

08/05/2015 - 05:00

## Motores em marcha lenta

Por Sergio Lamucci



*Summers, discreto sobre o Brasil, falando em termos gerais: "Eu me preocupo com políticas contracionistas em situações contracionistas"*

O economista Lawrence Summers pinta um cenário preocupante para a economia global, em especial em relação aos países desenvolvidos, mas também aponta riscos para o crescimento de mercados emergentes, como a China. Ex-secretário do Tesouro americano, Summers considera que "agora, mais do que nunca", a estagnação secular é um aspecto fundamental para entender a situação do mundo industrializado, que enfrenta, na sua visão, um quadro prolongado de demanda inadequada.

No caso da China, Summers alerta para a possibilidade de uma desaceleração no médio e no longo prazos mais forte do que se projeta atualmente, destacando ainda que o país passa por ajustes difíceis, como a expansão mais lenta das exportações e a necessidade de maior ênfase ao consumo. Já o fraco desempenho recente do Brasil se deveu à perda do ímpeto das reformas estruturais nos últimos anos, afirmou Summers, para quem é preciso retomá-las para o país voltar a crescer a taxas mais altas.

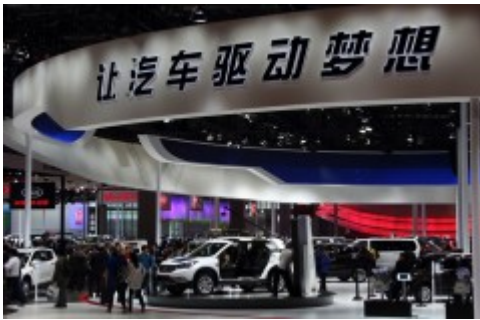
Ao falar da estagnação secular, o economista disse que os países ricos sofrem de um "excesso crônico de poupança", um fenômeno causado em parte pelos fluxos de capital que recebem do mundo emergente. Isso contribui decisivamente "para o crescimento fraco, pressões deflacionárias e juros reais de equilíbrios muito baixos" observado no mundo desenvolvido.

Summers usou a expressão estagnação secular pela primeira vez em novembro de 2013, num seminário promovido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). Desde então, a ideia tem sido alvo de grandes debates, envolvendo nomes de peso como o Nobel Paul Krugman, simpático aos argumentos de Summers, e Ben Bernanke, ex-presidente do Federal Reserve (Fed, o banco central americano), cético em relação a eles.

Para o ex-secretário do Tesouro americano, uma série de indicadores e projeções de crescimento caminharam no último ano e meio na direção que seria esperada num cenário marcado por uma sobra de poupança não efetivamente canalizada para o investimento - a essência da estagnação secular, segundo ele. Esse cenário implica menor investimento, o que acarreta um crescimento mais baixo, levando, por sua vez, a expectativas mais pessimistas sobre a economia.

"Desde novembro de 2013, quando sugeri pela primeira vez que a estagnação secular era algo preocupante, as previsões do FMI para o crescimento foram significativamente revisadas para baixo. Além disso, as expectativas do mercado para os juros futuros também caíram substancialmente", disse Summers, em entrevista ao **Valor**.

Em palestra no fim do mês passado, Summers notou que os juros reais (descontada a inflação) para um período de dez anos estão negativos na Europa e no Japão, e apenas levemente positivos nos EUA. Já as projeções para a inflação nos países do G-7 (o grupo das sete principais economias desenvolvidas) apontam para números inferiores a 2% por década. Para ele, a ideia da estagnação secular se aplica ao mundo industrializado como um todo, mesmo com os EUA



"Há motivos substanciais para que China e Índia cresçam muito menos rapidamente", prevê Summers (na foto, estande da estatal Dongfeng, no Salão do Automóvel de Xangai)

Como a política monetária nos países desenvolvidos enfrenta as restrições impostas pela chamada fronteira do juro zero, a recomendação de Summers é que essas economias deem prioridade ao investimento como estratégia para sair do cenário de crescimento baixo e pressões deflacionárias. "Há um papel para políticas estruturais que incentivem o investimento privado e outro para políticas fiscais expansionistas, especialmente aquelas orientadas para o investimento público", disse ele, ex-diretor do Conselho Econômico Nacional da Casa Branca em 2009 e 2010. Summers tem citado as sugestões recentes do sempre cauteloso FMI para que os países desenvolvidos invistam em infraestrutura como opção para acelerar o crescimento.

