

Estagnação Secular

Abordagem da Oferta*

- **Tendência de queda da produtividade do capital**
- **Abordagem histórica**
 - Impacto de determinadas inovações em diferentes épocas
 - Variações na disponibilidade de fatores reais
 - crescimento populacional, matérias primas, educação ou adequação da qualificação da força de trabalho
 - Fases da história do capitalismo
 - Eletricidade, motor a explosão, fortalecimento da classe trabalhadora e melhora nas condições de habitação, sociedade de consumo de massas
 - Menor impacto relativo no bem-estar de inovações mais recentes

* Referência: "Afinal, a estagnação secular do capitalismo?", Luiz Carlos Bresser-Pereira <http://www.scielo.br/pdf/rbcsoc/v33n96/0102-6909-rbcsoc-3396072018.pdf>

Estagnação Secular

Abordagem da Demanda

- **Tendência ao subconsumo e armadilha da liquidez**

(a oferta não cria sua própria demanda)

(há mediações entre o lucro e o investimento)

- Kaletsky

- Keynes

- **Hipótese da Instabilidade Financeira**

(busca de lucro, inovações financeiras, corrosão da percepção de risco, desregulação)

(a instabilidade emerge de forças do período de estabilidade)

- Minsky

Estagnação Secular

Abordagem da Demanda - subconsumo

**Redução na taxa de juros real de equilíbrio*
(por fatores da economia real):**

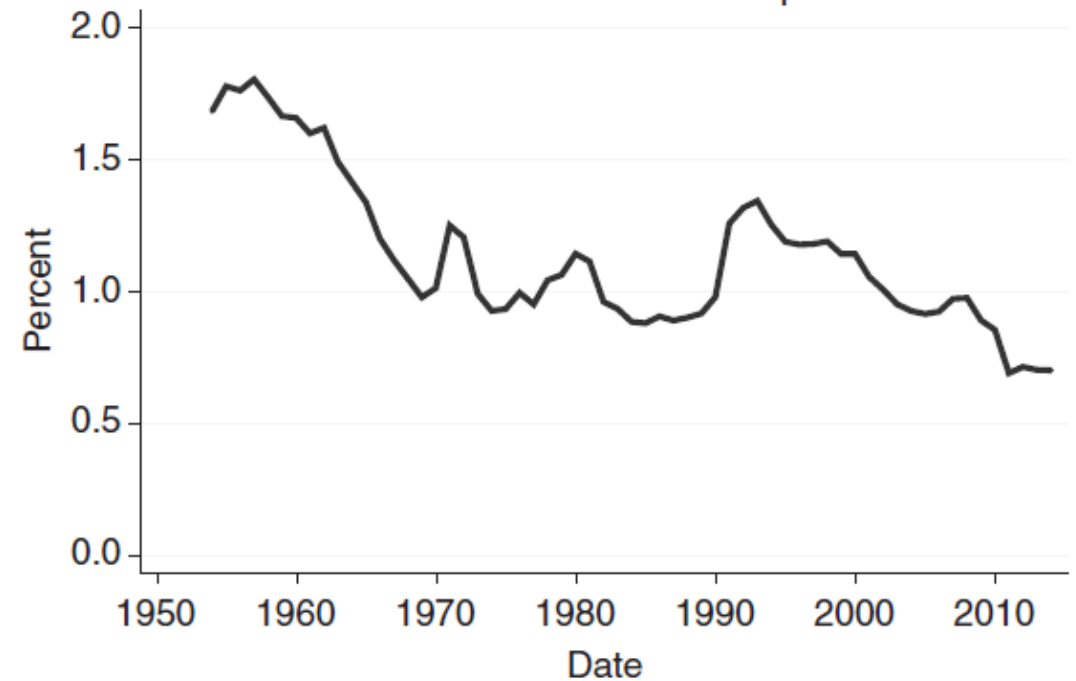
**a) Redução na taxa de crescimento
da população**

✓ (menos consumo)

•Referências: Larry Summers, vários artigos em:
<http://larrysummers.com/category/secular-stagnation/>

Figure 8. Population Growth Rate

Annual Growth Rate of US Population



Source: Federal Reserve (FRED).

Estagnação Secular

Abordagem da Demanda - subconsumo

**Redução na taxa de juros real de equilíbrio*
(por fatores da economia real) :**

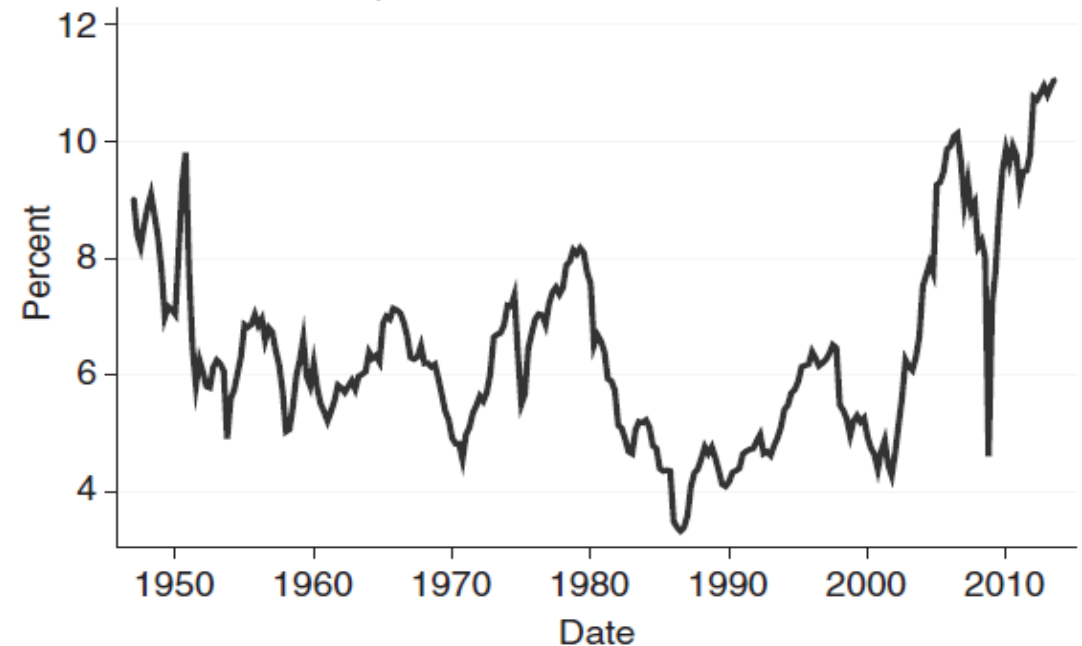
**b) Mudanças na distribuição de renda
entre trabalho e capital**

✓ (mais poupança)

•Referências: Larry Summers, vários artigos em:
<http://larrysummers.com/category/secular-stagnation/>

Figure 9. Corporate Profits

Corporate Profits, as share of GDP



Source: Federal Reserve (FRED).

