



## 1.25 • Conjuntura Internacional

### Estagnação secular: do debate de sábios a uma realidade mais do que provável?

Henrique Morais

O TEMA NÃO É RECENTE. Em dezembro de 1938, um dos mais prestigiados economistas do seu tempo, o Professor Alvin Hansen, muito frequentemente apelidado de “Keynes norte-americano”, num discurso no encontro anual da American Economic Association intitulado *Economic Progress and Declining Population Growth*, afirmava a dado ponto, reportando-se à situação económica do final dos anos trinta do século XX: “Esta é a essência da estagnação secular, recuperações ténues que morrem na sua infância e depressões que se alimentam de si mesmas e criam um núcleo duro e aparentemente inamovível de desemprego”.

O tempo viria a mostrar que Hansen estava enganado, ou talvez não. Na verdade, sobretudo após a II Guerra Mundial, os EUA, a maior parte da Europa e o Japão, conseguiram atingir e manter o pleno emprego e afastar o fantasma da estagnação secular. Provavelmente a estagnação secular não foi uma evidência porque a guerra exigiu que a política económica caminhasse exatamente no sentido que havia sido preconizado por Hansen como a forma de atingir o pleno emprego e evitar a estagnação secular, isto é, “*making large investment expenditures*”, que caracterizaram a generalidade das economias após 1945. Aliás, Hansen apontou três muito interessantes motivos que teriam estado na origem dos fortes fluxos de investimento nas primeiras décadas da história económica norte-americana: as invenções, a descoberta e desenvolvimento de novos territórios e recursos e o crescimento da população.

#### E eis que surge Larry Summers...

##### e o furacão Krugman

Depois de Hansen o tema da estagnação secular simplesmente desapareceu do debate académico. Até que, em novembro de 2013, na conferência anual do Fundo Monetário Internacional, Larry Summers, o prestigiadíssimo professor de Harvard, numa intervenção que tituló de *US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*, não só relançou o debate, como o centrou na discussão, mais intensa, em torno da política monetária e das medidas não convencionais de política monetária que foram progressivamente adotadas em vários pontos do globo. É justo referir que outros notáveis economistas abordaram o assunto antes de Summers. Por exemplo, Robert Gordon, num notável texto intitulado *Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds*, publicado em setembro de 2012, defendia que o crescimento económico não é um dado adquirido, que não ocorreu antes de 1750 e que o forte crescimento observado nos últimos 250 anos pode muito bem ser um episódio único na história da humanidade. Paul Krugman, com a sua habitual sagacidade e

fulgor, dizia, num documento igualmente interessantíssimo (*Four observations on secular stagnation, 2013*), a propósito da mediatização do texto de Summers: “*I was very annoyed when Larry Summers made a big splash talking about secular stagnation at the IMF’s 2013 Annual Research Conference – annoyed not at Larry but at myself. You see, I had been groping toward more or less the same idea, and had blogged in that general direction – but it wasn’t forceful, and Larry rightly gets credit for making the topic a front-burner issue*”.

Em todo o caso, deve-se a Summers o relançar do debate, e fê-lo em três vertentes: i) a dificuldade da política económica em atingir múltiplos objetivos, nomeadamente um crescimento adequado; ii) uma boa utilização da capacidade produtiva e a estabilidade financeira, o que, por sua vez, está muito relacionado com a descida da taxa de juro real de equilíbrio; iii) necessidade de diferentes abordagens a nível das políticas económicas.

