

O dilema da dívida

Michael Roberts

10/05/2020

Foi mencionado muitas vezes no blog *The next recession* que o aumento da dívida global reduz a capacidade das economias capitalistas de evitar quedas e de encontrar uma maneira rápida de se recuperar quando elas acontecem (veja-se o capítulo “A importância da Dívida” do *A Longa Depressão*).

Como Marx explicou, o crédito é um componente necessário à lubrificação das rodas da acumulação capitalista, pois permite que os investimentos em projetos maiores e mais longos sejam financiados quando os lucros reciclados não são suficientes. O crédito permite, portanto, uma circulação mais eficiente do capital destinado ao investimento e à produção. Mas o crédito se torna dívida; assim, embora possa ajudar a expandir a acumulação de capital, caso os lucros não sejam suficientes para servir a essa dívida (ou seja, para pagar o principal e os juros aos credores), a dívida se torna um fardo que consome os lucros e a capacidade de expansão do capital.

Além disso, duas outras coisas acontecem. Para cumprir as obrigações da dívida existente, as empresas mais fracas são forçadas a tomar mais empréstimos para cobrir o serviço da dívida; é assim que a espiral da dívida cresce e se alarga. Além disso, o retorno frente aos riscos de emprestar pode ficar agora mais alto do que investir em capital produtivo, especialmente se o credor for o governo, um devedor muito mais seguro. Assim, aumenta a especulação em ativos financeiros na forma de títulos e outros instrumentos de endividamento. Mas se houver uma crise na produção e no investimento, talvez em parte causada pelos custos excessivos do serviço da dívida, a capacidade das empresas capitalistas de se recuperar e iniciar um novo boom será enfraquecida por causa do ônus da dívida.

Na atual crise coronariana, a queda na produção vem acompanhada por uma alta dívida global, pública, corporativa e doméstica. O *Institute of International Finance*, um órgão do sistema financeiro internacional, estima que a dívida global, pública e privada, superou US\$ 255 trilhões no final de 2019. Esse montante é US\$ 87 trilhões maior do que aquele do início da

crise de 2008 e, sem dúvida, será muito, muito mais alto como resultado dos dispêndios necessários para enfrentar a pandemia. Como afirmou Robert Armstrong, do *Financial Times*: “a pandemia representa riscos especialmente grandes para as empresas com balanços altamente alavancados, um contingente que agora inclui grande parte do mundo corporativo. No entanto, a única solução viável de curto prazo é emprestar mais, sobreviver até que a crise passe. Eis o resultado previsível: as empresas enfrentarão a próxima crise com pilhas de dívidas, numa situação ainda mais precária”.

Como Armstrong ainda ressalta, “nos EUA, a dívida corporativa, não financeira, era de cerca de US\$ 10 trilhões no início da crise. Nunca foi tão grande no passado; eis que chegou agora a 47% do PIB. Sob condições normais, isso não seria um problema, porque as taxas de juros agora muito baixas tornaram as dívidas mais facilmente manejáveis. Os diretores das corporações, quando decidiram no passado elevar a alavancagem de suas empresas, obedeceram apenas aos incentivos dos mercados. Como os custos das dívidas eram baratos e dedutíveis dos impostos a serem pagos, tomar mais dinheiro emprestado aumentava os ganhos. Mas no estalar da crise, qualquer que sejam os seus custos de carregamento, elas se tornam um grande problema. À medida que as receitas despencam, os pagamentos de juros aumentam. Os vencimentos da dívida tornam-se ameaças mortais para as empresas. A possibilidade de contágio aumenta e o sistema entra em estado de choque.”