Estagnação Secular

Abordagem da Demanda - subconsumo

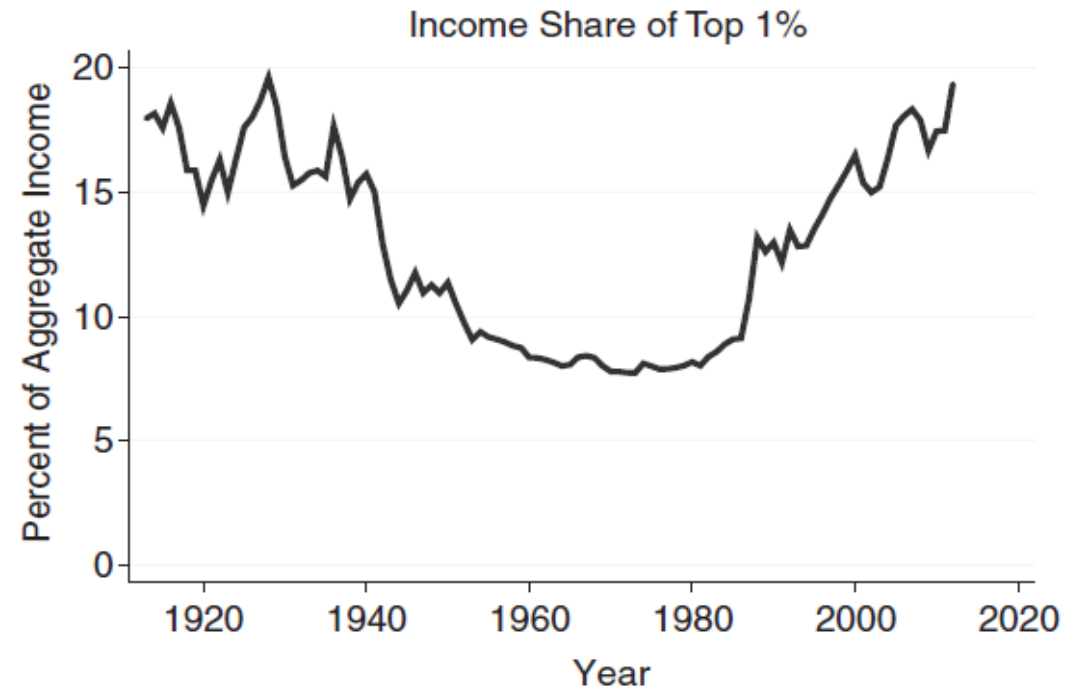
**Redução na taxa de juros real de equilíbrio*
(por fatores da economia real) :**

**c) Mudança na distribuição de renda
entre ricos e pobres**

✓ (mais poupança)

•Referências: Larry Summers, vários artigos em:
<http://larrysummers.com/category/secular-stagnation/>

Figure 10. Top 1 Percent



Source: World Top Incomes Databases.

Estagnação Secular

Abordagem da Demanda - subconsumo

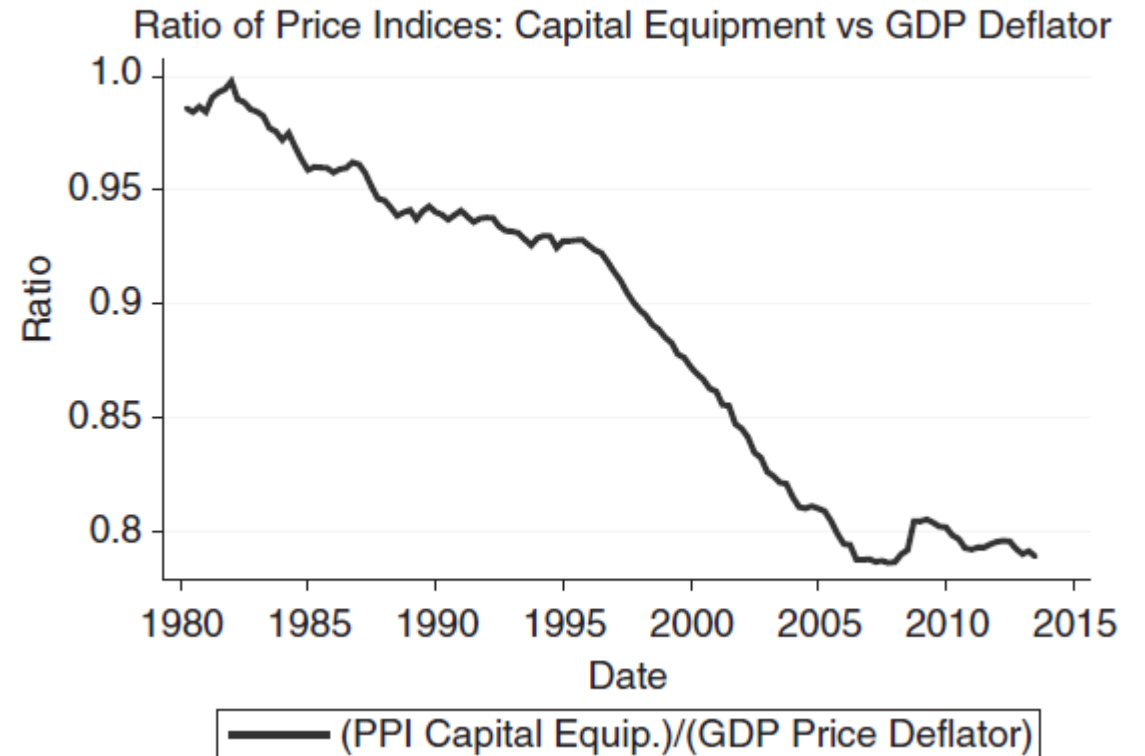
Redução na taxa de juros real de equilíbrio*
(por fatores da economia real) :

**d) Queda no preço relativo
dos bens de capital**

✓ (mais poupança ou
menos demanda de
investimento)

•Referências: Larry Summers, vários artigos em:
<http://larrysummers.com/category/secular-stagnation/>

Figure 11. Price of capital equipment



Estagnação Secular

Abordagem da Demanda - subconsumo

Redução na taxa de juros real de equilíbrio*
(por fatores da economia real) :

e) Mudança no perfil do investimento

✓ (mais poupança ou
menos demanda
de investimento)

- Deslocamento da liderança de setores intensivos em infraestrutura imobiliária, bens de capital e instalações fabris para setores da nova economia:
... de GM, Exxon, Verizon e Walmart...
... para Facebook, Google, Amazon, Apple...