Um dos problemas de uma economia que sofre com a estagnação secular é só chegar perto do pleno emprego em parte impulsionada por "condições financeiras insustentáveis", como escreveu Summers. Para ele, foi o que ocorreu na recuperação dos EUA de 2003 a 2007, quando houve a bolha do mercado imobiliário, e possivelmente também no fim dos anos 1990, com a bolha das ações de tecnologia.

Em seu recém-inaugurado blog, Bernanke tratou da hipótese da estagnação secular, criticando alguns dos argumentos de Summers. Um dos pontos do ex-presidente do Fed é que, se os juros reais ficarem persistentemente baixos, é difícil imaginar que haveria um escassez permanente de projetos rentáveis para se investir.

"Como Paul Samuelson, tio de Larry [e Nobel de Economia em 1970], me ensinou no MIT [Massachusetts Institute of Technology], se a expectativa é que os juros reais ficarão negativos indefinidamente, quase todo investimento é rentável", escreveu Bernanke. Outra crítica do ex-presidente do Fed é que Summers subestimaria a questão internacional, pois a hipótese da estagnação secular focaria em aspectos que afetam o investimento e o consumo. Na visão de Bernanke, se houvesse falta de oportunidades rentáveis para investir nos EUA, o excesso de poupança poderia ir atrás de outros projetos lucrativos no exterior, por exemplo.

Além disso, Bernanke vê a retomada pouco exuberante da metade da década passada como resultado do que chamou de "abundância global de poupança" ("global savings glut"). O excesso de poupança de países asiáticos como a China e de produtores de petróleo como a Arábia Saudita provocou uma onda de fluxos elevados de capitais para os EUA, mantendo baixos os juros de longo prazo e contribuindo para a valorização do dólar.

O fortalecimento da moeda colaborou para os grandes déficits comerciais americanos, num quadro em que parte da produção foi substituída por importações, em grande medida da China. Para Bernanke, esse fenômeno explicaria o fato de o crescimento americano não ter sido tão expressivo naquele período, e não a estagnação secular.

Ao **Valor**, Summers disse considerar que a sua visão e a de Bernanke são muito complementares. "Afim, um excesso de poupança em relação ao investimento se parece bastante com uma abundância de poupança", afirmou o ex-secretário do Tesouro. "Ben coloca mais ênfase no fator global do que eu fiz originalmente, embora, à medida que refleti sobre o assunto, eu tenha enfatizado crescentemente o aspecto global."

Summers tem afirmado que gostaria de estar errado desta vez, como ocorreu com Alvin Hansen, o economista que cunhou o termo estagnação secular em 1938. Hansen não antecipou o forte crescimento ocorrido depois da Segunda Guerra Mundial, um período marcado por grande expansão populacional, com o chamado "baby boom".



*Ben Bernanke discorda de argumentos de Summer: diz que, se os juros reais se mantêm baixos, é difícil imaginar que faltem bons projetos para investimento*

como reflexo de fatores temporários estarão corretos e os temores de uma nova estagnação secular se provarão errados. "Mas, em todo o mundo industrializado, a maior parte das projeções do crescimento tem sido revisada para baixo há muitos anos. Desse modo, eu continuo a acreditar que é válido cogitar seriamente a possibilidade de que enfrentamos um problema crônico de excesso de poupança em relação ao investimento", afirmou Summers. Nesse cenário, não seria possível normalizar a política monetária, havendo a necessidade de expandir o investimento público e privado, além de ser importante uma coordenação global que assegure um nível adequado de demanda e sua distribuição apropriada, de acordo com ele.

A visão de Summers sobre as economias asiáticas como a China também não é das mais animadoras. No estudo "Asiaforia" encontra a regressão à média", escrito em parceria com o economista Lant Pritchett, também professor de Harvard, Summers observa que, no médio e longo prazos, "há motivos substanciais para que China e Índia cresçam muito menos rapidamente do que se antecipa atualmente".

"Mais importante, a história ensina que crescimento anormalmente rápido é raramente persistente, embora as projeções invariavelmente extrapolem a expansão recente", dizem Summers e Pritchett. Ao comentar a desaceleração recente da China, o ex-secretário do Tesouro ressaltou que, "em alguma medida, seria extraordinário se uma expansão a um ritmo muito forte persistisse por outra década na China". Segundo ele, o país asiático enfrenta uma série de ajustes difíceis, como o avanço menos rápido das exportações, a necessidade de dar mais ênfase ao consumo e os riscos de excessos financeiros, um processo que terá solavancos.

