

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

Um Estudo Acerca da Secular Stagnation

Aluno: Fabio Cortes Pinheiro Turazzi

Matrícula: 1111375

Professor Orientador: Tiago Berriel

11/2015

Período: 2015.2

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Um Estudo Acerca da Secular Stagnation

Aluno: Fabio Cortes Pinheiro Turazzi

Matrícula: 1111375

Professor Orientador: Tiago Berriel

11/2015

Período: 2015.2

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Sumário

1. Introdução
2. Revisão Bibliográfica
3. História da teoria
 - 3.1. Grande Depressão – Dificuldades na Retomada do Crescimento
 - 3.2. Considerações Sobre o Crescimento Populacional
 - 3.3. Níveis de Investimento
 - 3.4. A 2ª Guerra Mundial e o Cenário Econômico
 - 3.5. O Retorno do Debate
4. O Lado da Demanda
 - 4.1. Incentivos a Investimentos
 - 4.2. Taxas de Juros de Equilíbrio
 - 4.3. O Caso Americano
 - 4.4. O Caso Europeu
 - 4.5. O Caso Japonês
5. O Lado da Oferta
 - 5.1. Produtividade
 - 5.2. Demografia
6. Conclusão
7. Referências Bibliográficas

Gráficos e Tabelas:

Grafico 1

Parcela do PIB Referente à Formação Bruta de Capital Fixo

Grafico 2

Taxas de Juros Reais (média mundial)

Grafico 3

Federal Funds Rate de 1991 a 2015

Grafico 4

Trajetória do PIB Americano e Projeções

Grafico 5

Taxa de Juros do BCE de 1991 a 2015

Grafico 6

Trajetória do PIB Europeu e Projeções

Grafico 7

Taxa de Juros do BCE de 1991 a 2015

Grafico 8

Crescimento da Produtividade (relação PIB por horas trabalhadas)

Grafico 9

Participação da População na Força de Trabalho (Estados Unidos)

1. Introdução

Essa monografia consiste em um estudo acerca da teoria da secular stagnation, originada durante a Grande Depressão, porém retomada no cenário macroeconômico atual. A teoria se propõe a explicar as dificuldades na retomada do crescimento econômico dos países após os dois choques econômicos ocorridos, sendo estes a crise de 1929 e a crise financeira gerada pela crise imobiliária americana.

A versão mais moderna da teoria resgata argumentos utilizados por Alvin Hansen em sua origem, porém somada a questões relacionadas a tendências modernas das economias. Uma soma de fatores é utilizada pela teoria para explicar problemas de demanda e oferta agregada, e por esse motivo o simples ajuste através de política monetária convencional se mostraria ineficiente.

Ao explorar mais a fundo as questões centrais do debate, fica evidente a necessidade de uma pluralidade de políticas que gerem incentivos relacionados a questões como investimento e produtividade nas economias para a retomada do crescimento econômico. Serão debatidas nos próximos capítulos as diferentes origens dos problemas enfrentados atualmente, oferecendo uma visão geral das barreiras enfrentadas atualmente pelos países mais afetados, além de embasar especulações sobre possíveis cenários futuros.

2. Revisão Bibliográfica

Hansen(1938) apresentou os primeiros argumentos sobre a ‘secular stagnation theory’ em sua análise de uma recuperação preocupante da crise de 1929. Durante a grande depressão, o então presidente da American Economic Association alertou que uma redução no crescimento populacional para até metade da década anterior, com previsões ainda piores, e o envelhecimento da população estariam gerando problemas de demanda agregada, suprimida por um excesso de oferta de poupança. A economia necessitaria de investimentos fortes e saudáveis para retornar ao pleno emprego, que são encorajados por três principais fatores: invenções, descoberta de novos territórios e recursos, e crescimento populacional. Seu argumento é de que a queda recente no terceiro fator estaria dificultando a recuperação, e de que taxas de juros baixas não seriam suficientes para gerar o investimento necessário. Políticas monetária e fiscal poderiam então não prover uma resposta duradoura. A ideia central é de que para atingir a recuperação desejada a economia necessitaria de reais e fortes incentivos de lucro para investimento privado, o que não seria corrigido apenas com expansão fiscal ou juros menores, e por não acreditar que o momento propiciaria tais incentivos, Hansen propõe a secular stagnation.

A hipótese perdeu forças com o início da 2ª Guerra Mundial, que aqueceu a demanda agregada, gerou incentivos de investimento necessários, além de ser seguida por um “baby boom”, acabando com os problemas evidenciados por Hansen. A teoria, no entanto, encontrou nova versão recentemente.

Summers(2014) apresenta argumentos de que um equilíbrio semelhante ao que preocupou economistas no século passado pode estar ocorrendo. A crise financeira gerada pelo estouro da bolha imobiliária americana evidenciou uma deficiência de demanda agregada já existente, e níveis de GDP encontram dificuldades em retornar ao seu potencial após a queda. Além de uma redução do crescimento populacional (e com ela o envelhecimento da população), o autor mostra a queda razão emprego/população ativa, que esta tendo também dificuldades em retornar à tendência. Política de juros baixos não tem mostrado eficiência em reverter o efeito ou incentivar investimento, e o argumento é de que a economia, no equilíbrio que se encontra, precisaria de taxas reais até negativas para reajustar-se. Em suas considerações finais são apresentados complicados caminhos a serem trilhados como “solução”, taxas de juros ainda menores

que trariam potencial instabilidade econômica e política fiscal expansionista (sem aumento em impostos para incentivar consumo e demanda) que geraria endividamento público.

Eggertsson e Mehrotra (2014) propõem um modelo com equilíbrio persistente por períodos quando não há força de correção do desemprego. Um ponto central do modelo é de que um choque negativo de alavancagem da economia (calculado por uma redução de D_h para D_l na dívida máxima) como o propiciado pela crise pode levar a um choque permanente na taxa de juros real de equilíbrio, e também um aumento na desigualdade de renda e reduções no crescimento populacional podem ter efeitos semelhantes, amplificando o resultado final. Com isso, teríamos perspectivas semelhantes às de Larry Summers em seu discurso à IMF. Os autores embutem em seu modelo o efeito enrijecedor Keynesiano de salários nominais decrescentes para adicionar fricção no mercado de trabalho. Os resultados finais oferecem um equilíbrio de secular stagnation, além da explicitação da necessidade de mecanismos de ajuste para reverter a situação e a importância de não se manter uma atitude passiva perante o problema.

Tentativas de ajuste por política monetária se mostram necessárias, uma vez que se apresentam evidências de queda na taxa de juros real de equilíbrio. O principal argumento de Wolff (2014), no entanto, é sobre os riscos de instabilidade financeira que uma taxa que tende a zero pode trazer. O autor critica o argumento de Blanchard de que maior inflação poderia ter sido estimulada antes da crise para atuar no problema de demanda, uma vez que isso seria tentar combater o problema usando o que o causou, o que segundo o autor teria impacto ainda pior no resultado final. O preço de instabilidade e formação de bolhas pago pelo uso puramente de política monetária seria alto, e por isso Wolff sugere que a mudança deve ser feita a nível estrutural. Reforma em fatores estruturais, realmente provendo oportunidades de investimento, se mostra um caminho mais interessante para a recuperação.