•Referências: Larry Summers, vários artigos em:
<http://larrysummers.com/category/secular-stagnation/>

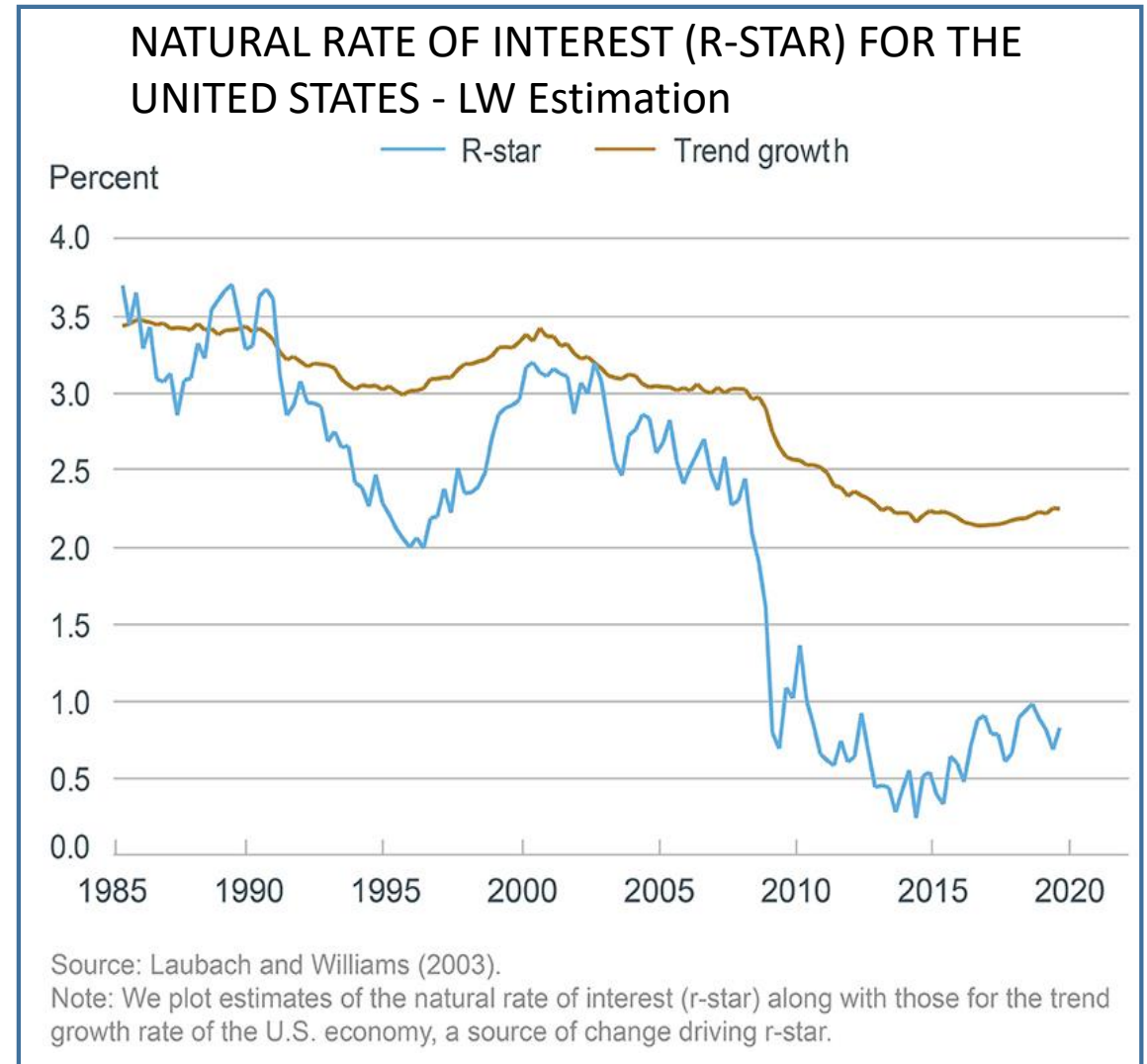
Estagnação Secular

Abordagem da Demanda -
subconsumo

Redução na taxa de juros real de equilíbrio*

**O FED confirma econometricamente a tese.
Simulação recente indica que o problema
persiste nos EUA:**

Federal Reserve Bank of New York: “Measuring the Natural Rate of Interest”
<https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>