Summers vê um desafio para a economia global em termos de motores para o crescimento, num quadro em que, para ele, há estagnação secular nos países desenvolvidos e um emergente como a China pode desacelerar com mais força do que se espera. "Estou encorajado pelo que está ocorrendo na Índia [o governo de Narendra Modi promove uma série de reformas estruturais e as projeções de crescimento do país aumentaram consideravelmente], mas, sim, há uma preocupação real [em relação a motores para o crescimento da economia global]."

Ao falar do Brasil, Summers atribuiu o baixo crescimento recente à paralisação das reformas estruturais nos últimos anos. "O país está pagando um preço por causa disso. Não há um ambiente em que o investimento empresarial tenha confiança, por causa de vários problemas de governança no setor público e no setor privado." Com a ressalva de que não acompanha a situação do país de perto, Summers afirmou acreditar que o país precisa de reformas estruturais de longo alcance para voltar a crescer com mais força, citando as do sistema financeiro, do mercado de trabalho e das instituições do federalismo.

A seguir, os principais trechos da entrevista.

**Valor:** *Europa e Japão estão com sérios problemas, mas a economia americana tem dado sinais de mais vitalidade. A hipótese da estagnação secular se aplica indistintamente a essas grandes economias?*

**Lawrence Summers:** O melhor é pensar que ela se aplica a todo o mundo industrializado. Esses países parecem dar sinais de tendência para um excesso crônico de poupança, em parte por causa dos fluxos de capital que recebem do mundo emergente. Esse excesso de poupança é um fator que contribui para o crescimento fraco, pressões deflacionárias e juros reais de equilíbrio muito baixos.

**Valor:** *Num seminário recente no FMI, o senhor disse que "agora, mais do que nunca, a estagnação secular é um aspecto importante da realidade". Por quê?*

**Summers:** Desde novembro de 2013, quando sugeri pela primeira vez que a estagnação secular era algo preocupante, as previsões do FMI para o crescimento foram significativamente revisadas para baixo. Além disso, as expectativas do

**"Há um papel para políticas estruturais que incentivem o investimento e outro para políticas fiscais expansionistas", afirma Summers**

**Valor:** O crescimento nas economias avançadas tem desapontado desde a Grande Recessão (que durou de meados de 2007 ao fim de 2009). Esse padrão de baixo crescimento deve prevalecer nos próximos anos, devido à estagnação secular?

**Summers:** O FMI tem um bom ponto sobre essa questão, quando revisou as estimativas de crescimento para baixo.

**Valor:** No caso do mundo industrializado, as revisões estão relacionadas à estagnação secular?

**Summers:** Acho que estão relacionadas à demanda fraca, ao crescimento mais lento da população e aos efeitos defasados da Grande Recessão.

**Valor:** O desemprego nos EUA está em queda desde 2013, a criação de empregos tem sido forte desde 2014 e a economia pode crescer cerca de 3% neste ano, mas o senhor escreveu que o Fed deve ser cauteloso em relação ao aumento dos juros. Por quê?

**Summers:** Não há necessidade de aumentar os juros até que haja sinais de pressões inflacionárias. A curva de Phillips não é uma relação estatística extremamente confiável. A tentativa de inferir quando a inflação vai subir a partir do comportamento do desemprego é um negócio arriscado. O que vimos no Japão por muitos anos e nos EUA em 1937 é que esforços prematuros para consolidar, declarar que a recuperação está em curso e normalizar as políticas podem levar ao ressurgimento de pressões deflacionárias.

**Valor:** O que os países desenvolvidos devem fazer para combater o cenário de estagnação secular?

**Summers:** A prioridade tem que ser o estímulo ao investimento. Há um papel para políticas estruturais que incentivem o investimento privado e há outro para políticas fiscais expansionistas, especialmente aquelas orientadas para o investimento público.

**Valor:** O senhor teve recentemente um debate com Ben Bernanke, que escreveu no seu novo blog sobre a hipótese da estagnação secular. Em que medida suas visões sobre o assunto são complementares, e qual é a maior divergência entre vocês?

**Summers:** Acho que elas são muito complementares. Afinal, um excesso de poupança em relação ao investimento se parece bastante com uma abundância global de poupança. Ben coloca mais ênfase no fator global do que eu fiz originalmente, embora, à medida que refleti sobre o assunto, eu tenha enfatizado crescentemente o aspecto global. E Ben é mais sereno do que eu quanto à possibilidade de que o problema vai ser se resolver por si mesmo, olhando para o que está ocorrendo na Europa, por exemplo.