A necessidade de reformas estruturais é também vista pelo próprio Lawrence Summers, que a abordou em um artigo publicado recentemente no Financial Times. No artigo, Summers reconhece que o problema não está limitado à deficiência de demanda, mas que existem também barreiras do lado da oferta agregada. O ponto é de que mesmo com a queda para 6.1% no desemprego (de um pico de 10%), os níveis de crescimento continuam longe de sua recuperação, e isso é indicativo de que a demanda está

avançando, porém o crescimento da oferta potencial é fraco. A participação no mercado de trabalho apresenta tendência de queda, e sua redução pode explicar parte da queda drástica no desemprego. Summers argumenta, no entanto, que eventualmente os custos crescentes de salários e a dificuldade crescente de encontrar trabalhadores frearão a redução do desemprego, e nesse momento a economia será segurada por falta de oferta potencial, e não demanda. O enfraquecimento da oferta potencial ao longo do tempo tem motivos que serão discutidos à frente conforme as reformas necessárias forem ser postas em prática, dentre o envelhecimento da população, fim da tendência positiva da participação das mulheres, e exaustão dos ganhos de uma força cada vez mais educada. O ponto do artigo tira credibilidade de um ajuste puramente fiscal e monetário, evidenciando a importância de uma recuperação através de reformas estruturais, com foco em aumentar produtividade de capital e trabalhadores, aumentar incentivos à participar produtivamente da força de trabalho, investimentos em infraestrutura, incentivo a exploração de novos recursos de energia, reforma tributária para correção de incentivos ruins, dentre outros.

3. História da Teoria

3.1. Grande Depressão - Dificuldades na Retomada do Crescimento

Após a Grande Depressão começou a configurar-se um cenário de recuperação complicada e conturbada, o que gerou um momento de incerteza na economia americana. As dificuldades na retomada de crescimento até uma década depois do início da crise e a ineficácia na tentativas de reversão geraram especulação sobre o cenário instaurado.

Alvin Hansen, então presidente da American Economic Association, cunha o termo “secular stagnation” em 1938 no seu discurso denominado “Economic Growth and Declining Population Growth. Nele, Hansen explicita sua crença em que a o momento não representa apenas um momento de forte contração de ciclo econômico, mas sim uma ruptura nele, onde a escassez de recursos, declínio drástico no crescimento populacional e fraca inovação tecnológica impedem a retomada do crescimento. Seu discurso é de que o momento pede um olhar além da problemática das flutuações cíclicas da economia, alertando para a possibilidade de uma mudança estrutural na economia.

Em seu discurso publicado na American Economic Review, é proposta uma discussão acerca das características de uma mudança na economia americana. Argumenta-se que mudanças estruturais nas economias de muitos países estariam afetando o ciclo, o que geraria um momento de ruptura com significância de sua essência comparada à da Revolução Industrial. A era do crescimento exacerbado como norma daria lugar a um cenário mais estagnado.

Tentativas de ajustes através de política monetária se mostravam ineficientes. A redução no crescimento populacional e o excesso de oferta poupança sobre investimentos teriam levado a taxa de juros de equilíbrio a um nível muito baixo, estando possivelmente negativa. A taxa de juros praticada estava então acima da taxa de equilíbrio, gerando um enfraquecimento da demanda agregada. Política monetária expansionista não estava obtendo resposta da economia, e o crescimento do PIB seguiu desacelerado.

3.2. Considerações Sobre o Crescimento Populacional

O primeiro ponto relevante é a queda na taxa de crescimento populacional para até metade da observada na década anterior, com previsões de cair para um terço da mesma na década seguinte. O argumento central é de que o crescimento populacional observado no século XIX era circunstancial, resultado do progresso da ciência moderna e dos meios de transporte, com seu pico encontrado no período que se deu após a Primeira Guerra Mundial. Sob um olhar Malthusiano da economia, o crescimento populacional baixo pode trazer interpretações otimistas a um cenário macroeconômico, e a tendência que se configurava antes da queda realmente poderia trazer complicações relacionadas às limitações dos recursos, mas a ruptura para esse novo ritmo de crescimento trazia a necessidade de políticas econômicas apropriadas para evitar possíveis distorções que a acompanhassem.

É necessário então olhar de forma mais dinâmica para a problemática do crescimento populacional, como a proposta por Adam Smith. Se for levada em consideração a sua relação com o crescimento da força de trabalho e, com isso, a produtividade da economia, vemos um efeito cíclico que gera um aumento da demanda por mão de obra, através de um aumento nos estoques da capital que impulsionam aumento nos salários, o que resulta finalmente em crescimento econômico.

É evidenciada a necessidade então de atentar à relação entre o crescimento populacional, estoque de capital, e o progresso econômico. Hansen(1938) propõe destrinchar o crescimento em três fatores: a descoberta de novos territórios e recursos, o crescimento populacional e invenções, cada um destes gerando aumento nos investimentos e rápida acumulação de capital. A noção importante do papel do progresso econômico para manter o pleno emprego dos recursos passava a ser compreendida na corrente econômica mais recente, que não era problemática central em um momento de alto crescimento e investimentos, e desvios desse ponto ótimo apenas consistiam em flutuações de curto prazo que não mereciam maior atenção.

O cenário, no entanto, agora era diferente. A problemática do pleno emprego de recursos passou a preocupar no longo prazo, e se tornou questão mais central. As dificuldades na recuperação da crise de 1929 e uma situação consistente de desemprego evidenciavam um problema que requereria abordagem condizente. A relação entre pleno emprego e renda potencial, com a necessidade de altos níveis de investimento,

evidencia como a ausência de um estoque de capital grande e crescente resultou em uma defasagem na utilização dos recursos de capital e trabalho da economia.

3.3. Níveis de Investimento

A redução no crescimento populacional e envelhecimento da população estariam gerando problemas de demanda agregada, suprimida por um excesso da oferta de poupança. Para entender o efeito, deve-se olhar para a relação do crescimento populacional com os processos de *capital widening* e *deepening*. A ampliação no capital acumulado trazida pelo efeito do crescimento populacional no mercado de trabalho e na produtividade da economia amplifica o estoque de capital, enquanto seu aprofundamento está ligado a reduções de custo trazidas por progresso técnico e mudanças mais essenciais na configuração da oferta referentes à produtividade marginal do capital.

O crescimento populacional está intimamente relacionado com a determinação das características da oferta de acordo com o tipo de demanda gerado, tendo uma população em expansão a necessidade de investimentos altos ligados também a uma expansão de oferta imobiliária, enquanto uma população estática envelhecendo requer composição da oferta mais voltada para bens de consumo e serviços pessoais. Uma mudança drástica do primeiro cenário para o segundo poderia então explicar uma alteração na configuração final dos bens de consumo ofertados, gerando uma tendência de redução da relação de estoques de capital e oferta agregada.

O progresso técnico vinha trazendo benefícios através da exploração de novos territórios e redução da mortalidade (estimulando crescimento populacional), porém passou a não bastar para contrabalancear o problema da queda nas taxas de natalidade. O momento pedia avanços cada vez mais rápidos na tecnologia para assegurar o pleno emprego através da captação de investimentos. Uma questão aqui importante é a do efeito no desemprego gerado pelo progresso tecnológico, que pode gerar uma interpretação mal direcionada a uma necessidade de reduzir os incentivos a estes avanços. É importante olhar além desse efeito, levando em consideração que progressos obtidos com novas tecnologias trazem o potencial de novas indústrias e novos incentivos reais a investimento.

O direcionamento necessário à época é então de aceleração do progresso tecnológico, porém criando incentivos a investimentos adequados ao desenvolvimento. O ponto de Hansen sobre o investimento se respalda numa ideia de que novas indústrias geram novos investimentos estruturais, e com isso forte tendência de crescimento, como por exemplo o efeito gerado pelo surgimento e desenvolvimento da indústria automobilística em investimentos para construção de estradas e outras necessidades consequentes. Quando essa tendência expansiva chega ao fim, é necessário o surgimento de novas indústrias impulsionando novo desenvolvimento, e a década em que se encontravam parecia não estar encontrando uma nova etapa.

A teoria parecia não apresentar fácil saída, e o debate sobre estratégias macroeconômicas e estruturais para vencer a inércia era de variadas vertentes. Antes que a economia pudesse ver alguma dessas políticas sendo efetivas, um choque adverso ocorreu com o início da 2ª Guerra Mundial. Uma série de fatores que serão discutidos a seguir fizeram com que a teoria perdesse forças e o cenário econômico se revertesse se baseando na atividade econômica gerada pelos esforços de guerra.