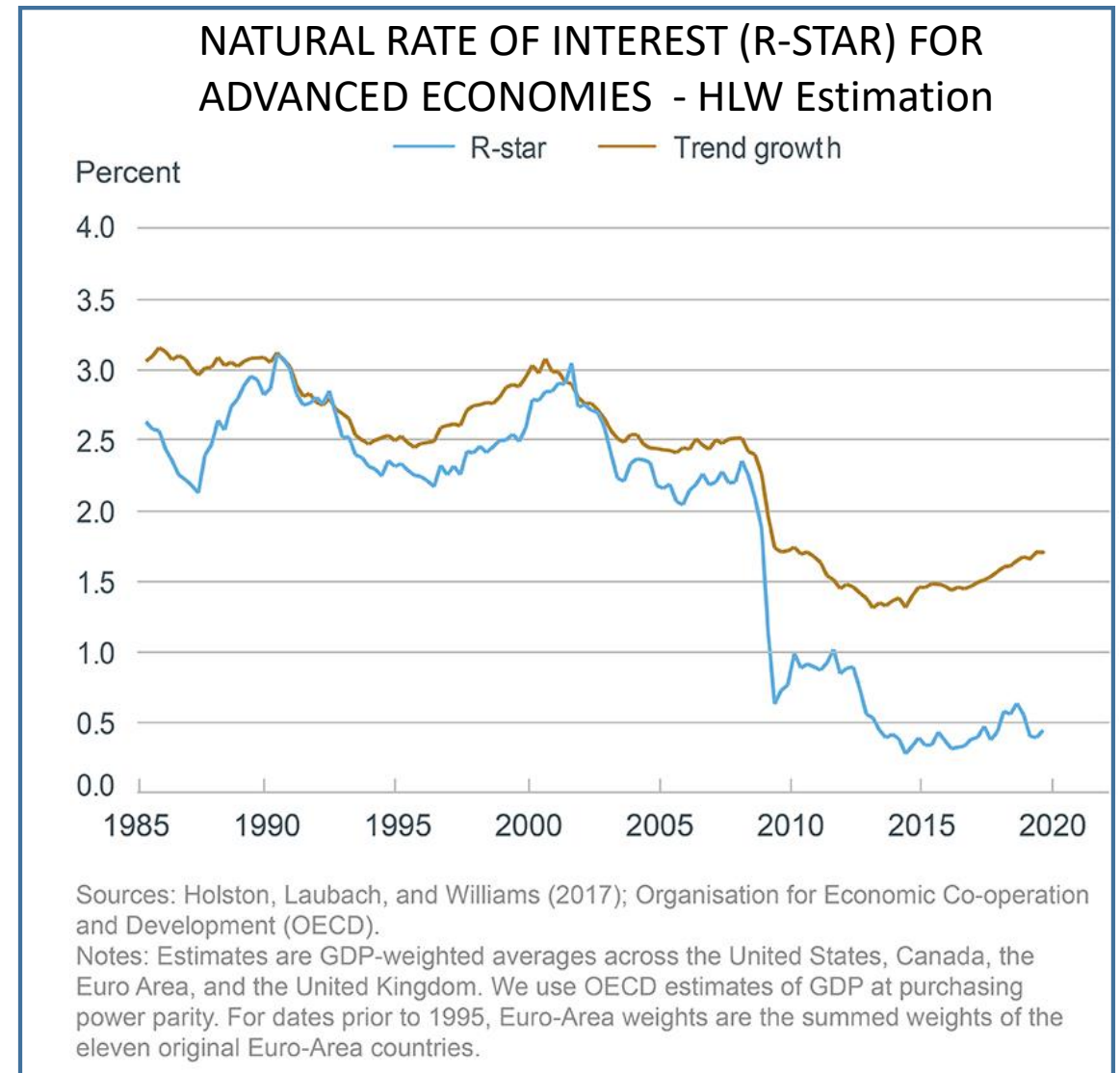
Estagnação Secular

Abordagem da Demanda -
subconsumo

Redução na taxa de juros real de equilíbrio*

**O FED confirma econometricamente a tese.
Simulação recente indica que o problema
Persiste nas
Economias Desenvolvidas (OCDE):**

Federal Reserve Bank of New York: “Measuring the Natural Rate of Interest”
<https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>



Estagnação Secular

Abordagem da Demanda – fragilidade financeira

- **Tendência de avanço da economia em direção a créditos mais arriscados**
 - Investimentos Hedge: todos os compromissos financeiros são cobertos pelo resultado do investimento
 - Investimentos Especulativos: serviço da dívida é coberto pelo resultado do investimento, mas sucesso depende de valorização do capital
 - Investimentos Ponzi: resultado operacional não cobre nem sequer o serviço da dívida
- **Nível de investimento agregado cresce com expansão do crédito, à medida que diminui a aversão a risco de investidores e financiadores**
 - As crises financeiras tendem trazer investidores e financiadores e práticas mais conservadores
 - Mas, à medida que o período de estabilidade progride e a memória da última crise se enfraquece, a aceitação de risco volta a ocorrer

Estagnação Secular

Abordagem da Demanda – fragilidade financeira

- **Não há um nível específico de alavancagem para a reversão do ciclo de expansão.**
 - A economia vai se fragilizando financeiramente, atinge níveis elevados de fragilização, alguns agentes começam a ter receio e, nesses níveis elevados de risco, algum evento específico detona a corrida de desalavancagem.
 - Movimento de venda de ativos derruba seus preços e posições insolventes começam a surgir.
- **A contenção da crise em geral depende de políticas anti-cíclicas, fiscais e monetárias**
 - Com a limpeza de balanços, gradualmente um novo ciclo se inicia.

Estagnação Secular

Abordagem da Demanda

- “Estagnação Secular”
 - “Tendências ou Forças de Estagnação”
 - “Estagnação Prolongada”
-
- Na análise dos desafios de Demanda face a “Tendências ou Forças de Estagnação” é possível analisar a economia com ambos ferramentais
 - Ferramental das abordagens de **subconsumo**
 - Ferramental da abordagem de **fragilização financeira**

Estagnação Secular

Abordagem da Demanda – “forças de estagnação”

Nos EUA

*" It is true that prior to the downturn in 2007, **through the period from, say, 2002 until 2007, the economy grew at a satisfactory rate.** Note that, there is no clear evidence of overheating. Inflation did not accelerate in any substantial way.*

(...)

*It is fair to say that critiques of macroeconomic policy during this period, almost without exception, suggest that **prudential policy was insufficiently prudent, that fiscal policy was excessively expansive, and that monetary policy was excessively loose.** One is left to wonder how satisfactory would the recovery have been in terms of growth and in terms of achievement of the economy's potential with a different policy environment, in the absence of a housing bubble, and with the maintenance of strong credit standards."*

Larry Summers, "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound"
In Business Economics, Vol. 49, n 2, National Association for Business Economics