O Produto Interno Bruto (PIB) nos EUA tem vindo a situar-se sistematicamente abaixo do respetivo potencial, i.e. do nível exatável perante uma utilização plena dos recursos produtivos, sem que se verifiquem pressões inflacionistas. Ainda mais interessante, a convergência possível entre o nível do produto e o respetivo potencial (que aliás não é atingida desde 2008), acaba por ser ‘tentada’ não pela aceleração do crescimento do PIB mas antes por uma revisão em baixa do PIB potencial. Citando Summers “*we have made no progress in restoring GDP to its potential*” e procurar na produtividade (mais baixa) a explicação para esse fenómeno é olhar para a parte visível do iceberg, uma vez que a descida do potencial é sobretudo resultante da diminuição do investimento de capital e da contribuição do fator trabalho. Além disso, é visível que a economia norte-americana não conseguiu recuperar os níveis de utilização da capacidade produtiva que eram usuais antes da crise financeira de 2007/2008, estando agora a utilizar em torno de 75% da capacidade produtiva instalada. Valores acima de 85%, normais noutros tempos, em fases de forte crescimento da economia, há muito que deixaram de ser observados, sendo evidente a existência de uma capacidade estrutural excedentária na ordem dos 25% do total disponível na indústria.

Por último, a questão do trabalho. Boa parte dos economistas, certamente a generalidade dos operadores do mercado, tem nos *non-farm payrolls* um dos seus indicadores prediletos para os EUA. E, em boa verdade, a criação de emprego no setor não agrícola tem registado nos últimos anos uma recuperação notável, com a média mensal de criação de emprego a situar-se, desde janeiro de 2011, acima dos 200 mil postos de trabalho. Foi assim possível recuperar as perdas brutais registadas em

2008/2009, anos em que se destruíram 8.6 milhões de empregos nos EUA!

Todavia, uma análise mais minuciosa mostra que o emprego destruído pela crise não foi efetivamente reposto na sua totalidade. Veja-se a evolução do rácio de emprego na população masculina norte-americana com idades entre os vinte e cinco e os cinquenta e quatro anos, i.e., o segmento da população em que mais é suposto encontrarmos níveis de empregabilidade próximos do chamado pleno emprego. Ora, como é facilmente visível, cerca de 16% dos norte-americanos neste segmento continuam fora do mercado de trabalho, sendo ainda mais significativo que, muito depois do final da crise financeira, ainda se tenha assistido a uma diminuição do rácio em causa (o valor mais baixo foi atingido em 2010). Nos EUA este fenómeno é ainda mais significativo porque, contrariamente a outros países europeus e ao Japão, o rácio de dependência (pessoas com menos de quinze ou mais de sessenta e quatro anos face à população ativa) está em níveis baixos em termos históricos e inferiores àqueles outros países. Ou seja, os norte-americanos não terão provavelmente problemas de sustentabilidade dos mecanismos de apoio aos jovens e aos idosos (chamemos-lhe, para simplificar, segurança social...) mas confrontam-se com uma percentagem muito elevada da população ativa que não consegue encontrar emprego, ou está a trabalhar menos tempo do que desejaria.

Centremo-nos agora na segunda vertente, ou seja, na eventual descida da taxa de juro real de equilíbrio. O tema é controverso. Primeiro, não é seguro que se tenha assistido a uma descida da taxa de juro real de equilíbrio nos últimos anos/décadas. Summers apresenta um enorme leque de razões que tornam provável essa descida, nomeadamente a redução da procura por investimento financiado por dívida, a desaceleração do crescimento populacional, as alterações na distribuição do rendimento (com o aumento da taxa de poupança e a redução da procura de investimento), a diminuição dos bens de capital, a diminuição da inflação e a maior acumulação de reservas internacionais. Mas mesmo Summers não retira como inequívoca a descida das taxas de equilíbrio, nem tão pouco que esse seja um fenómeno naturalmente associado aos problemas macroeconómicos que antes aqui descrevemos.

O que parece inequívoco, para Summers, Krugman, Bernanke e também para o autor destas linhas, é que a descida das taxas de juro reais de equilíbrio coloca problemas adicionais à estabilidade financeira, nomeadamente porque fomenta as chamadas ‘bolhas especulativas’ nos ativos, ou seja, movimentos irracionais de valorização de ativos bolsistas, imobiliários ou mesmo de dívida pública. E aqui entra a política monetária, como muito bem descreveu Paul Krugman.