**Valor:** O FMI e muitos analistas estimam que a China vai crescer a um ritmo mais fraco nos próximos anos. O Fundo estima um crescimento abaixo de 7% neste ano. Quais são os principais motivos para a desaceleração da China e em que medida a perda de fôlego atual confirma as ideias que o senhor e Lant Pritchett expressaram no estudo "Asiaforia" encontra a regressão à média"?

**Summers:** Uma das partes centrais da nossa análise é que não é necessário um motivo para o crescimento cair abaixo de 7%. O que é anormal é quando o crescimento elevado persiste, não quando ele reverte à média. Em alguma medida, seria extraordinário se uma expansão a um ritmo muito forte persistisse por outra década na China. Além disso, a China enfrenta um conjunto significativo de dificuldades de ajuste, como o crescimento menos rápido dos mercados de exportação, a questão de um modelo de crescimento que dependia de uma fatia declinante do consumo e da renda disponível no PIB e a possibilidade de significativos excessos financeiros. Há ainda o desafio, de um lado, de conseguir resistir à corrupção e, de outro, de manter o poder distribuindo favores. Eu ficaria surpreso se a China fosse capaz de crescer a 7% na próxima década.

**Valor:** O governo chinês vai conseguir um pouso suave enquanto o país faz a transição para um modelo liderado pelo

**Summers:** Esses ajustes vão, obviamente, envolver solavancos. Hesito é em julgar quão grandes serão esses solavancos. O governo chinês certamente tem se mostrado competente em administrar a economia por um longo tempo, mas os ajustes à frente serão significativos.

***Ex-secretário do Tesouro diz que o Brasil "está pagando um preço" por não ter feito as reformas estruturais que o crescimento exige***

**Valor:** *Na sua visão, o mundo desenvolvido enfrenta a estagnação secular, e há o risco de que China e Índia cresçam muito mais lentamente do que se esperava. Isso significa que o mundo pode ficar sem motores para o crescimento a taxas mais elevadas?*

**Summers:** Acho que há um desafio em termos de motores para o crescimento. Estou encorajado pelo que ocorre na Índia, mas, sim, há uma preocupação real. O fato de que as pessoas continuam a revisar suas estimativas para baixo sugere uma certa tendência em direção ao pessimismo.

**Valor:** *O Brasil enfrenta uma combinação de baixo crescimento, inflação alta, juros elevados e aumento do déficit em conta corrente. Como o senhor analisa a desaceleração da economia brasileira nos últimos anos, depois de um período de crescimento razoável entre 2004 e 2010?*

**Summers:** O ímpeto das reformas estruturais no Brasil parou há algum anos e o país está pagando um preço por causa disso. Não há um ambiente em que investimento empresarial tenha confiança, por causa de vários problemas de governança no setor público e no setor privado.

**Valor:** *O Brasil está apertando a política fiscal e a política monetária ao mesmo tempo, num quadro em que não há crescimento. Essa é a resposta mais adequada?*

**Summers:** É muito complicado saber e não estou perto o suficiente da situação brasileira para fazer recomendações fortes. De fato, me preocupo com políticas contracionistas em situações contracionistas.

**Valor:** *Em que medida a forte queda dos preços de commodities explica o recente desempenho da economia brasileira?*

**Summers:** O principal motivo para os problemas do Brasil é que as políticas não foram fortes como deveriam ter sido, mas não há dúvida de que foram exacerbados pela queda dos preços de commodities.

**Valor:** *O que o Brasil deve fazer para crescer a taxas mais elevadas e sustentáveis, num mundo de menor crescimento?*

**Summers:** A chave são reformas estruturais de longo alcance. Essa pergunta requer uma avaliação mais específica do que me sinto capaz de fazer, mas, em geral, a reforma do sistema financeiro brasileiro, a reforma do mercado de trabalho, a reforma das instituições do federalismo, além de muitas outras, são essenciais para o Brasil reconquistar seu potencial econômico.

**Valor:** *Quando o senhor falou pela primeira vez sobre a estagnação secular, em 2013, esperava que houvesse tanto debate sobre o assunto? A ideia gerou um livro eletrônico e muitos artigos e discussões sobre o tema.*

**Summers:** Eu achava que era uma ideia importante, e por isso a apresentei. Francamente, gostaria que o desempenho econômico do último um ano e meio tivesse sido o suficiente para desacreditar a ideia. Esta é uma ocasião em que eu preferiria estar errado.