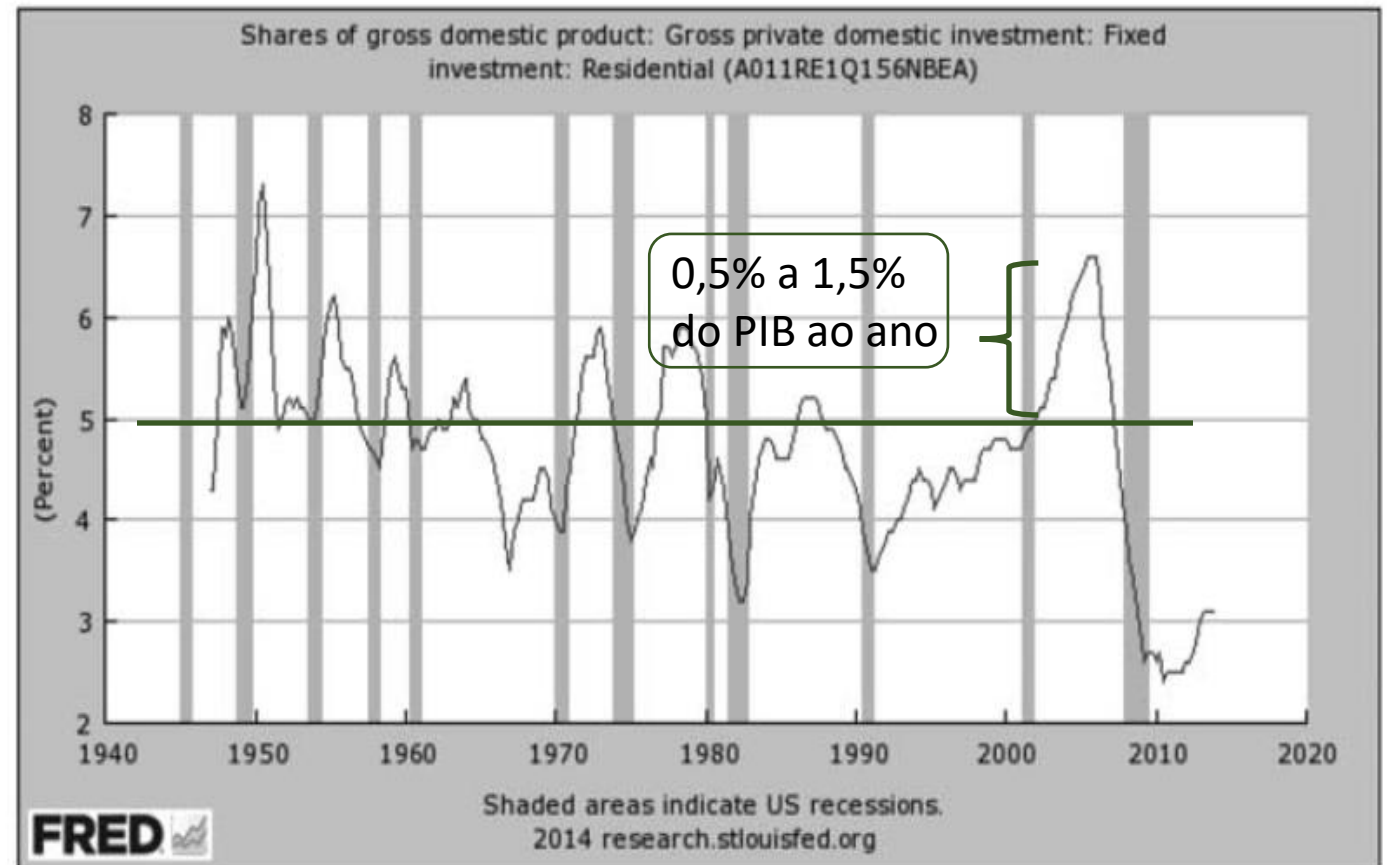
Estagnação Secular

Abordagem da Demanda – “forças de estagnação”

Nos EUA

- A crise do sub-prime, de 2008, foi claramente um “fenômeno Minsky”
- Mas a tolerância com a fragilização financeira talvez já tenha sido a linha de fuga de uma tendência de subconsumo

Figure 6. Housing Share of GDP



Estagnação Secular

Abordagem da Demanda – “forças de estagnação”

Nos EUA

Larry Summers 6, May, 2018:

*" The greatest concern remains over **whether the next downturn can be handled**. Traditionally the response to recession in the industrial world has been **fiscal expansion and a 500 basis point cut in interest rates**. But the fiscal cannon has already been fired in much of the industrial world leaving policymakers short on ammunition"*