3.4. A 2ª Guerra Mundial e o Cenário Econômico

Após uma década de recessão econômica, a teoria levantada por Alvin Hansen perdeu forças por conta de um choque externo não previsível em modelos. Com o início da Segunda Guerra Mundial, a configuração do cenário mundial mudou completamente. Como toda guerra, foi um momento de alto expansionismo fiscal por conta de gastos bélicos e militares, o que resultou em um aquecimento extraordinário das demandas agregadas dos envolvidos.

Fator central de causalidade no cenário descrito por Hansen, a tendência decrescente do crescimento populacional também encontrou reversão. Com o fim da guerra veio o fenômeno do “baby boom”, que fez com que a taxa de natalidade na década de 40 fosse 33% maior do que a anterior. Isso se somou ao cenário de reaquecimento econômico para reverter a situação de crise trazida pela Grande Depressão.

O debate então perdeu forças, e a retomada do equilíbrio veio de forma imprevisível. Os anos que seguiram o final da guerra foram de crescimento econômico e desenvolvimento industrial, com retomada de investimentos e fim da estagnação que

parecia ter se perpetuado. Caberia aos economistas da atualidade o descobrimento de vias de política macroeconômica para reverter o cenário, uma vez que voltasse a ocorrer.

3.5. O Retorno do Debate

A teoria, no entanto, reencontrou suas forças recentemente, com um cenário que lembra o observado no passado. Em 2014, Lawrence Summers apresentou argumentos quanto a situação econômica após a crise do subprime que traziam de volta o debate. Para ele, a crise financeira que seguiu o estouro da bolha imobiliária americana evidenciou um problema de crescimento que a própria bolha estava mascarando. Apesar dos Estados Unidos terem apresentado crescimento satisfatório durante o período de 2003-2007, é possível que as coisas fossem diferentes caso os padrões de crédito houvessem se mantido e a bolha não se desenvolvesse. É evidenciada então, com o estouro da bolha, uma defasagem demanda agregada, que reflete uma queda no crescimento da população economicamente ativa. Políticas de juros baixos não se mostraram suficientes para reduzir o desemprego trazido na década, e as economias europeias e a americana vêm encontrando dificuldades para retomar seu crescimento potencial.

O crescimento nos países europeus e nos Estados Unidos apresenta dificuldade de encontrar até suas novas estimativas mais pessimistas, o que cabe como argumento contra a possibilidade de uma economia atingir pleno emprego, estabilidade financeira e crescimento econômico através somente de política monetária convencional. O argumento central é de que as taxas de juros reais de equilíbrio, necessárias para equilibrar a poupança e investimento no pleno emprego, podem ter caído abaixo de zero. Supondo um choque financeiro que causa um aumento na propensão a poupar e redução na propensão a investir, as taxas de juros tendem a cair, tanto por forças do mercado quando por política monetária, equilibrando por fim poupança e investimento.

Em um momento em que taxas de juros de equilíbrio já vinham sendo historicamente baixas, é possível que o novo equilíbrio não seja praticável, podendo consistir em taxas reais excessivamente baixas, que trariam potencial instabilidade econômica, ou até negativas, que seriam impraticáveis. Mesmo que a taxa de equilíbrio não tenha efetivamente chegado à zero, as taxas muito baixas necessárias para reverter a situação

do crescimento com política monetária aumentariam a tomada de riscos dos investidores, algo que possivelmente estava em prática no período de 2003-2007. Vem então à tona o debate sobre as perspectivas e possibilidades de ajuste, em um momento de muita incerteza e crescimento persistentemente baixo.

4. O Lado da Demanda

As dificuldades na retomada do crescimento ilustram a dificuldade na captação de investimentos nas economias que enfrentam o problema atual. A baixa atratividade de investimentos gera um excesso de poupança, que abaixa a taxa de juros de equilíbrio das economias. O problema é agravado por conta da tendência já existente de queda nas taxas de juros, aumentando a dificuldade na correção da demanda através de redução de juros para obtenção do pleno emprego, visto que hoje os níveis necessários podem estar menores do que os praticáveis.

Desde o choque da crise, as economias americana e europeia vêm encontrando dificuldades de corrigir sua demanda agregada através de política monetária. Como foi debatido anteriormente, a ideia de que a taxa de juros de equilíbrio pode ter caído para níveis negativos pode ser problemática. Se for realmente o caso, isso significaria uma situação de armadilha de liquidez como a proposta por Keynes, porém agora com caráter menos temporário. A proposta keynesiana para resolver o problema seria através de expansão fiscal, que agiria reaquecendo a economia, que se recuperaria através do retorno do investimento e consumo. As opiniões sobre a aplicabilidade dessa receita na problemática atual, no entanto, são divididas.

Esse capítulo se propõe a levantar os motivos da tendência atual negativa das taxas de juros, além de explorar a questão da armadilha de liquidez nos dias de hoje. Além disso, serão discutidas as vias de resolução do equilíbrio atual pelo ponto de vista da alavancagem.

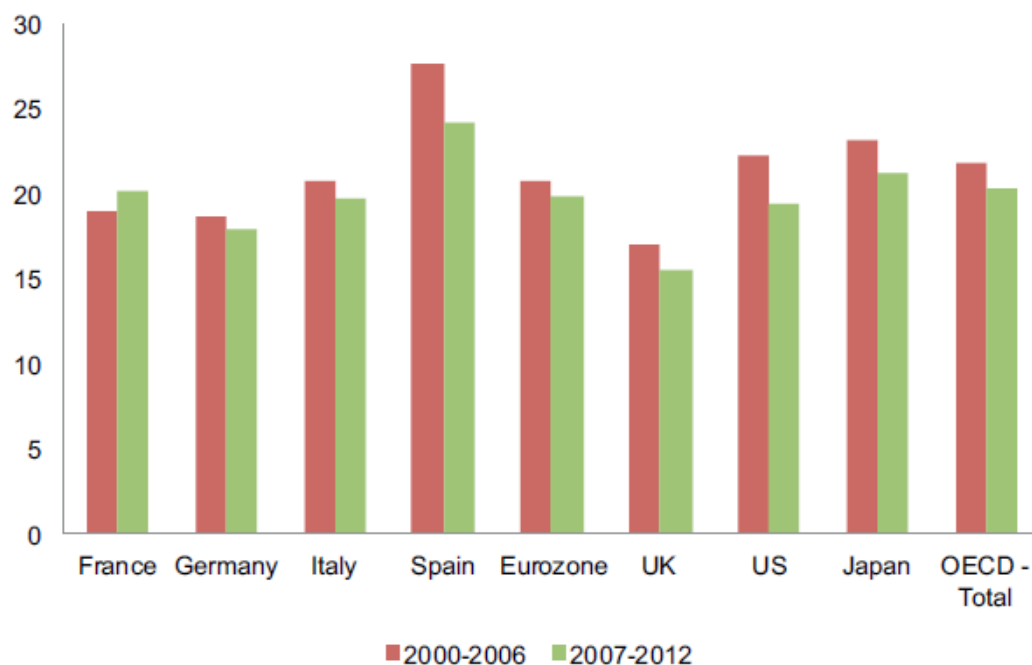
4.1. Incentivos a Investimentos

Um fator central para entendimento da ótica tratada nesse capítulo para o problema é a falta de incentivos para investimentos que se instaurou no cenário atual. O excesso de poupança que se observa nas economias é um dos responsáveis pela tendência negativa nas taxas de juros de equilíbrio.

É possível observar uma redução nos níveis de investimento recentes no gráfico 1, comparando parcela do PIB referente à formação de capital fixo de 2007-2012 e 2000-2006.

Grafico 1

Parcela do PIB Referente à Formação Bruta de Capital Fixo



Fonte: OECD.

Um dos fatores centrais para o excesso de poupança que se instaurou é a tendência demográfica observada. Seu efeito sobre o lado da oferta da economia será discutido no capítulo seguinte, no entanto sua relação com o investimento está diretamente ligado à ótica da demanda abordada nesse capítulo.