A política monetária ultra-acomodatória, caracterizada por taxas de juro de 0% (ou mesmo negativas), e mais tarde, por abordagens não convencionais, como as compras massivas de títulos pelos bancos centrais (o chamado *quantitative easing*) revelou-se incapaz de restaurar o pleno emprego, mesmo depois de anos, nalguns casos décadas, de aplicação. Esta *liquidity trap*, segundo Krugman, não será ultrapassada e é o garante da manutenção da estagnação secular, a não ser que os bancos centrais sejam capazes de convencer as pessoas de que “irão manter a sua política monetária expansionista mesmo depois de a economia recuperar, como forma de gerar aumento da procura e alguma inflação”. Por outras palavras, também de Krugman, os bancos centrais devem ser capazes de *credibly promise to be irresponsible*.

### Um risco muito sério e não negligenciável

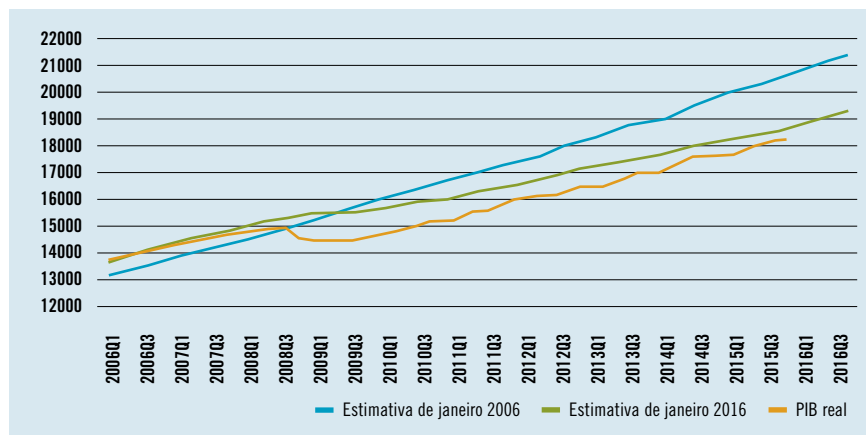
As principais economias avançadas, nomeadamente os EUA, a área do euro, o Japão, têm evidenciado ritmos de crescimento do Produto Interno Bruto muito diminutos, sucessivas diminuições dos respetivos PIB potenciais, baixas taxas de utilização da capacidade produtiva, elevado desemprego e/ou sub-emprego (talvez na questão do emprego os EUA sejam, ainda assim, uma exceção). Esta situação seria absolutamente inesperada tendo em consideração que estas economias se socorreram de políticas monetárias ultra-acomodatórias nos últimos (muitos) anos, nalguns casos mesmo de políticas não convencionais que, antes, seriam consideradas impensáveis, por exemplo, pela generalidade dos economistas/decisores.

Estamos, pois, num cenário que aparenta ser de “armadilha da liquidez”, i.e., os bancos centrais “põem as rotativas a trabalhar”, injetam moeda nas economias, mas esta não reage, não cria empregos suficientes para atingir o pleno emprego, não aumenta a utilização dos recursos, não cria mais valor. Perante esta aparente ineficácia da política monetária, o que resta?

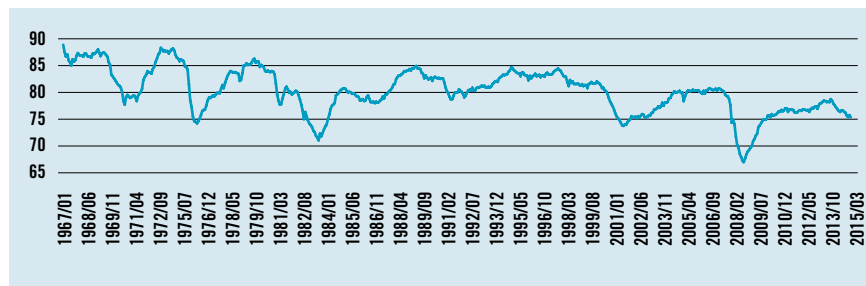
### Soluções?