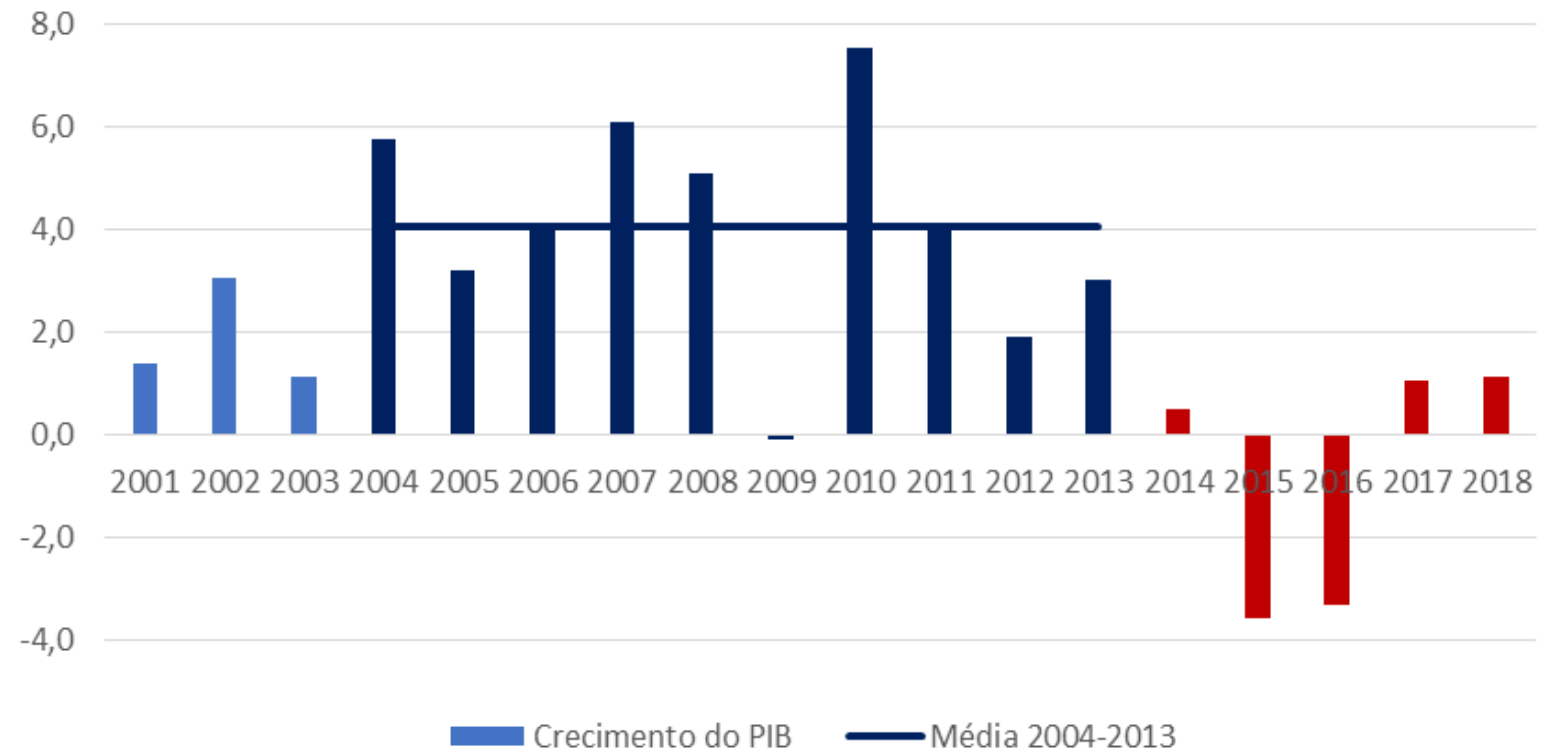
Estagnação Secular

Abordagem da Demanda – “forças de estagnação”

E no Brasil?

- Promove-se freada desinflacionaria de 2015
- Mas há uma estranha incapacidade de retomar o crescimento depois disso (inflação baixa, juros baixos, câmbio depreciado... e nada)

PIB Brasil – taxa de crescimento anual

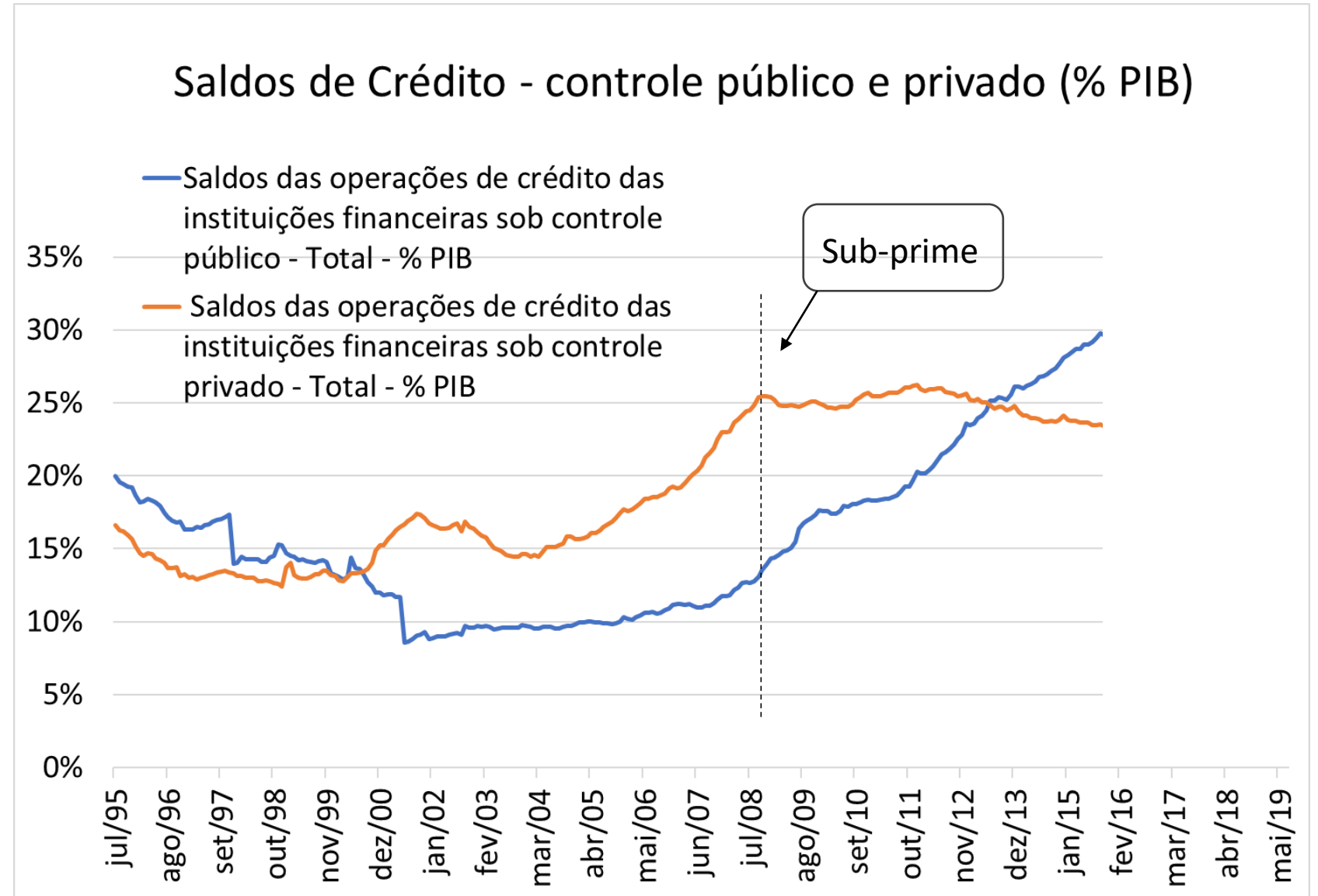


Estagnação Secular

E no Brasil?