A redução da população em idade ativa resulta em redução na demanda por novos investimentos. Além disso, a renda futura esperada é reduzida por conta da menor força de trabalho, o que causa uma tendência a poupar na economia. O aumento da expectativa de vida também aumenta a propensão a poupar da população, reduzindo as taxas de juros.

Os efeitos demográficos observados com envelhecimento da população e redução no crescimento populacional influenciam diretamente o problema de excesso de poupança. No entanto, outros fatores também influenciam a deficiência nos investimentos observada atualmente.

Após a crise, a incerteza acerca de investimentos aumentou, por conta do maior risco associado. Com isso, é necessário gerar um incentivo significativo e real para atrair

capital, o que economias têm encontrado dificuldades em fazer. Com isso é possível que o aumento do risco cause uma propensão a poupar na economia, reduzindo a taxa de juros de equilíbrio.

A ausência de reais incentivos a investimentos após a crise é marcante, porém a tendência de queda em investimentos já era presente anteriormente por diferentes fatores. Investimento em infraestrutura foram mais modestos nos últimos anos, além de a evolução tecnológica realizada ao longo do tempo ter reduzido a necessidade de firmas por investimentos em bens de capital para gerar valor de mercado, a exemplo de empresas virtuais com valor altíssimo porém poucos ativos em seu nome para justificá-lo.

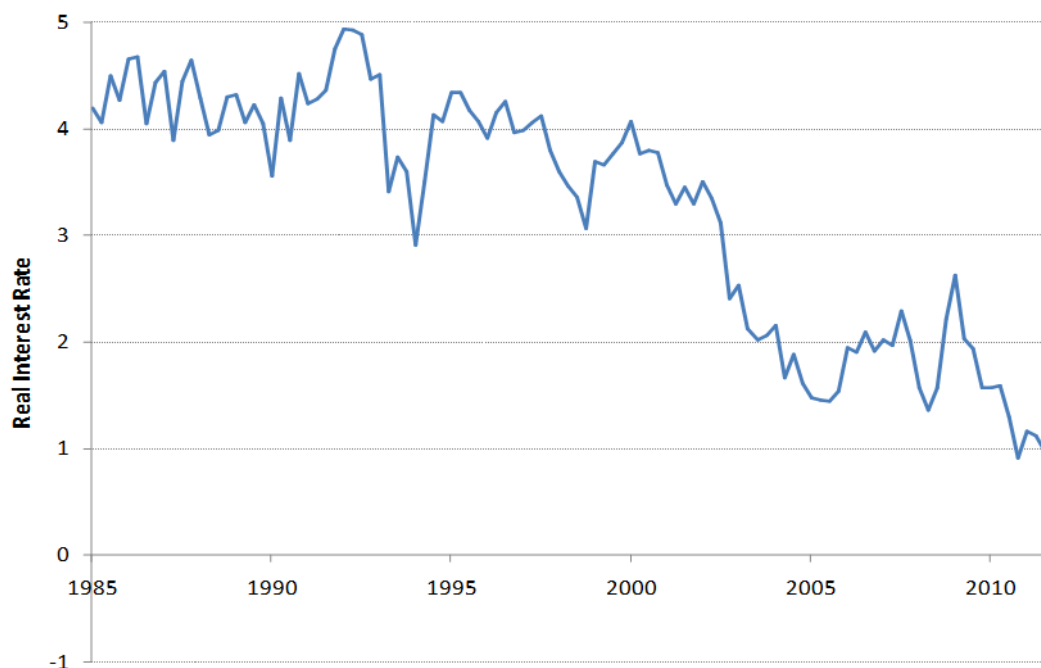
4.2. Taxa de Juros de Equilíbrio

Vimos então que o excesso de poupança é fator central para a redução nas taxas de juros atuais, porém não é o único. Taxas de juros muito baixas tornaram difícil a condução da política monetária para estimulação da demanda. A ineficiência das tentativas sucessivas de ajuste frustradas indica a possibilidade de baixíssimos ou negativos níveis de juros, o que dificultaria o cenário de recuperação.

Para entender a ineficácia da política monetária no ajuste se faz necessário olhar para as tendências dos juros nos últimos anos. Já existia inicialmente uma tendência nos últimos anos de declínio das taxas de juros reais praticadas no mundo, o que pode ser observado no gráfico 2. As taxas reais no início dos anos 2000 já se apresentavam baixas se comparadas com níveis históricos.

Grafico 2

Taxas de Juros Reais (média mundial)



Fonte: Mervyn King “Measuring the World Real Interest Rate”

A isso se somaram outros fatores que acabaram pressionando as taxas de juros para níveis baixos. O cenário macroeconômico passou a apresentar fortes indícios de que as taxas atuais estavam em níveis próximos de zero ou negativas, tirando eficácia da política monetária. Com isso ganhou força a vertente de economistas que defendem a secular stagnation, argumentando que os níveis negativos de juros são uma realidade e que, com isso, os métodos de ajuste devem ser diferentes.

Dentre os fatores que podem ter estimulado maior queda nas taxas de juros referentes ao pleno emprego, um com certeza significativa é o choque de alavancagem sofrido na crise. O cenário no início dos anos 2000 era de um extraordinário aumento na alavancagem focado no setor imobiliário americano. O endividamento no setor cresceu de 67% do PIB para 94% entre 2001 e 2007, porém seguido de brusca reversão após a crise.

Como discutido na sessão de referências bibliográficas, respaldando-se no modelo de Eggertsson e Mehrotra(2014), um choque negativo na alavancagem acaba por pressionar ainda mais negativamente as taxas de juros. A crise financeira gerada pela crise do subprime americana agravou então a situação de perspectivas para a política monetária.

Ainda baseando-se no equilíbrio do modelo, um aumento na desigualdade de renda e reduções no crescimento populacional podem ter efeitos semelhantes, amplificando o resultado final, ambos presentes na problemática atual. Os efeitos do crescimento populacional sobre a oferta serão melhor destrinchados e discutidos no capítulo seguinte.

A soma dos fatores acabou pressionando as taxas de juros para níveis mais baixos, gerando uma economia propensa a armadilhas de liquidez. Sem entrar no mérito de as taxas estarem mesmo ou não em níveis negativos, os níveis atuais com certeza são problemáticos e podem vir acompanhados de grande instabilidade financeira. A armadilha de liquidez atual, no entanto, aparenta ter caráter menos cíclico do que a proposta inicial de Keynes. Isso acirra o debate acerca dos meios de ajuste, que apresenta diversos direcionamentos divergentes.

A receita antiga de Keynes de expansão fiscal para aquecimento da economia é defendida por alguns. O ponto central é de que as expectativas deflacionárias deveriam ser superadas pelo aumento dos gastos públicos, principalmente focados em investimentos de infraestrutura. Com isso, um acréscimo nas expectativas de inflação futura e de aumento na atividade econômica faria com que os investimentos e consumo privado guiassem a recuperação. O custo de financiamento para isso ainda seria nulo, análogo aos juros vigentes. No entanto, em um momento em que o endividamento público já se encontra alto, um aumento de gastos pode gerar uma expectativa não de aquecimento futuro da economia, mas sim de aumento da tributação, e com isso haveriam incentivos a poupar no curto prazo. Essa via de ajuste pode se mostrar então problemática.

Outro caminho significativo para sair da armadilha seria de praticar taxas reais negativas para reestimular a demanda. Esse caminho pressupõe que a relação inversa entre juros e demanda seria mantida em um cenário de juros negativos. Seria essencial também que

os bancos centrais conseguissem criar expectativas críveis de que praticaria taxas negativas.

Ambos caminhos da argumentação esbarram em barreiras teóricas ou práticas. A saída parece cada vez mais estar em uma combinação de ações, onde tanto política fiscal quanto monetária teriam seu papel, somadas a reformas estruturais.

