

Juros reais negativos vão evaporar a dívida

Fábio Kanczuk

Vou expor minhas projeções para o clima econômico pelo mundo, com foco nas economias avançadas. Antecipando minha conclusão, acredito que o tempo será nublado. Como sempre, há risco de chuvas esparsas. Mas sugiro que você, investidor e empresário, não leve guarda-chuva.

Começando pelos Estados Unidos. Na América o tempo atualmente está muito bom, ensolarado, mas não muito quente. Os últimos dados sugerem que o crescimento econômico está rodando em torno de 2,5% ao ano. Olhando dentro da economia, nota-se que o consumo está firme. A história de que o consumidor americano se tornaria mais frugal com a crise não se verificou; ele está ávido como sempre. O que é estranho é o investimento, ainda muito baixo quando comparado aos padrões históricos. Isto está ocorrendo apesar de as empresas disporem de bastante dinheiro em caixa. Por alguma razão elas estão deliberadamente optando por manter sua capacidade produtiva abaixo do normal, como que desconfiando do retorno de seus projetos.

Se olharmos para o Oceano Atlântico dá para ver a provável explicação. Há uma imensa nuvem negra se aproximando da costa dos EUA. A menos que o Congresso chegue a um acordo e mude a atual lei em vigor, está previsto um enorme ajuste fiscal já a partir de 1º de janeiro. Isto inclui a expiração da renúncia de impostos feita por Bush, o fim da recente redução de impostos sobre a folha de pagamento, a cesão dos benefícios emergenciais para os desempregados, além de cortes automáticos nos gastos do governo.

Na prática, essas medidas implicam aumento de cinco pontos percentuais na alíquota de impostos, e em corte de gasto públicos de 2% do PIB. São números que impressionam pela magnitude. É provável que parte dessas medidas seja postergada, mas não é certo. É crescente a probabilidade de que o próximo governo fique dividido, com Obama na presidência e os republicanos controlando o Senado e a Câmara.

Minha leitura é de que os empresários não estão investindo porque percebem que a futura elevação de impostos irá comprometer a lucratividade de seus projetos. E que o baixo nível de investimento irá comprometer o crescimento econômico, ainda este ano. Isto só não está ainda evidente porque o inverno ameno distorce os dados do primeiro trimestre, que surpreenderam positivamente.

Quando tento prever o crescimento dos EUA usando meus modelos — que erram tanto quanto os modelos meteorológicos — obtendo os números em torno de 1,5% (nos próximos trimestres, em termos anualizados). Isso é sensivelmente menor do que o consenso do mercado, mas não é realmente grave. Não estou falando de uma nova recessão, mas de um longo período de crescimento moroso, daquele clima nublado chato.

Olhemos agora para o mapa da Europa. Embora o Norte esteja ensolarado, há uma grande nuvem acima dos países mediterrâneos. Enquanto a resiliência do crescimento da Alemanha surpreende, Espanha e Itália enfrentam uma recessão prolongada. A nuvem no Sul da Europa é decorrência de dois fenômenos térmicos.

Primeiro, e mais importante, o endividamento público. Apesar de austeros antes da crise de 2008, os governos da Itália e Espanha aumentaram expressivamente seu endividamento durante a crise, aumentando os gastos públicos para suavizar a queda da economia, enquanto a arrecadação estava naturalmente menor. Quando, após terminada

a crise, os credores desses países se depararam com o volume de endividamento, passaram a desconfiar da habilidade de seus governos para honrar completamente suas dívidas. Isso fez com que os juros subissem, o crédito contrairse, reduzindo a atividade econômica. Ao deparar-se com essa desconfiança, com a dificuldade de rolar suas dívidas, os governos começaram a apertar os cintos, cortar gastos e elevar impostos. Esse aperto, ao menos temporariamente, também implica mais desemprego e menor crescimento econômico.

Faria pouca diferença, em termos de sofrimento econômico, se a Espanha pudesse desvalorizar sua moeda

Pode parecer estranho que governos que há pouco eram austeros estejam sob desconfiança de seus credores, enquanto outros, com passado bem menos idôneo, possam se endividar muito mais. Em particular, embora a dívida como proporção do PIB da Espanha seja inferior a 70%, ela é considerada mais arriscada do que a dívida japonesa, que é superior a 200% do PIB. O motivo dessa diferença, em minha opinião, está relacionado à união monetária europeia, que faz com que a moeda da Espanha esteja atrelada à Alemanha.