• Diferentemente dos EUA e EU, não houve um “fenômeno Minsky” em fins de 2008:

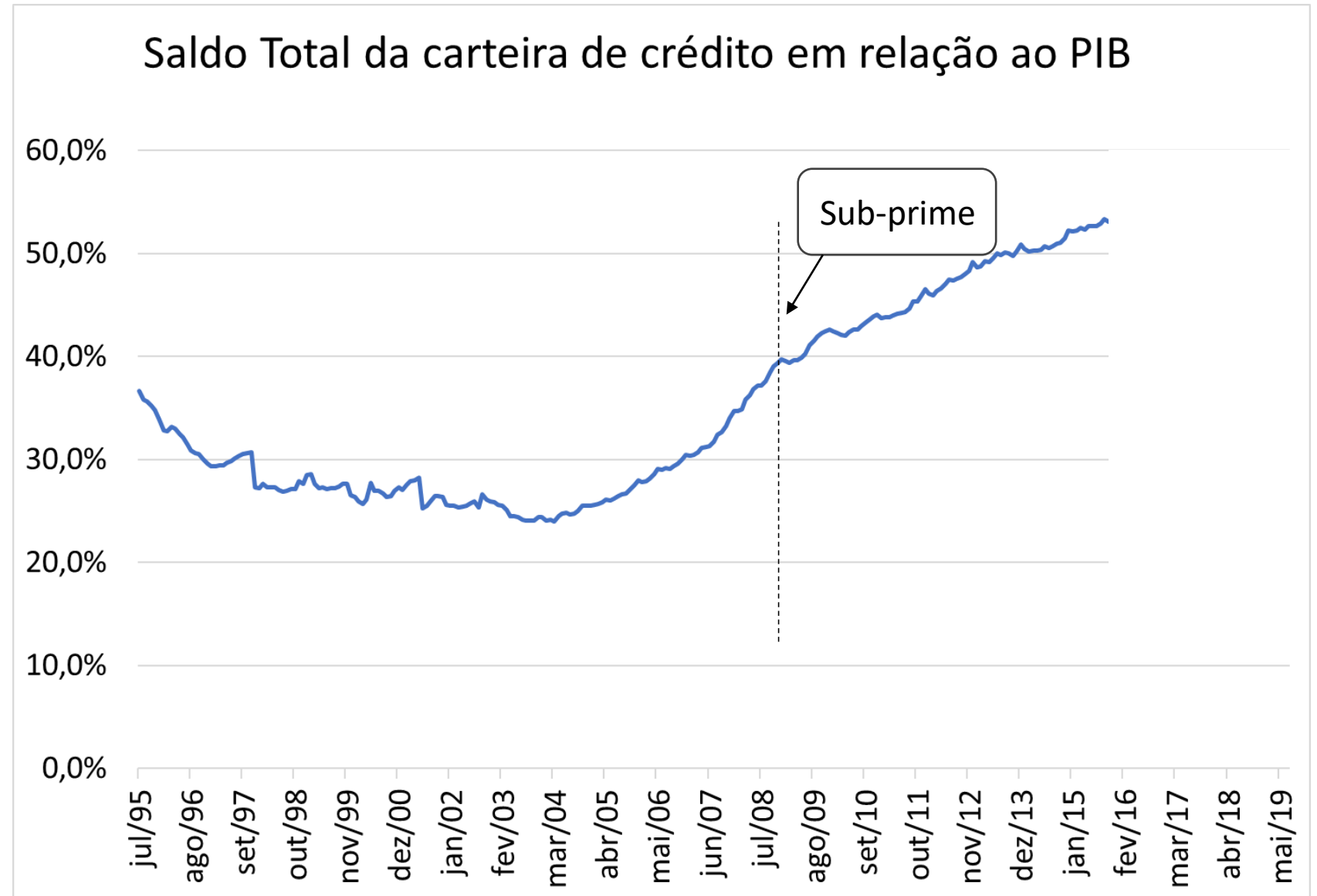
- Nem crise bancária
- Nem brusca retração do crédito



Estagnação Secular

E no Brasil?

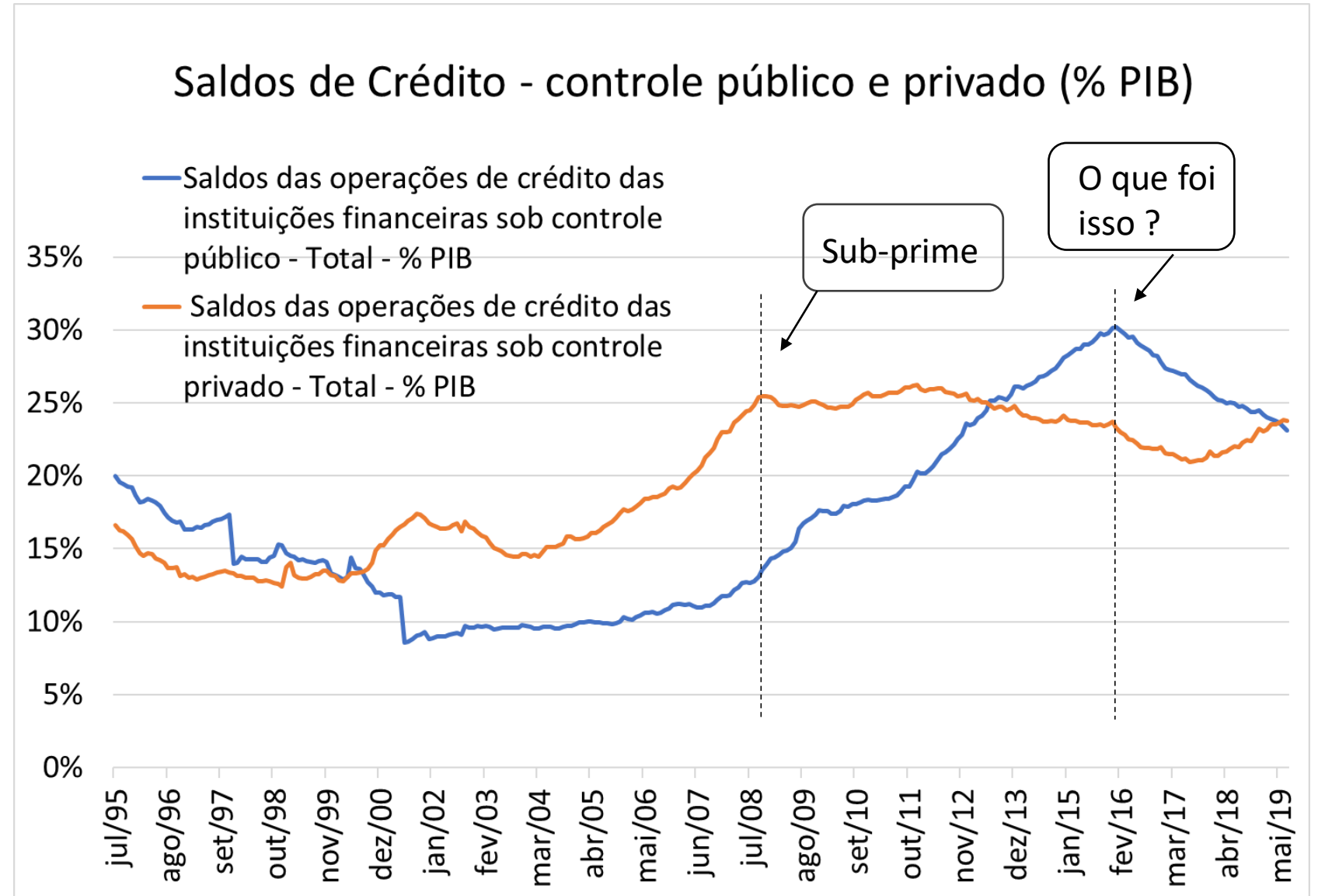
- Em 2008-09 houve freada da oferta de crédito pelos bancos privados
- Mas os bancos públicos mantiveram o ritmo
- Assim, evitou-se um *credit crunch*



Estagnação Secular

E no Brasil?