É assim que ele continua a sua análise da situação atual: “isso está acontecendo agora e, como sempre acontece nessas circunstâncias, as empresas estão buscando mais dívidas para se manter à tona. Em abril deste ano, as empresas americanas venderam US\$ 32 bilhões em dívidas classificadas como podres, o maior nível mensal em três anos.” Armstrong não sabe o que fazer. “Conter o endividamento das corporações regulando os emprestadores não vai funcionar. Após a crise financeira, os requisitos de capital dos bancos ficaram mais rígidos. A alavancagem simplesmente escorregou dos balanços bancários para ressurgir no sistema bancário paralelo. Um passo mais promissor seria acabar com a dedutibilidade fiscal dos juros. Privilegiar um conjunto de provedores de capital (credores) em detrimento de outro (acionistas) não parece fazer sentido, pois incentiva a dívida.”

Martin Wolf, o guru econômico do *Financial Times*, acha que tem uma resposta. Para ele, o problema é que há muita poupança no mundo, assim como gastos insuficientes. Ora, esse “excesso de poupança” significa

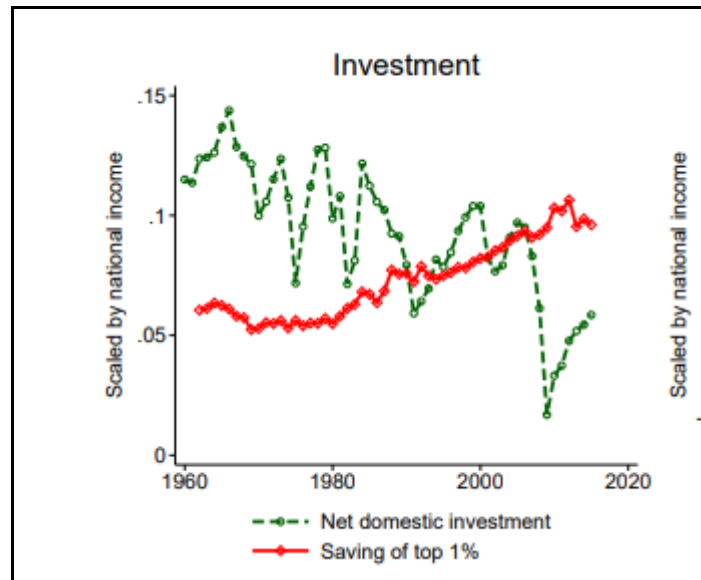
que os devedores podem tomar empréstimos a taxas de juros muito baixas, escalando as dívidas numa espiral para cima e sem fim previsível. Wolf baseia a sua análise num escrito de dois economistas “*mainstream*”, Atif Mian e Amir Sufi. Há alguns anos, eles escreveram um livro intitulado *House of Debt*, o qual já foi resenhado na época de seu lançamento. Esse escrito foi considerado pelo guru keynesiano, Larry Summers, como “o melhor livro deste século”!

Para os autores, a dívida é o principal problema das economias capitalistas; em consequência, tudo o que é preciso fazer é encontrar um meio de resolvê-la. O que é estranho no argumento deles é que, embora reconheçam que a dívida do setor público não causou a Grande Recessão, tal como os economistas neoliberais partidários da austeridade costumam reivindicar, eles atribuem-na não às dívidas das empresas e ao pânico financeiro, mas ao aumento das dívidas das famílias.