Nas próximas sessões analisaremos as evidências de deficiência de demanda nos casos dos Estados Unidos, Europa e Japão. Será debatida a questão da ineficácia recente da política monetária e os desafios para a retomada do crescimento que vem sendo encontrados. As sessões focarão, no entanto, nos problemas diretamente ligados à demanda, deixando a discussão acerca da deficiência de oferta da secular stagnation para o próximo capítulo.

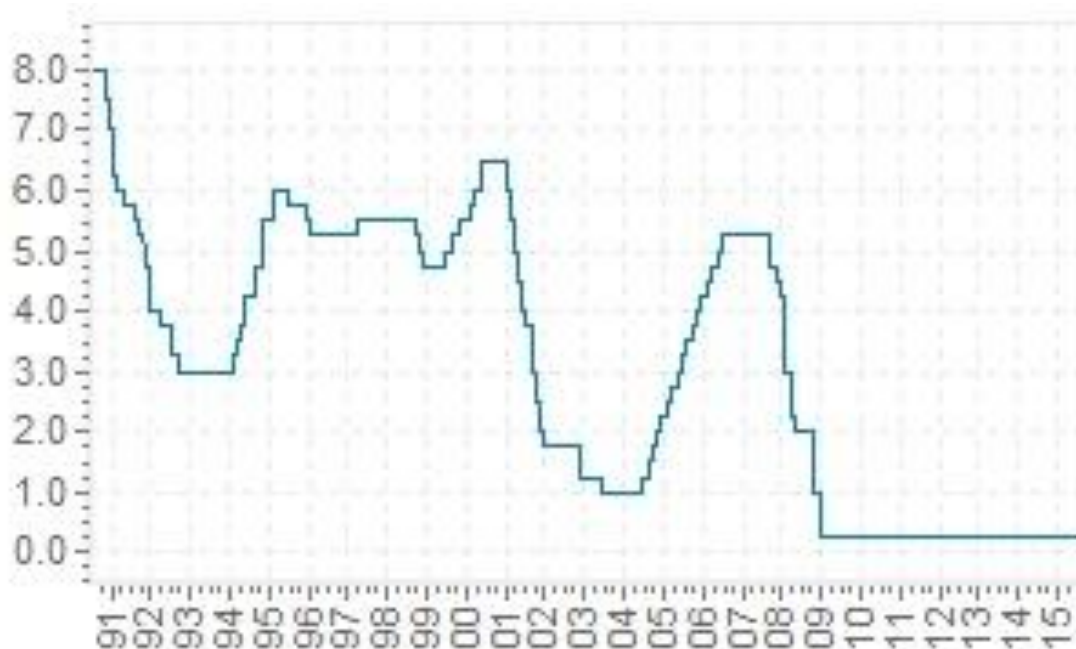
4.3. O Caso Americano

As dificuldades na retomada do crescimento através da política monetária são marcantes no caso americano. Desde dezembro de 2008 as taxas americanas flutuaram entre 0% e 0,25% sem gerar efeitos significativos no crescimento. Os efeitos esperados da política monetária recessiva sobre o investimento foram modestos, e com isso, os resultados sobre retomada do crescimento não foi na proporção necessária.

O Gráfico 3 mostra a trajetória da Federal Funds Rate. Após a crise, é possível observar que o esforço em ajustar o crescimento através de política de juros baixos foi persistente. As sucessivas tentativas, no entanto, surtiram efeito modesto. A retomada do crescimento americano enfrentou dificuldades desde o choque negativo, mesmo com a taxa flutuando abaixo de 0,25%.

Grafico 3

Federal Funds Rate de 1991 a 2015

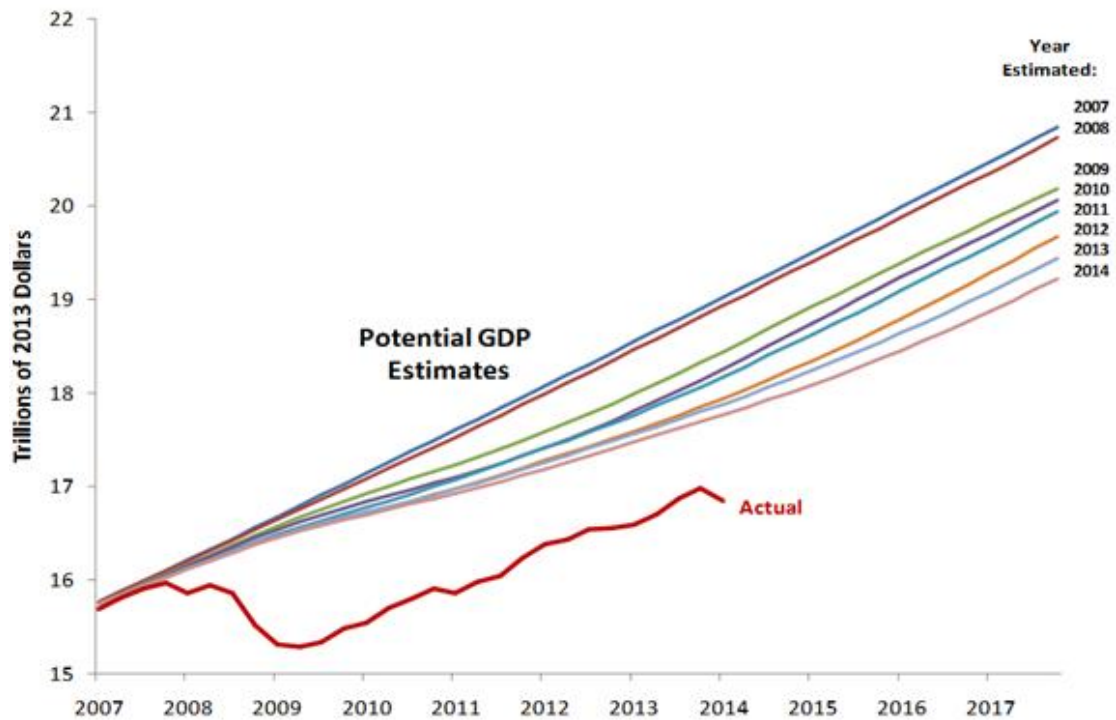


Global-rates.com

Após observar a trajetória da política monetária, podemos ver no gráfico 4 a trajetória do PIB Americano após 2007 em trilhões de dólares normalizados em 2013. Nas variáveis acima dela, é feita uma comparação com as estimativas feitas para a trajetória em cada um dos anos vigentes. É possível observar no gráfico sucessivos ajustes para baixo nas estimativas feitas, com o cenário ficando mais pessimista com o passar do tempo.

Grafico 4

Trajetória do PIB Americano e Projeções



Congressional Budget Office, Bureau of Economic Analysis

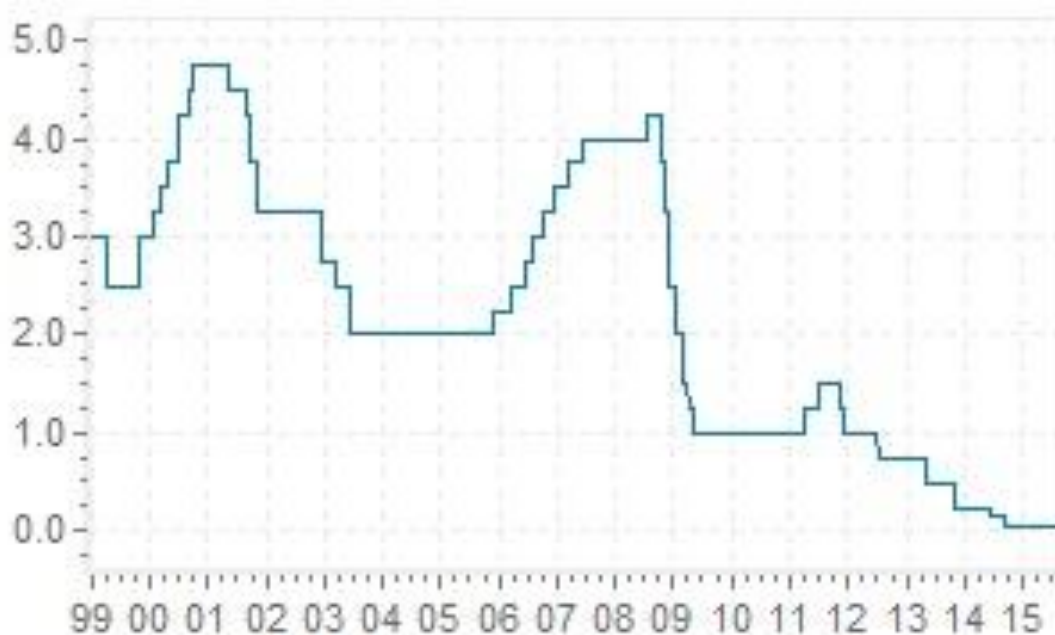
Mesmo com estimativas cada vez piores, a trajetória parece não acompanhar as novas previsões. Esse efeito embasa o argumento de economistas que defendem a secular stagnation, como Lawrence Summers, de que a taxa de juros real pode ter caído para níveis negativos, com complicações econômicas preocupantes.