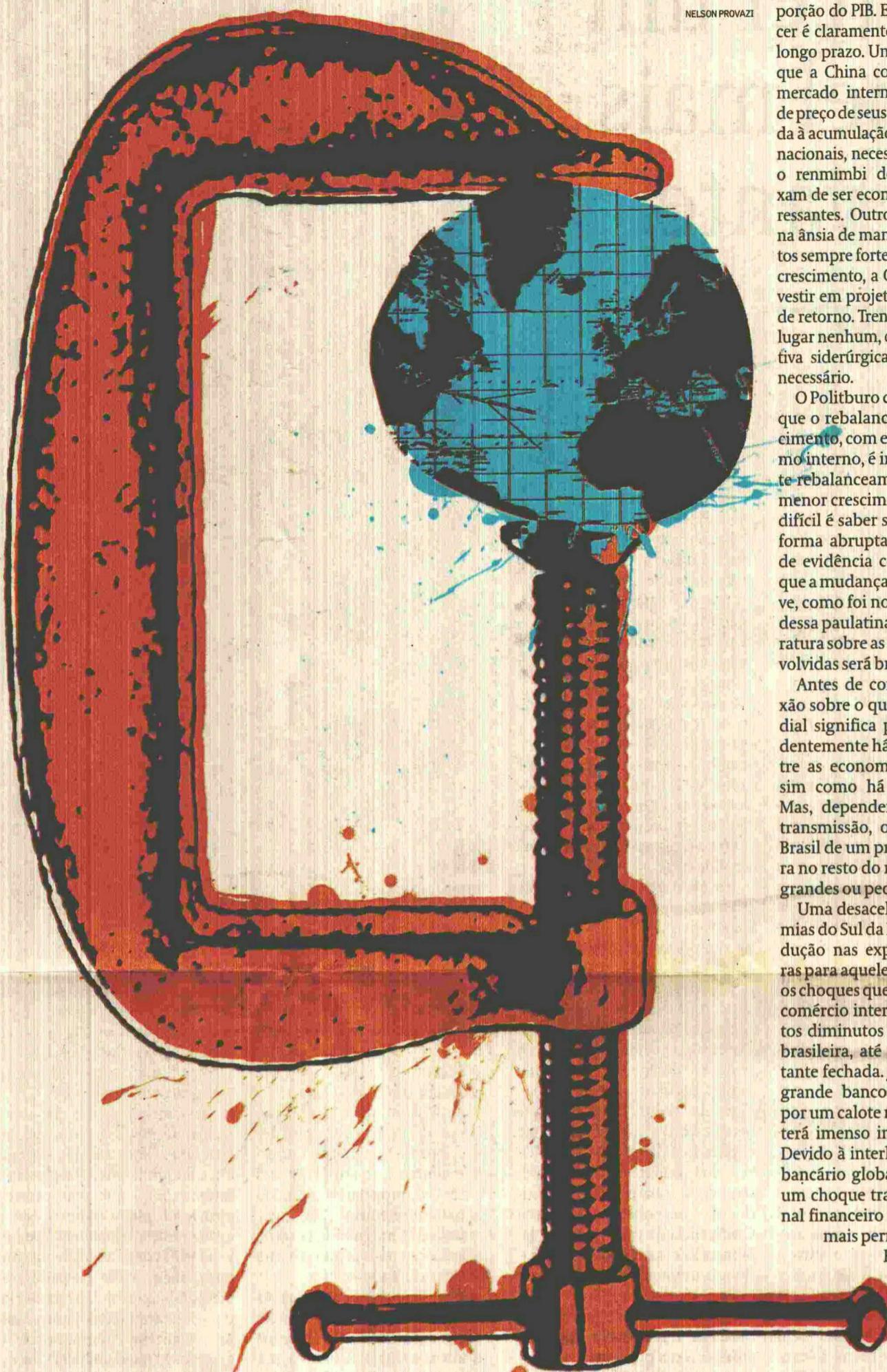
Imagine um trabalhador japonês que esteja poupança parte de seu salário para sua aposentadoria, daqui a vinte anos. A forma mais natural de poupança é comprar títulos do governo japonês, que irão pagar em yen. Mesmo desconfiado do poder futuro da sua moeda, nosso trabalhador tende a preferir essa denominação, pois será nela que realizará seu consumo futuro. Isto faz com que o governo japonês tenha um mercado cativo para seus títulos.

