

18/11/2015 - 05:00

Excesso de poupança e lucro das empresas

Por **Martin Wolf**

A noção de "excesso de poupança" ajuda a explicar as taxas de juros baixíssimas que vimos desde a crise mundial de 2007-2009. A ideia de "estagnação secular", contudo, indica que esse excesso surgiu mesmo antes disso. Para explicar o porquê disso, precisamos olhar para o comportamento do setor empresarial.

Onde, então, as empresas se encaixam na análise da alteração de equilíbrio entre os planos de poupança e os investimentos? A resposta começa com o fato de que as empresas geram uma proporção imensa dos investimentos. Nas seis maiores economias de alta renda (Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Reino Unido e Itália), as empresas representaram entre metade e pouco mais de dois terços dos investimentos em 2013 (sendo a menor proporção na Itália e a maior no Japão).

Como as empresas são responsáveis por uma parte tão grande dos investimentos, elas também são, no agregado, as maiores usuárias da poupança disponível, sendo que seus próprios lucros retidos também são uma imensa fonte de poupança. Nesses países, portanto, os lucros empresariais geraram entre 40% (na França) e 100% (no Japão) da poupança bruta (incluindo a poupança externa) disponível na economia.

Enquanto o setor empresarial tiver superávits financeiros estruturais, o equilíbrio macroeconômico deverá exigir déficits fiscais. E as empresas forem incapazes de investir a própria poupança, a poupança no resto da economia estará fadada a ter baixo valor marginal

Em uma economia dinâmica, seria de se esperar que as empresas, no agregado, usassem o excesso de poupança de outros setores, em especial a dos consumidores, e dessa forma produzissem tanto uma demanda aquecida quanto uma oferta crescente. Se o investimento for baixo e os lucros, altos, no entanto, o setor empresarial, estranhamente, vai tornar-se financiador líquido da economia. O resultado vai ser uma mistura de déficits fiscais, déficits financeiros para o consumidor e superávits em conta corrente (assim como, déficits na conta de capital). No Japão, os déficits fiscais contrabalançam os imensos superávits das empresas. Na Alemanha, o déficit na conta de capital contrabalança os superávits das empresas e dos consumidores.

Desde a crise, os setores empresariais das grandes economias de alta renda tiveram superávits de poupança em relação ao investimento, com exceção da França. O superávit de poupança das empresas japonesas está, surpreendentemente, próximo a 8% do Produto Interno Bruto (PIB).

Os setores empresariais, portanto, contribuíram substancialmente para o excesso de poupança. Não é apenas um fenômeno pós-crise. Mesmo no período prévio à crise, os setores empresariais exibiam superávits no Japão, Reino Unido, Alemanha (a não ser em 2008) e nos EUA (a não ser em 2007 e 2008). Um estudo do Federal Reserve (Fed, banco central dos EUA) destaca que a Grande Recessão foi responsável em parte por esses superávits, mas acrescenta que mesmo na meia década antes da crise, as taxas de investimento das empresas "havia caído abaixo de níveis que teriam sido previstos por modelos estimados em anos anteriores".

O aumento no superávit de poupança das empresas em relação ao investimento é puxado pela combinação de lucros altos e enfraquecimento do investimento. Esse enfraquecimento do investimento é tanto estrutural quanto cíclico. Além disso, o enfraquecimento é generalizado. O excesso de poupança empresarial no Japão, apesar disso, é único em seu tamanho. Qualquer análise dos problemas econômicos do Japão que não comece a partir desse fato é essencialmente inútil.

Também é importante não confundir o excesso de poupança das empresas em relação ao investimento com os notórios acúmulos de caixa de muitas empresas. As firmas podem alimentar o caixa não apenas acumulando os lucros retidos, mas também por meio de captações ou da venda de ativos.

A observação de que o superávit estrutural das poupanças em relação ao investimento parece ter emergido nos setores empresariais das grandes economias de alta renda é altamente significativa. É significativa para o crescimento da oferta potencial, já que reflete investimentos relativamente baixos, mas também é significativa para o formato da demanda agregada.



Se o setor empresarial tem superávit de poupança em relação ao investimento, outros setores precisam ter déficits estruturais que os compensem. Para que um governo esteja em equilíbrio financeiro, ou os consumidores ou os estrangeiros precisariam ter esses déficits. Na região do euro, essa lógica levou a superávits enormes em conta corrente (um déficit financeiro para os estrangeiros). Para o Reino Unido e os EUA, isso provavelmente significará repetição dos déficits dos consumidores - uma possibilidade perigosamente desestabilizadora.

Por que os investimentos das empresas estão estruturalmente fracos? O envelhecimento das sociedades é um motivo: ao desacelerar o crescimento potencial, isso reduz o nível de investimento necessário.

A globalização é outro: motiva a realocação dos investimentos para fora dos países de alta renda. Outro motivo é a inovação tecnológica. Grande parte do investimento de hoje direciona-se à tecnologia da informação, cujo preço está desabando: investimentos nominais constantes financiam investimentos reais crescentes. Volto a tocar no assunto, demasiada inovação parece reduzir a necessidade de capital: pensem na substituição de depósitos por lojas de varejo. Outra explicação pode ser que os executivos não são recompensados por investir.

Tudo isso somado poderia explicar por que, pegando o exemplo dos EUA, a taxa de investimentos das empresas em relação aos lucros caiu expressivamente desde o ano 2000.

O comportamento do setor empresarial também levanta questões importantes sobre a política econômica. A tributação empresarial, por exemplo, certamente deveria encorajar tanto o investimento quanto a distribuição de lucros. A forma de alcançar esses objetivos conjuntos poderia ser por meio de impostos mais altos sobre os lucros retidos, combinados com uma dedutibilidade total tanto dos investimentos quanto dos dividendos.

Além disso, é preciso aceitar que, enquanto o setor empresarial tiver superávits financeiros estruturais, o equilíbrio macroeconômico deverá exigir déficits fiscais. Além disso, se o setor empresarial for incapaz de investir mesmo sua própria poupança, a poupança no resto da economia vai estar destinada a ter um baixo valor marginal. Em um mundo como esse, tanto as taxas de juros reais ultrabaixas quanto os altos preços das ações não são, de forma alguma, surpreendentes. É o que se deve esperar. Então, parem de reclamar.

Martin Wolf é editor e principal analista de economia do FT