4.4. O Caso Europeu

É possível observar esse comportamento com relação à política monetária também no caso europeu. Os juros referenciais do Banco Central Europeu vêm apresentando declínio desde 2008, o que pode ser visto no gráfico 5. A taxa, que flutuava entre 5% e 2% desde o início do milênio, caiu em 2009 para 1%, com queda adicional até se aproximar de 0% em 2014.

Gráfico 5

Taxa de Juros do BCE de 1991 a 2015

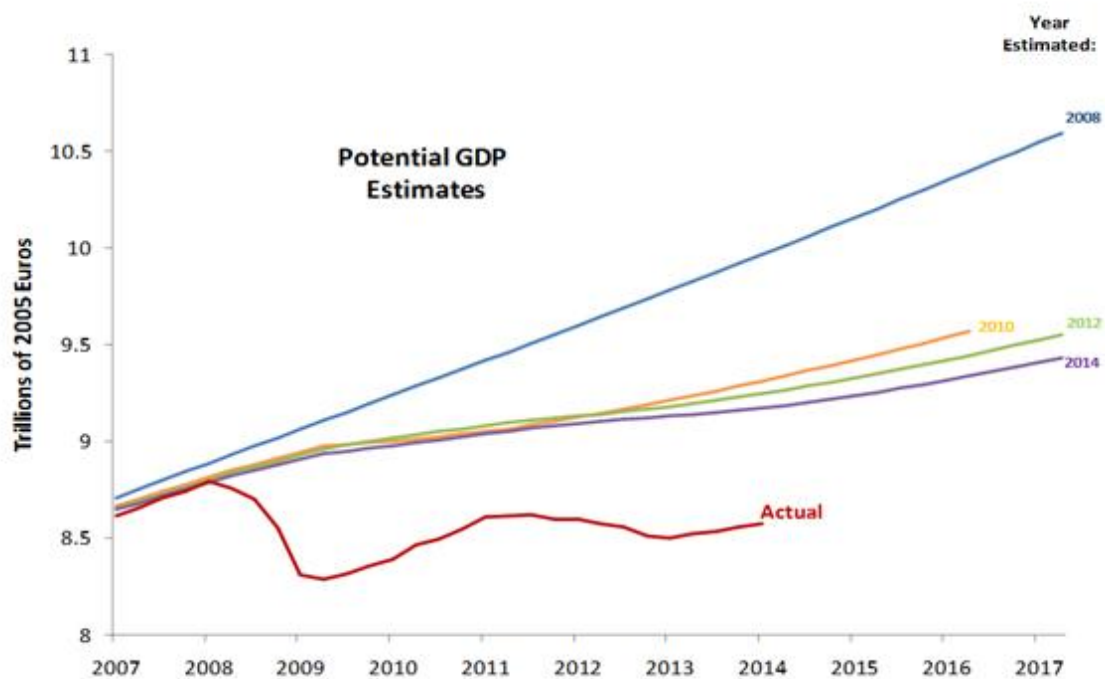


Global-rates.com

Da mesma forma que no caso americano, no entanto, o PIB europeu não se recuperou da mesma forma que o esperado. O gráfico 6 mostra a trajetória do PIB europeu a partir de 2007, também em comparação com as estimativas de cada ano, análogo ao observado na sessão anterior.

Grafico 6

Trajetória do PIB Europeu e Projeções



IMF World Economic Outlook Databases, Bloomberg

É possível observar que a partir de 2008, por conta do choque gerado pela crise, houve uma queda brusca no produto com difícil recuperação. A reta se desliga de seu potencial estimado, e assim como no caso americano as sucessivas estimativas para o produto que seguem a ruptura passam a ser mais pessimistas, porém ainda sem aparentar condizer com a realidade observada.

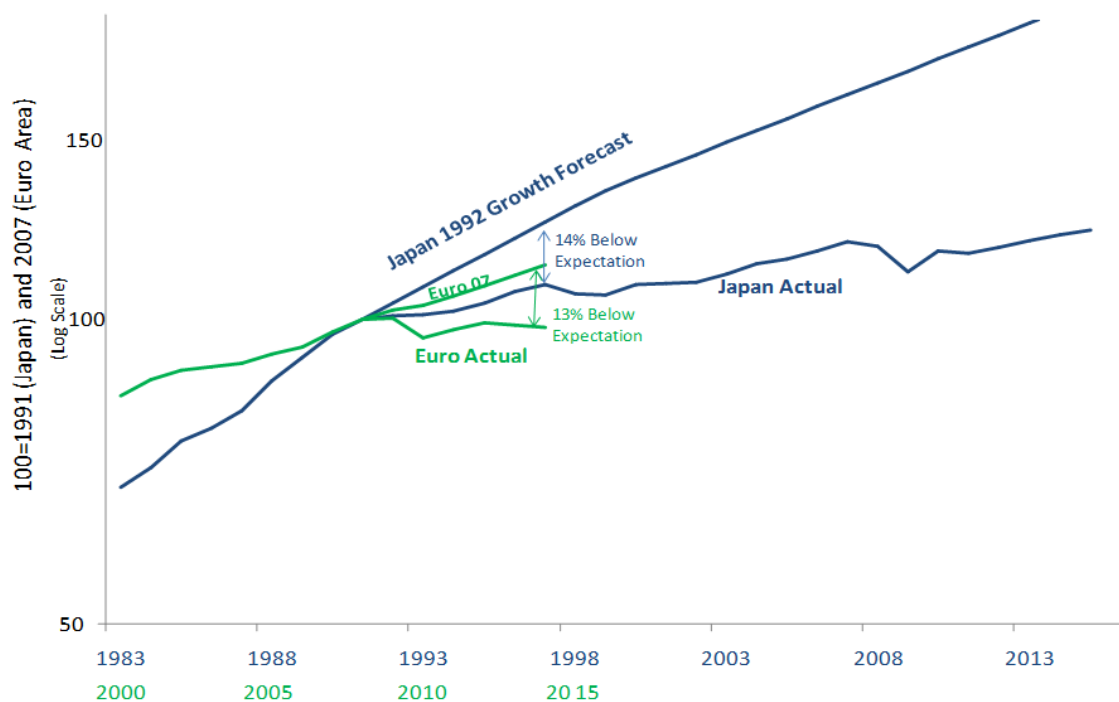
4.5. O Caso Japonês

O caso do Japão é mais antigo que o americano ou europeu. No início dos anos 1990, o país enfrentou uma crise financeira após um declínio abrupto dos preços de terras. O sistema de empréstimos baseado em terras como colaterais colapsou, quando o valor dos colaterais passou a ser menor do que os empréstimos, e os bancos passaram a ter uma carteira de empréstimos ruins.

Após o colapso, o cenário foi semelhante ao observado no caso atual, com redução nos níveis de investimento, fraca demanda, e com isso, baixo crescimento. No gráfico 7 é possível observar uma comparação da ruptura do produto das previsões nos casos japonês e europeu.