Agora imagine um trabalhador espanhol. Antes da União Europeia, ele fazia sua poupança em pesetas, mas agora faz em euros, que é a moeda utilizada em consumo. Mas, em contraste com o japonês, o trabalhador espanhol pode comprar títulos que pagam em euro tanto da Espanha como da Alemanha. Acreditando, corretamente, que a probabilidade do governo alemão de honrar suas dívidas é maior do que o do espanhol, ele prefere comprar títulos alemães, dificultando a rolagem da dívida do governo da Espanha.

O segundo fenômeno térmico que aflige o Sul da Europa também está ligado à existência da união monetária. Antes da crise de 2008 houve forte fluxo de recursos do Norte para o Sul da Europa, em busca de investimentos mais rentáveis. Isso fez com que o Sul apresentasse mais inflação, ganhos no salário real, além de déficits comerciais cada vez maiores. Agora, que supostamente chegou a hora de reverter esses fluxos, os países do Sul terão de exportar mais e importar menos. Mas não terão a ajuda do câmbio nominal, que não pode se desvalorizar por estar atrelado ao do Norte. O ajuste terá de ser feito nos preços, o que tende a ser mais custoso.

A próxima década se caracterizará por uma redução nas dívidas públicas das economias avançadas

Embora a grande maioria dos meteorologistas enfatize esse segundo fenômeno, eu tenho minhas dúvidas sobre sua relevância quantitativa. Minha impressão pessoal é que faria pouca diferença, em termos de sofrimento econômico, se a Espanha pudesse desvalorizar sua moeda. O caso atual do Reino Unido, cuja moeda teve desvalorização de mais de 25% nos últimos anos, e



sufre do mesmo mal de desaceleração econômica, suporta minha intuição.

Outra discordância minha com relação aos analistas que apostam no fim da União Europeia refere-se à solução para o problema do endividamento excessivo. Em minha opinião, o problema é menos grave do que parece. Eu acredito que a próxima década se caracterizará por uma redução nas dívidas públicas das economias avançadas que será tanto expressiva como discreta. Tenho em mente o que ocorreu no pós-guerra em vários países desenvolvidos, usualmente denominado de "repressão financeira".

Nos EUA, por exemplo, a dívida reduziu de 120% para 60% do PIB entre 1946 e 1956. Nesse período, o crescimento da economia americana esteve em 3,5% em média, que era considerado normal, dando o crescimento vegetativo da população daquela época. O superávit primário, diferença entre arrecadação e gastos do governo, foi positivo, mas nada de extraordinário. O que realmente causou a redução da dívida foram os juros, que estiveram consistentemente abaixo da inflação. Em média, os juros reais sobre a dívida foram próximos a -1%.

Eu acredito que veremos algo parecido. Juros reais negativos nos países avançados farão com que sua dívida aos poucos se evapore. Embora muitos não notem, isso já está a atualmente em curso. Nos EUA, os juros reais de dois anos estão em -1,6%. A dívida da Alemanha, veículo mais seguro de poupan-

ça para um europeu, paga inflação menos 1,5%. Não sei se isso está claro. Um jovem poupará, preocupado com sua aposentadoria daqui a vinte anos, vê sua riqueza desaparecer cerca de 1,5% a cada ano que passa. Se isso permanecer assim, no final do período ele terá somente três quartos do que poupará.

Agora deixe-me mostrar o clima no Oriente Médio, em particular no Estreito de Ormuz. Apesar de estar longe das economias avançadas, esse pedaço do globo tem o poder de influenciar o clima econômico de todo o mundo. Afinal, por ali passam cerca de 17% do petróleo mundial.

Sabemos que o atual embargo ao Irã está machucando, criando falta de alguns produtos, inflação, e reduzindo bastante a receita governamental, que se baseia fortemente na venda de petróleo. Também sabemos que uma das únicas especialidades industriais do Irã é a produção de um cimento particularmente duro, que serve para tornar o centro de enriquecimento de urânio imune a armamentos convencionais. Escuta-se que vários líderes árabes temem que o Irã finance o surgimento de novas primaveras que ameaçam seus governos, e estariam incentivando Israel a atacar.

Agora, será mesmo que Israel vai bombardear o Irã com bomba atômica? Será que o embargo fará com que o Irã feche temporariamente o estreito de Ormuz, causando uma ruptura no fornecimento de óleo?

