

06/09/2017 - 05:00

O mito da normalização

Por **Adair Turner**

Existe um viés psicológico que nos leva a acreditar que os acontecimentos excepcionais acabam dando lugar à volta dos "tempos normais". Muitos comentaristas econômicos se concentram atualmente nas perspectivas de uma "saída" dos quase dez anos de política monetária ultrafolgada, enquanto os bancos centrais reduzem seus balanços para níveis "normais" e elevam gradualmente as taxas de juros. Mas estamos longe de uma volta à normalidade do pré-crise.



Após anos de projeções descendentes do crescimento mundial, 2017 testemunhou uma pequena, embora significativa, aceleração da expansão, e há bons argumentos em favor da adoção de ligeiros aumentos da taxa de juros. Mas as economias avançadas ainda enfrentam uma inflação baixa demais e registram um crescimento apenas moderado, e a recuperação continuará a depender de incentivos públicos, respaldados, se necessário, pela monetização da dívida.

Desde 2007, o PIB per capita da zona do euro, do Japão e dos EUA subiu apenas 0,3%, 4,4% e 5%, respectivamente. Parte da desaceleração em relação ao crescimento anual habitual do pré-crise, de 1,5% a 2%, pode refletir fatores da ponta da oferta; o crescimento da produtividade pode estar enfrentando obstáculos estruturais.

Mas parte do problema é a deficiência da demanda nominal. Apesar dos enormes esforços de incentivo envidados pelos bancos centrais, o PIB nominal cresceu 2,8% ao ano nos EUA, 1,5% na zona do euro e apenas 0,2% no Japão no período 2007 a 2016, impossibilitando a obtenção do crescimento moderado mais a inflação anual compatíveis com o cumprimento das metas de 2%. A inflação dos EUA é inferior à meta do Federal Reserve já há cinco anos, e recuou nos últimos cinco meses.

É preciso que fatores de longo prazo comuns expliquem este fenômeno mundial. Os desdobramentos no âmbito do mercado de trabalho são fundamentais. O crescimento dos salários, por exemplo, continua obstinadamente baixo, apesar de o desemprego ter caído para os níveis "normais" do pré-crise. O Japão é o caso mais extremo: com uma população economicamente ativa em processo de encolhimento, imigração mínima e uma taxa de desemprego de 2,8%, todos os modelos padrão preveem uma aceleração do crescimento dos salários. Mas, por mais que o premiê Shinzo Abe conclame os empregadores a dar um aumento aos trabalhadores japoneses, o crescimento da remuneração continua anêmico. Nos EUA, cada novo lote de dados mensais indica forte expansão do nível de emprego e um crescimento salarial surpreendentemente baixo.

Três fatores podem explicar essa tendência. Por 30 anos, os mercados de trabalho se tornaram mais flexíveis, com o drástico enfraquecimento do poder dos sindicatos. Ao mesmo tempo, a globalização expôs os trabalhadores dos setores voltados para o comércio exterior à competição salarial mundial. Mas, o que é mais importante, a tecnologia da informação gera oportunidades cada vez maiores de automatizar todas as atividades econômicas. Em um mercado de trabalho plenamente flexível com, por assim dizer, um exército de reserva de robôs, o potencial para a automação generalizada consegue deprimir o crescimento dos salários reais mesmo num quadro de pleno emprego.

A política monetária folgada não consegue funcionar por meio de canais de transmissão normais, e será eficiente se, e somente se, facilitar a expansão fiscal por meio da manutenção dos custos de tomada de empréstimos pelo governo em patamares baixos

A demanda nominal, por seu lado, ainda está sendo contida por uma pendência de dívidas em aberto. Entre 1950 e 2007, o endividamento privado das economias avançadas cresceu de 50% para 170% do PIB. Desde 2008, a dívida se deslocou dos setores privados para os públicos, com grandes déficits públicos que são ao mesmo tempo consequência inevitável da recessão do pós-crise e essenciais para manter uma demanda suficiente.

Além disso, a economia mundial foi conservada em andamento pelo enorme crescimento da alavancagem da China, que viu sua relação dívida sobre PIB subir a partir dos cerca de 140% em 2008 para os 250% atuais. No mundo inteiro, o total da dívida, pública e privada, alcançou uma alta recorde, a partir dos 180% do PIB mundial de 2007 para os 220% de março de 2017. Em decorrência disso, as taxas de juros não podem voltar aos níveis do pré-crise sem correr o risco de instaurar uma nova recessão.

Diante dessa pendência de endividamento, a política monetária expansionista, por si só, é necessariamente ineficaz e, para além de determinado ponto, potencialmente prejudicial e contraproducente. Nem o investimento nem o consumo reagem com muito vigor a taxas de juros cada vez mais baixas diante de níveis de endividamento elevados. Taxas de juros muito baixas, por seu lado, geram aumentos dos preços dos ativos, que beneficiam os já ricos e reduzem a renda dos depositantes bancários menos ricos

Nesse contexto, como argumentou em 2016 o economista Christopher Sims, da Universidade de Princeton, a política monetária folgada não consegue funcionar por meio de canais de transmissão normais, e só será eficiente se, e somente se, facilitar a expansão fiscal por meio da manutenção dos custos de tomada de empréstimos pelo governo em patamares baixos. O PIB nominal nos EUA cresce de forma mais acelerada do que o da zona do euro desde 2007, porque os EUA registraram déficits do PIB de 7,2%, em média, contra os 3,5% da zona do euro. O crescimento mundial atual é decisivamente sustentado pelo déficit público de 3,7% do PIB da China, superior ao 0,9% contabilizado pelo país em 2014.

A recuperação parcial deste ano não reflete, portanto, nem uma volta à normalidade do pré-crise nem o sucesso da política monetária por si só. Mas, apesar de as taxas de inflação permanecerem abaixo da meta, ainda há um bom argumento para algum aumento dos juros. Pelo fato de uma política monetária cada vez mais folgada ter, por si só, eficácia decrescente ao ultrapassar determinado ponto, ela pode ser parcialmente revertida sem pôr em grande risco a demanda nominal; e taxas de juros ligeiramente maiores neutralizariam, mesmo que de maneira apenas branda, o impacto de desigualdade causado pela cesta de medidas que compõe a atual política.

Mas os aumentos dos juros serão, e deveriam ser, muito pequenos. Duvido que a taxa básica dos EUA seja superior a 2,5% em 2020, enquanto as do Japão e da zona do euro terão elevações apenas reduzidas, e talvez permaneçam bem abaixo do 1%. A inflação tende mais a ficar aquém do que a ultrapassar as metas de 2%. O crescimento moderado, no melhor dos casos, será insuficiente para neutralizar o impacto da década perdida de 2007 a 2017.

O viés psicológico de prever uma volta à "normalidade" continuará forte. Mas os fatores impulsionadores do desempenho econômico do pós-crise são tão profundos que não permitem prever qualquer volta à normalidade no curto prazo. **(Tradução de Rachel Warszawski)**

Adair Turner é presidente do Instituto para o Novo Pensamento Econômico e ex-presidente do Departamento de Serviços Financeiros do Reino Unido. Copyright: Project Syndicate, 2017.

www.project-syndicate.org