Gráfico 7

Taxa de Juros do BCE de 1991 a 2015



OECD 1992 "Long Term Prospects For The World Economy", FMI

O Japão passou então a partir de 1990 por uma primeira década perdida, com problemas principalmente relacionados aos abordados nesse capítulo sobre o lado da demanda da secular stagnation. Nos anos seguintes ao colapso financeiro, o país enfrentou problemas semelhantes aos enfrentados atualmente pela Europa e Estados Unidos na condução da política monetária, com dificuldades na retomada de investimentos e pleno emprego.

A década que se seguiu, no entanto, também foi problemática para o Japão. No entanto, o problema no período seguinte foi mais relacionado ao lado da oferta da secular stagnation. Por conta da questão demográfica somada a fatores como cortes de custos e redução de salários que se instauraram na década de 90, os japoneses enfrentaram um período prolongado de baixo crescimento e deflação, não tendo apresentado ganhos de produtividade significantes que pudessem reverter o cenário.

O próximo capítulo se propõe a aprofundar as questões relacionadas ao lado da oferta da secular stagnation, explorando as questões demográficas e produtivas que configuram o cenário de baixo crescimento.

5. O Lado da Oferta

A ótica do lado da demanda da secular stagnation nos mostra a dificuldade da economia em criar incentivos a investimentos, além de uma dificuldade na absorção da oferta por parte da demanda, que poderia requerer taxas de juros negativas para conseguir. Existe, no entanto, outra problemática ligada ao momento de baixo crescimento mundial nos países mais afetados atualmente, sendo esta relacionada ao lado da oferta.

O lado da oferta é tratado pela teoria neoclássica e neokeynesiana como fixo no longo prazo, se concentrando nas variações no curto prazo causadas por oscilações econômicas. Com isso, todo e qualquer problema de demanda acabaria sendo ajustado no longo prazo pelas próprias forças do mercado, retornando ao seu nível de equilíbrio. No entanto, alguns economistas como Robert J. Gordon argumentam uma defasagem na oferta associada a questões de produtividade e demografia que causariam uma necessidade de políticas para ajustar uma oferta defeituosa, o que forneceria mais embasamento para as dificuldades na retomada do crescimento econômico no cenário atual.

Quando Alvin Hansen surgiu com a teoria da secular stagnation em 1938, o problema econômico instaurado na época era associado às questões de demanda debatidas no capítulo anterior, visto que no período os ganhos de produtividade da economia americana estavam em níveis mais do que satisfatórios. No entanto, no mundo atual a problemática da produtividade é central para muitos países, acaba resultando em uma defasagem de oferta.

Entender o lado da oferta do problema é importante para compreender as perspectivas para o crescimento futuro, uma vez que servem de indicio de que pode ser impossível atingir novamente o pleno emprego com crescimento satisfatório e estabilidade financeira simultaneamente só através de política monetária. Esse capítulo discutirá os fatores principais relacionados a essa questão.

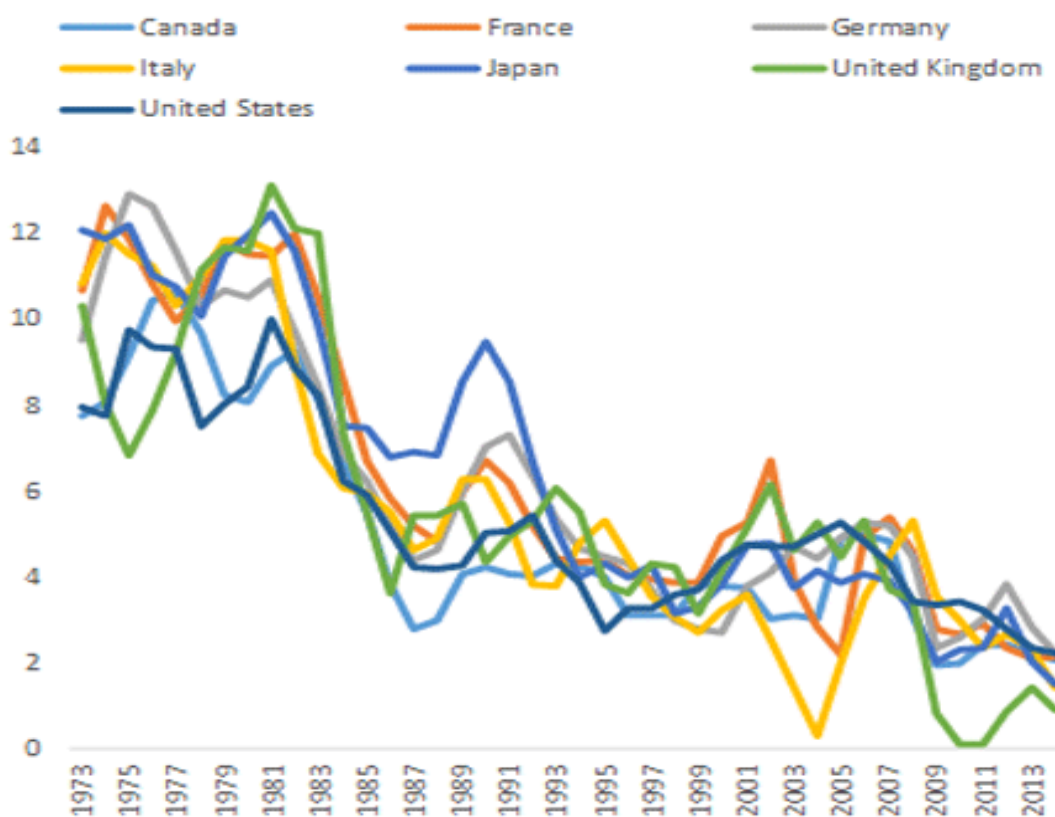
5.1 Produtividade

Os ganhos de produtividade na atualidade são muito menores do que os observados historicamente. Com as revoluções industriais, o crescimento da produtividade dado como normal até recentemente era em níveis altos, e com o fim dos efeitos da 3ª Revolução Industrial seus níveis acabaram declinando.

No gráfico 8 é possível observar uma estimativa da série histórica dos ganhos de produtividade, através da relação do PIB com horas trabalhadas em países centrais. Nele, pode-se observar a queda após os anos 70, com os efeitos da 2ª Revolução Industrial sobre o crescimento chegando ao seu fim. Os níveis tiveram alguma retomada nos anos 90 com o crescimento impulsionado pela internet. Essa retomada, no entanto, foi de rápida reversão, chegando hoje a níveis historicamente baixos.

Gráfico 8

Crescimento da Produtividade (relação PIB por horas trabalhadas)



OECD

Os benefícios do progresso técnico atual no mercado de trabalho estão se estabilizando, uma vez que o mundo já se utilizou dos ganhos de produtividade proporcionados por invenções do último pico de progresso. Além disso, os avanços mais modernos ofereceram mudanças relativamente menos impactantes na produção do que os vividos nos últimos séculos.

O argumento central para a questão é de que os avanços mais essenciais obtidos na 2ª Revolução Industrial impulsionados pela eletricidade tiveram um impacto extraordinário, que provavelmente não será obtido por outras vias de inovação. Com isso, mesmo os progressos trazidos com a Era da internet não conseguiram gerar crescimento de produtividade semelhante ao observado em décadas anteriores. Possivelmente nenhum progresso futuro conseguirá conquistar essa façanha, a menos que configure uma ruptura drástica que proporcione um novo universo de oportunidades como, por exemplo, numa eventual conquista da fusão nuclear.