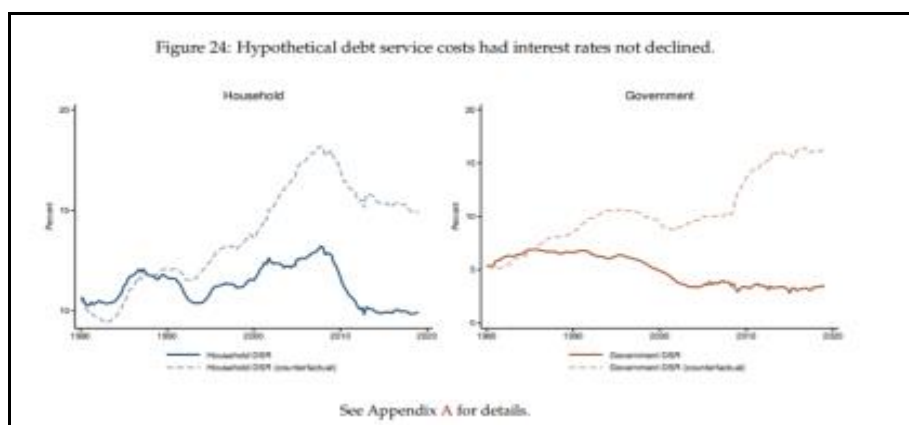
Eis o que afirmam: “tanto a Grande Recessão quanto a Grande Depressão foram precedidas por um grande aumento da dívida das famílias... E todas as depressões começaram com uma grande queda nos gastos das famílias”. Mian e Sufi mostram, por meio de uma série de estudos empíricos, que quanto maior a dívida em uma economia, maior será o tombo nos gastos dos consumidores quando as crises sobrevêm. Assim, eles não observaram que vem a ser a queda do investimento empresarial que pressagia as crises na produção capitalista – e não uma queda nos gastos das famílias. Há, como se sabe, muitas evidências empíricas sobre esse fato.

Em seu livro, Mian e Sufi não forneceram a razão do aumento inexorável da dívida, corporativa e familiar, a partir do início dos anos 80. Agora, em novos estudos, citados por Martin Wolf, eles vêm oferecer uma razão. A espiral da dívida (doméstica) foi causada pelo enriquecimento dos ricos e pela elevação de sua poupança, enquanto os pobres obtiveram menos renda adicional e, por isso, economizaram menos. Os ricos não investiram essa riqueza extra em investimento produtivo; diferentemente, estesouraram ou aplicaram esses recursos em especulações financeiras, ou ainda os emprestaram aos mais pobres por meio de hipotecas para que eles pudessem adquirir imóveis. Assim, a dívida das famílias cresceu devido a um excesso de poupança dos ricos.

Os ricos ficaram mais ricos e pouparam mais, mas os investimentos em ativos produtivos não aconteceram. Logo, o “excesso de poupança” dos ricos foi a causa do baixo investimento e do baixo crescimento da produtividade nas economias capitalistas mais avançadas.



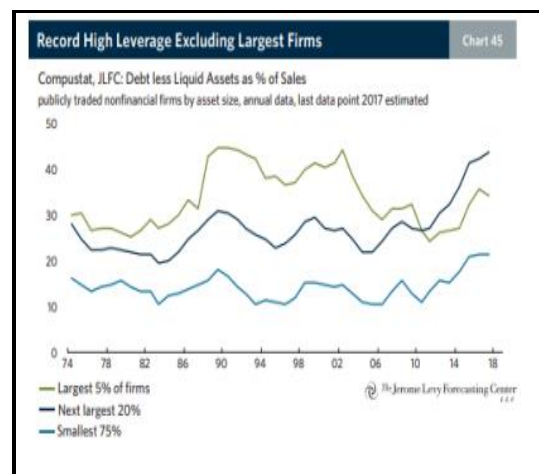
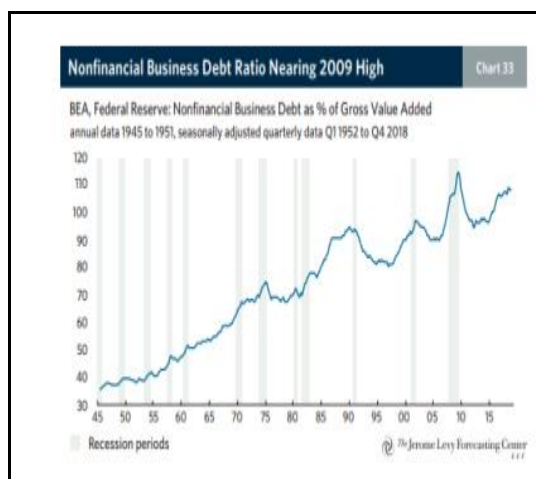
Em seu segundo artigo, Mian e Sufi argumentam que as famílias mais pobres tomaram mais empréstimos porque, por um lado, foram forçadas a isto pelos baixos rendimentos e, por outro, foram incentivadas por baixas taxas de juros. A dívida das famílias subiu ao ponto de reduzir a “demanda agregada”. E isto desacelerou o crescimento econômico produzindo uma “estagnação secular”. A teoria da “demanda dos endividados” afirma o seguinte: “se a demanda agregada provém de famílias suficientemente endividadas, a economia fica presa em uma armadilha de liquidez ou numa “armadilha de endividamento”.



