu no início dos anos 80. Um aperto em resposta a crescente inflação poderia desencadear ondas de inadimplência e uma desaceleração inesperadamente acentuada. A preocupação oposta é que os bancos centrais poderiam ter insuficiente margem para reagir. Tudo considerado, a dívida elevada torna mais difícil a calibração da política monetária.

Agora que uma recuperação está em andamento, é essencial desalavancar as economias. Uma mudança crucial é a eliminação do tratamento tributário favorável da dívida. Remuneração relacionada à cotação de ações incentiva endividamento excessivo: seu tratamento pelo sistema tributário precisa ser reconsiderado. Maior capital acionário tornaria os bancos menos frágeis. As economias emergentes deveriam, além disso, desencorajar empréstimos em moeda estrangeira.

Enquanto isso, todos os esforços devem ser feitos para aumentar o investimento público e privado. Uma das áreas mais importantes para o aumento dos investimentos é a de habitação, embora sem alavancar o tipo de boom visto na Espanha antes da crise. Mais amplamente, é importante que o aquecimento econômico seja puxado por investimentos para que seja sustentado. O investimento público terá que desempenhar um papel nisso, especialmente para melhorar a infraestrutura e apoiar o vital progresso científico e tecnológico.

Baixo investimento e endividamento elevado não são os únicos constrangimentos na economia mundial. Os riscos políticos também são elevados, assim como as ameaças ao comércio liberal. Mas aumentar o investimento e reduzir a dívida são prioridades elevadas. Como disse o presidente John F Kennedy em 1962, "o momento de consertar o telhado é quando o sol está brilhando". É essencial eliminar o excedente de dívida privada improdutivo legada pela crise e pelo período subsequente. A transformação não acontecerá da noite para o dia. Mas precisamos eliminar os incentivos para esse comportamento de risco. **(Tradução de Sergio Blum).**