5.2 Demografia

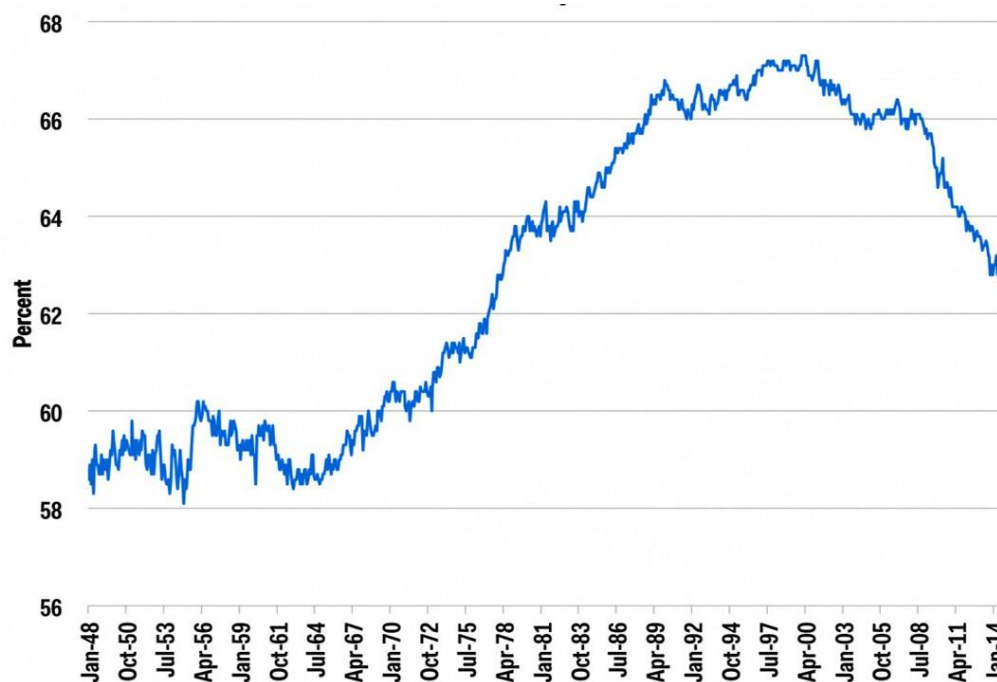
Outra questão central para o entendimento da problemática da oferta na secular stagnation é a questão demográfica levantada no capítulo 3 por conta da versão da teoria proposta por Alvin Hansen em 1938. A questão tem ligação direta com o problema de produtividade, por conta de seu efeito sobre a força de trabalho ativa.

Uma tendência negativa no crescimento populacional implica logicamente na redução da população economicamente ativa, e esse problema é agravado quando existe tendência na redução da participação na força de trabalho. Além de reduzir a capacidade da oferta agregada, um envelhecimento da população não é bom para o lado dos investimentos, como visto no capítulo anterior, porém esse não é o ponto focal desse capítulo.

O caso americano da queda na taxa de participação pode ser observado no gráfico 9. Com os avanços do mundo moderno gerando altas expectativas de vida observadas atualmente já existe uma tendência natural ao envelhecimento populacional. No caso particular dos Estados Unidos isso é somado com o fim da geração do baby boom ocorrido após a 2ª Guerra, que é responsável hoje pela parcela considerável da população americana aposentada, gerando a queda na participação observada.

Grafico 9

Participação da População na Força de Trabalho (Estados Unidos)



Bureau of Labro Statistics

O entendimento do lado da oferta da secular stagnation permite uma melhor visão da pluralidade de problemas e desafios enfrentados hoje para a retomada do crescimento econômico. As questões levantadas nesse capítulo evidenciam a necessidade de políticas de incentivo à produtividade e à participação no mercado de trabalho para aquecimento da oferta agregada somadas aos esforços em aquecimento da demanda agregada. Fica clara a necessidade de uma coordenação de ações por diferentes vertentes para que os países afetados possam reverter à situação vivida atualmente.

6. Conclusão

As diferentes óticas discutidas nessa monografia oferecem um entendimento melhor da complexidade dos desafios vividos para a retomada do crescimento que deram origem à teoria da secular stagnation. Em seus diferentes fatores, a teoria tem partes especulativas que podem ou não estarem precisamente corretas, mas com certeza as questões que ela levanta oferecem um direcionamento para o entendimento do cenário atual.

A tendência negativa das taxas de juros, podendo a taxa natural ter ou não chegado à níveis negativos, ilustra a dificuldade na captação de investimentos atualmente, o que não permitirá um ajuste simplesmente através da política monetária convencional. A redução nas taxas de juros continuará sendo ferramenta importante para reduzir o desemprego, porém não temos como saber se as taxas já baixas estão sendo praticadas acima da de equilíbrio, que pode ser negativa. Para reverter o cenário, países afetados precisam executar políticas que criem incentivos reais a investimentos para combater o excesso de poupança instaurado.

Outra questão central é a necessidade por políticas de incentivo ao progresso técnico e à inovação, desafios cada vez maiores no mundo atual. Épocas de grandes invenções que representaram rupturas significantes no rumo econômico mundial são cada vez mais escassas, e hoje podemos pensar em poucas origens para um movimento na produção tão significativo quanto uma revolução industrial. É necessário encontrar alternativas para incentivar a oferta agregada, de forma a gerar um crescimento econômico sustentável.

Através dos pontos levantados nesse estudo, concluí-se que a secular stagnation é composta por uma variedade de fatores e, por conta disso, os esforços para retomada do crescimento dos países afetados deve ser em mais de uma vertente. A atenção para questões tanto da demanda quanto da oferta agregada deve ser simultânea, pois as dificuldades enfrentadas são não só múltiplas, mas também uma tendência do mundo moderno. Com isso, é possível que choques não previsíveis acabem surgindo para impulsionar novamente as economias atuais, porém a aparente tendência do cenário macroeconômico é que os problemas levantados estejam cada vez mais presentes.

7. Referências Bibliográficas

SUMMERS, L. (2014). **U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound.**

Business Economics Vol. 49, No. 2

SUMMERS, L. (2014). **Reflections on the ‘New Secular Stagnation Hypothesis’**

Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures - VoxEU.org e-Book

HANSEN, A (1938), speech published as Hansen, A H (1939), **Economic Progress and Declining Population Growth**

American Economic Review 29: 1-15.

SUMMERS, L (2014), **US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and the Zero Lower Bound**

Speech delivered to the National Association for Business Economics’ Economic Policy Conference, 24 February 24.

Nicholas Crafts (2014), **“Secular stagnation: US hypochondria, European disease?”**

Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures - VoxEU.org e-Book

EGGERTSSON, G. and MEHROTRA, N.(2014), **A Model of Secular Stagnation**

Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures - VoxEU.org e-Book

Krugman, P (2013), **“Bubbles, regulation, and secular stagnation”**, The New York Times

blog, 25 September.

Olivier Blanchard, Davide Furceri and Andrea Pescatori (2014), **A prolonged period of low real interest rates?**

Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures - VoxEU.org e-Book

International Monetary Fund (2014), World Economic Outlook, April.

Kendrick, John W. 1961. **Productivity Trends in the United States**. Princeton, NJ: Princeton University Press

Paul Krugman (2014), “**Secular joblessness**”
Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures - VoxEU.org e-Book

SUMMERS, L (2014), **Bold reform is the only answer to secular stagnation**
Lawrence Summers’s article on Financial Times – September 7, 2014

Robert J Gordon (2014), “**The turtle’s progress: Secular stagnation meets the headwinds**”
Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures - VoxEU.org e-Book

WOLFF, G. B.(2014) **Monetary policy cannot solve secular stagnation alone**
Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures - VoxEU.org e-Book

Werning, I (2012), “**Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy**”,
mimeo,
MIT.

Robert J. Gordon (2015), “**Secular Stagnation: A Supply-Side View**”
American Economic Review: Papers & Proceedings 2015, 105(5): 54–59

Barry Eichengreen (2014), “**Secular stagnation: A review of the issues**”
Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures - VoxEU.org e-Book

Juan F. Jimeno, Frank Smets and Jonathan Yiangou (2014), “**Secular stagnation: A view from the Eurozone**”
Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures - VoxEU.org e-Book