Acho que não, mas confesso que isso está completamente fo-

ra da minha área de especialidade. É como perguntar para um meteorologista se um meteoro irá atingir a Terra. O que eu posso dizer, com meus modelos, é o impacto que essa colisão teria. Uma queda permanente na produção de petróleo de 1 milhão de barris por dia está tipicamente associada a uma elevação no preço de petróleo de 15%, e a uma queda no PIB mundial de cerca de 1,5%. Para se ter uma ideia, o Irã produz 4 milhões de barris de petróleo por dia. Ou seja, é facilmente construir cenários de "Armagedon" econômico.

Os impactos de um choque transmitido pelo canal financeiro tendem a ser bem mais perniciosos

Para terminar minha viagem pelo globo, a China. O clima parece bom. Estava muito quente e agora está ficando mais fresco. Tenho imensa dificuldade de saber o que ocorrerá por lá, pois meu ferramental tem baixíssimo poder de previsão naquela zona.

Mais do que a questionável confiabilidade dos dados, o problema é que o clima por lá não parece seguir as usuais regras da termodinâmica.

Sabemos que a China irá mudar seu padrão de desenvolvimento. Durante os últimos anos, seu crescimento esteve completamente baseado nas exportações e nas elevadas taxas de investimento, enquanto o consumo interno chinês continuamente caiu, como pro-

porção do PIB. Essa forma de crescer é claramente insustentável no longo prazo. Um dos problemas é que a China começa a saturar o mercado internacional. A queda de preço de seus produtos, associada à acumulação de reservas internacionais, necessária para manter o renminbi desvalorizado, deixam de ser economicamente interessantes. Outro problema é que na ânsia de manter os investimentos sempre fortes, para estimular o crescimento, a China passou a investir em projetos com baixa taxa de retorno. Trens bala que levam a lugar nenhum, capacidade produtiva siderúrgica muito acima do necessário.

O Politburo chinês já percebeu que o rebalanceamento do crescimento, com elevação do consumo interno, é imprescindível. Este rebalanceamento levará a um menor crescimento. O realmente difícil é saber se isso ocorrerá de forma abrupta ou não. Na falta de evidência contrária, acredito que a mudança de clima será suave, como foi no passado. O efeito dessa paulatina queda de temperatura sobre as economias desenvolvidas será brando.

Antes de concluir, uma reflexão sobre o que esse clima mundial significa para o Brasil. Evidentemente há uma conexão entre as economias mundiais, assim como há entre os climas. Mas, dependendo do canal de transmissão, os efeitos sobre o Brasil de um problema que ocorra no resto do mundo podem ser grandes ou pequenos.

Uma desaceleração nas economias do Sul da Europa causará redução nas exportações brasileiras para aquele destino. Contudo, os choques que se propagam pelo comércio internacional têm efeitos diminutos sobre a economia brasileira, até porque ela é bastante fechada. Já a quebra de um grande banco italiano causada por um calote na dívida soberana terá imenso impacto sobre nós. Devido à interligação do sistema bancário global, os impactos de um choque transmitido pelo canal financeiro tendem a ser bem mais perniciosos.

Em minha análise das economias avançadas pelo mundo, vejo bastante nebulosidade, mas pouca probabilidade de desastre natural.

Minha impressão é que o Banco Central Europeu não permitirá que a crise dos países periféricos leve a uma quebra de sistema financeiro, como a ocorrida em 2008. Entendo que o objetivo é deixar o mercado disciplinar os governos da Itália e Espanha, para que continuem se esforçando em equilibrar suas contas, mas não permitir que a saúde de seus bancos seja comprometida. Se estiver correto, isso significa que não haverá outra crise financeira. Consequentemente, os impactos sobre o Brasil serão relativamente suaves, assim como o aquecimento global.

Vou concluir. No primeiro parágrafo eu sugeri que você, empresário e investidor, saia de casa sem guarda-chuva. Depois eu mostrei minha previsão de tempo para os diversos lugares do mundo. Talvez você tenha ficado preocupado com a quantidade de nuvens e esteja pensando em cortar seus investimentos. Mas não é isso que eu recomendo.

O trabalho do macroeconomista é de se preocupar, de ficar vendendo problema em tudo, de dizer que a próxima crise é iminente. Quando, apesar desse esforço, o máximo que consigo é achar que o tempo ficará nublado, sinto-me frustrado. Sempre há risco de chuva, e não há novidade nisso. Mas também há possibilidade que o sol apareça. E quem estiver segurando um guarda-chuva não poderá aproveitar a praia.

Fábio Kanczuk é professor da Faculdade de Economia e Administração (FEA-USP) e um dos autores do blog www.aconscienciadetresliberais.blogspot.com