Summers, “*as a matter of logic*” apresenta três possíveis soluções: ser paciente, compreendendo que “estas coisas acontecem, ou seja, as políticas têm, por vezes, impactos limitados”, reduzir a taxa de juro real (uma vez que a taxa de equilíbrio deve ser agora mais baixa), mesmo correndo o risco de se virem a criar bolhas especulativas nos ativos e, por último, aumentar a procura.

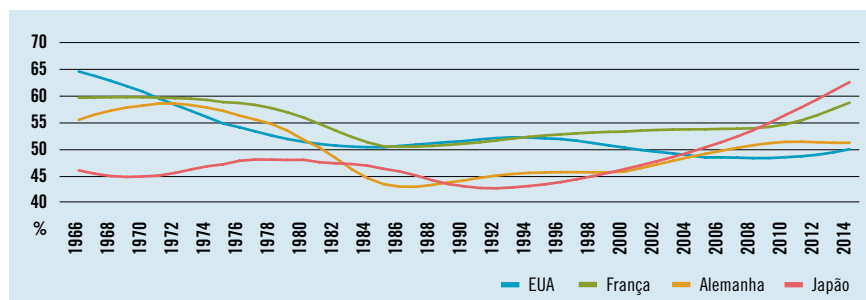
As suas primeiras soluções parecem-nos poucos viáveis. Ser paciente é pouco aconselhável quando se corre o risco de ter uma geração inteira de crescimento abaixo do potencial e de desemprego acima do razoável. Mesmo que assim não fosse, esperar que as medidas de política económica (ou será mais correto dizer apenas de política monetária?) venham ainda a ter efeitos favoráveis e notórios é, no mínimo, uma aposta de alto risco. A redução das taxas de juro reais parece uma solução de



PIB real e PIB potencial Fonte: CBO e Fed St. Louis



Taxa de Utilização da Capacidade Produtiva Fonte: Fed St. Louis



Rácio dependência – pop. <15a.>64a. face activos Fonte: World Bank

difícil exequibilidade, sobretudo porque não é seguro que uma eventual diminuição ainda mais significativa das taxas de juro de muito curto prazo (aquelas que dependem diretamente da ação dos bancos centrais ou que pelo menos são muito condicionadas pelas taxas diretoras daqueles bancos) possa vir a ter efeitos na descida das taxas de juro de médio e longo prazo, justamente aquelas que mais relevantes são para a economia real; pelo contrário, poderia mesmo ocorrer um movimento de translação ascendente da curva de rendimentos, num contexto em que a descida das taxas de curto prazo poderia induzir expectativas de um futuro acréscimo da inflação, que geraria um acréscimo das taxas de juro de médio e longo prazo; novas descidas das taxas de juro diretoras dos bancos centrais, que nalguns casos estão já em níveis negativos (por exemplo, na área do euro), poderia vir a colocar sérios problemas ao setor financeiro, sobretudo, ironicamente, às instituições financeiras com uma mais significativa e robusta carteira de ativos, que passariam a ser remunerados a taxas ainda mais negativas, com reflexos nas respetivas

rendibilidades. Resta-nos a via do aumento da procura. Summers afirma ser a sua estratégia preferida, exemplifica amplamente como esse aumento poderia ser efetuado, nomeadamente através de alterações a nível regulamentar e fiscal para promover o investimento privado, a promoção das exportações (por exemplo através de acordos de comércio) e o incremento do investimento público. Krugman, embora reconheça que se a taxa de juro real de equilíbrio negativa não for um fenómeno temporário a política orçamental deixa de ser eficaz como suporte a um aumento sustentado da procura, também vê em orçamentos mais expansionistas uma “*bridge across a temporary problem, supporting demand*”.

Imaginamos que este caminho, em particular perante a ortodoxia dominante na área do euro, seja muito difícil de trilhar, ao menos deste lado do Atlântico. Mas dificilmente vemos outra solução, até porque, como muito bem recorda Larry Summers um estímulo orçamental temporário não aumenta, antes reduz, o rácio de longo prazo da dívida pública face ao produto interno bruto. ■