Wolf cita outra versão do mesmo argumento. Neste outro, muita dívida é causada por muita poupança, o que causa as crises do capitalismo. Ele provém, como se sabe, da escola pós-keynesiana que se baseia em Minsky. David Levy, chefe do *Jerome Levy Forecasting Centre*, argumenta

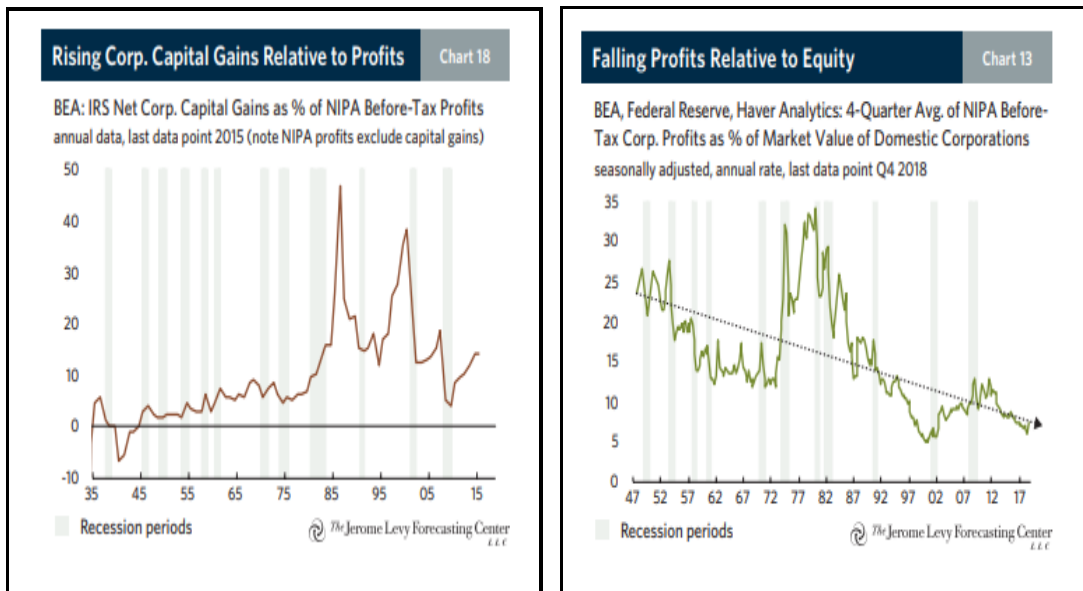
em um seu artigo, denominado *Bolha ou Nada (Bubble or Nothing)*, que “a dívida agregada cresceu mais rapidamente do que a renda agregada” e isto tornou “a atividade financeira cada vez mais perigosa, exigindo comportamentos cada vez mais arriscados dos investidores”. Levy, seguindo o argumento de Minsky, vê o risco crescer não tanto devido ao tamanho da dívida, mas em sua crescente fragilidade.

Porém, ao contrário de Mian e Sufi, Levy aponta corretamente para a importância do aumento da dívida corporativa – não para a elevação da dívida das famílias. Ora, a relação dívida/valor agregado bruto referente ao setor corporativo não financeiro está perto de um novo recorde histórico (gráfico abaixo à esquerda).