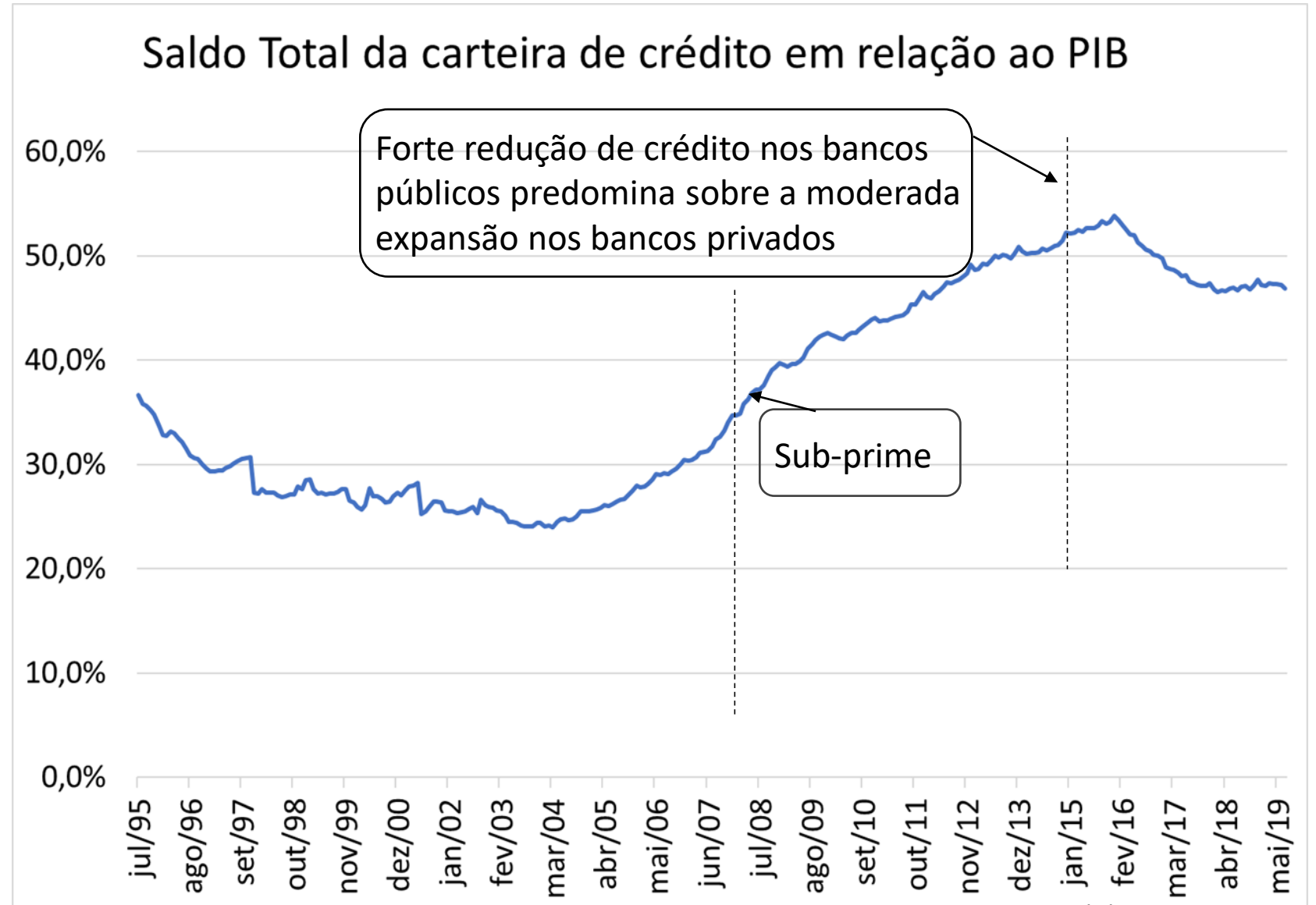
- No 2T16, ocorre uma drástica inflexão na oferta de crédito pelos bancos públicos
- Bancos privados apenas mantém lenta trajetória de redução e voltam a expandir



Estagnação Secular

E no Brasil?

- Entre o 2T16 e o 2T19, os bancos públicos retiram 5,8 pontos percentuais do PIB à demanda efetiva.
- No mesmo período, os bancos privados acrescentam 1,6 ponto percentual à demanda efetiva.



Estagnação Secular

E no Brasil?

- **Em 2008-09, não houve uma crise típica do ciclo de Minsky**, nem endogenamente (momento de crédito e ativos não estavam em posições especulativas e ponzi), nem por contaminação da crise internacional, contrabalançada por uma atuação anti-cíclica eficaz e de baixo custo fiscal (via crédito, em vez de via déficit fiscal)
- **Em 2016 tampouco houve uma crise típica do ciclo de Minsky**. Os bancos públicos, que reverteram a expansão, não o fizeram por crise financeira ou risco de solvência. Mesmo assim, a mudança foi drástica, prolongada e de impacto significativo sobre o PIB por 3 anos.
- Algumas das falhas na sustentação do crescimento apontadas pelas teorias de estagnação secular voltadas à insuficiência de demanda, como **a concentração de renda e o vazamento de recursos para setores da economia com menor arrasto de demanda, provavelmente explicam parte do baixo crescimento do Brasil**.
- *As diretrizes e circunstâncias que cercam os bancos públicos explicam grande parte da estagnação recente. Nos 36 meses findos em junho de 2019, a redução de crédito nos bancos públicos retirou 2% do PIB ao ano, anulando 0,5% de expansão ao ano pelos bancos privados*