“Além disso, se forem excluídos os 5% relativos às maiores empresas listadas, o cenário da alavancagem nas corporações torna-se ainda mais extremo e mais preocupante (gráfico 45). Uma indicação do risco associado a esse aumento da alavancagem corporativa é o grande aumento na proporção de empresas com classificações de risco apenas um pouco acima das mais baixas possíveis, nos últimos 10 anos.” (Gráfico acima à direita).

Em adição, Levy mostrou que “desde meados da década de 1980, a economia dos Estados Unidos vem se arrastando por meio de uma série de ciclos cada vez mais dominados por imperativos dos balanços. Eis que cada ciclo envolveu, em medida crescente, empréstimos imprudentes e especulação com ativos. Ora, isto gerou crises financeiras, pressões deflacionárias e fraqueza econômica prolongada”. Em outras palavras, em vez de investir em ativos produtivos, as empresas dedicaram-se às fusões e às especulações financeiras. Assim, grande parte de seus lucros passaram a vir cada vez mais de ganhos de capital, ao invés de lucros obtidos da produção de mercadorias (gráfico abaixo e à esquerda).



A lucratividade (gráfico acima e à direita) em relação ao valor das empresas – considerando-se aquele pelo mercado acionário –, caiu acentuadamente, isto é, mais precisamente, o valor de mercado das empresas cresceu desmedidamente em comparação com os ganhos anuais obtidos na produção mercantil.

Levy conclui que “sem esse tipo de expansão do balanço (isto é, por meio da compra de ativos financeiros), tornou-se extremamente difícil para as empresas obter os lucros necessários ao próprio funcionamento. Além disso, uma vez alcançados esses lucros, torna-se extremamente difícil impedir que as famílias e as empresas respondam tomando empréstimos para fazer investimentos, o que assim reativa a expansão do balanço e pondo a perder todo o objetivo inicial. Eis aí, portanto, a razão do título *Bolha ou Nada*”.

O que realmente aprendemos com tudo isso? Mian e Sufi enfatizam o aumento da desigualdade a partir da década de 1980, uma transferência da renda dos mais pobres para os 1% mais altos, o que levou a um aumento da dívida das famílias de um lado e um excesso de poupança do outro. Mas eles não explicam por que houve uma desigualdade crescente no início dos anos 80; ignoram também o aumento da dívida corporativa que é certamente mais relevante para a acumulação de capital e, assim, para a economia capitalista. A dívida das famílias aumentou por causa dos empréstimos hipotecários a taxas mais baixas, mas isso ocorreu como resultado da mudança na natureza da acumulação capitalista dos anos 80 – não foi, não, a sua causa.

Ora, na verdade, os próprios Mian e Sufi sugerem isso. Eles observam que o aumento da desigualdade desde o início dos anos 80 “refletiu mudanças na tecnologia e na globalização que começaram nos anos 80”. Exatamente. O que aconteceu no início dos anos 80? A lucratividade do capital produtivo alcançou um nível muito baixo na maioria das principais economias capitalistas (há evidência avassaladora nesse sentido – veja-se o livro *World in Crisis*).

A profunda queda ocorrida em 1980-2 dizimou os setores manufatureiros do norte global e enfraqueceu os sindicatos por uma geração. Foi assim estabelecida as condições para as chamadas políticas neoliberais, as quais tentaram aumentar a lucratividade do capital por meio do aumento da taxa de exploração. Essas condições exigiram também uma troca de capital dos setores produtivos do 'norte global' para o 'sul global' e para a expansão do capital fictício do setor financeiro. A busca de lucros com base no dinheiro emprestado e, assim, metabolizado na forma de títulos e ações reduziram as taxas de juros e aumentaram os ganhos de capital, assim como os preços das ações. As empresas lançaram um programa interminável de recompra de suas próprias ações para aumentar os preços das ações tomando empréstimos para fazê-lo.

Mas isso não reduziu a “demanda agregada”; pelo contrário, o consumo das famílias subiu para patamares mais altos. O que acabou com esse boom especulativo de crédito foi a diminuição da lucratividade do capital a partir do final dos anos 90, levando à leve explosão do setor de “alta tecnologia” de 2001 e, eventualmente, ao colapso financeiro e à grande recessão de 2008. Poupança em “excesso” é realmente o outro lado da “falta de investimento”. A baixa rentabilidade em ativos produtivos produziu uma bolha especulativa alimentada por dívidas em ativos fictícios. As crises não são o resultado de um déficit de “demanda endividada”; mas são causados por um déficit de rentabilidade.

Mas como o capitalismo sai dessa armadilha da dívida? Ora, esse é o dilema da dívida.

Wolf, Mian e Sufi consideram que isso deve ocorrer por meio de uma redistribuição de renda. Wolf cita, então, Marriner Eccles, chefe do Federal Reserve dos EUA na Grande Depressão da década de 1930. Em 1933, Eccles disse ao Congresso: “É do interesse geral de todo... que devemos extrair deles uma quantidade suficiente de seus excedentes para permitir que os consumidores consumam e os negócios operem com lucro.” Como vê, parece ser do interesse dos ricos deixar que o governo gaste parte de seu dinheiro para ajudar os pobres a aumentar o consumo.

Mian e Sufi, por sua vez, dizem: “Escapar de uma armadilha da dívida exige a adoção de políticas macroeconômicas menos padronizadas, como aquelas focadas na redistribuição ou naquelas que reduzem as fontes estruturais de alta desigualdade”. Portanto, nessa perspectiva, é preciso reduzir a alta desigualdade tendo em mente as suas “fontes estruturais”. Ou seja, isso significa atacar os problemas estruturais, tais como a crescente concentração e centralização dos meios de produção e das finanças e não apenas uma crescente desigualdade de renda.

De fato, Wolf parece ter uma visão mais radical: “agora, na crise do Covid-19, surgiu uma enorme oportunidade para substituir os empréstimos do governo às empresas por compras de ações. De fato, como as taxas de juros atuais são ultra-baixas, os governos poderiam criar fundos instantâneos de riqueza soberana com pouco custo!” Portanto, o Estado deve intervir e comprar as ações dessas empresas com grandes dívidas, as quais já não podem pagar. Ora, na verdade, isso significa que os governos vão passar a comprar as empresas fracas que já são “zumbis”, deixando as empresas poderosas e lucrativas intocadas. Trata-se, pois, de um governo que visa salvar o capitalismo, não o substituir. Aqui Wolf segue de perto a linha do próprio *Financial Times* segundo a qual “o livre mercado deve ser protegido no correr da pandemia, com intervenção estatal sensata e direcionada para ajudar o capitalismo a se levantar e prosperar após a crise”.

Por outro lado, Levy é pessimista quanto à existência de uma solução que evite um certo declínio: “não existe um conjunto realista de políticas federais para resolver, sem outros problemas, o dilema dos balanços inchados com títulos financeiros, nem um plano de como devem ser as políticas ideais”. Marx concordaria que a única saída dessa crise é por meio da crise. É ela que pode destruir o capital em excesso no sistema. O ex-chefe do FMI, Dominic Strauss Kahn, acredita que os estrategistas do capital devem apenas permitir uma liquidação das “empresas zumbis” mesmo se o desemprego vai subir. Eis que “a crise econômica, destruindo o capital, pode fornecer uma saída. As oportunidades de investimento criadas pelo colapso de parte do aparato de produção, como o efeito nos preços das medidas de apoio, podem reviver o processo de destruição criativa descrito por Schumpeter.”

Acabar com a espiral da dívida e do capital fictício exigirá muito mais do que tributar mais os ricos ou comprar empresas mais fracas mediante o endividamento do governo. Como diz Wolf: “Teremos que adotar alternativas mais radicais. Uma crise é um excelente momento para mudar

de rumo. Vamos começar agora.” Ele pretende apenas salvar o capitalismo; não deseja obviamente substituí-lo por um sistema econômico voltado para os interesses gerais da sociedade.