

Pacífico GESTÃO DE RECURSOS

[Carta Pacífico 8]

[*Secular Stagnation*]

Setembro de 2015

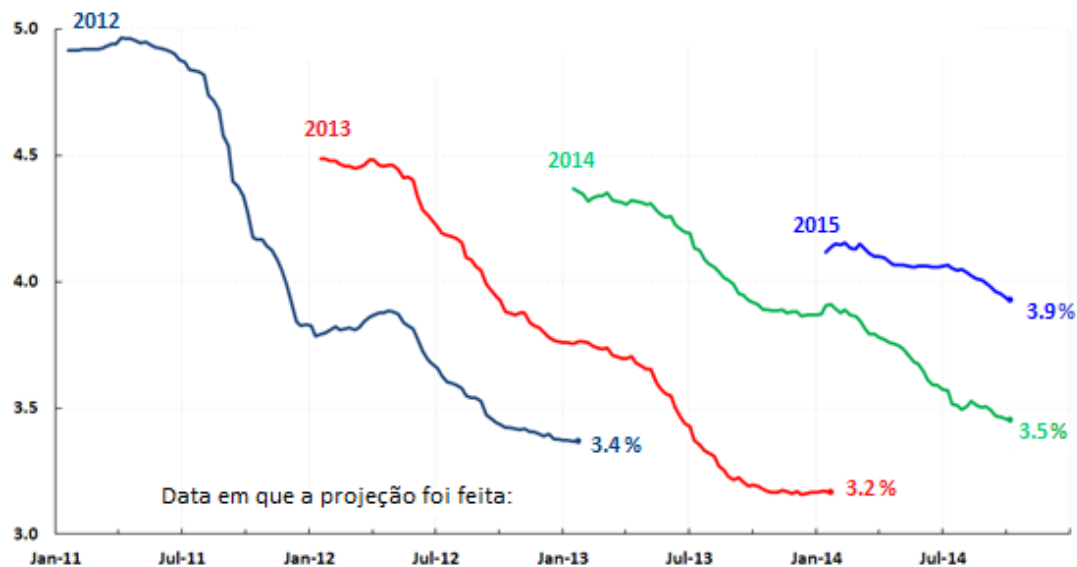
Índice

Introdução	3
1. Um problema de oferta	6
1.1. Inovações tecnológicas	7
1.2. Demografia.....	9
2. Um problema de demanda	12
2.1. A mudança no padrão de crédito e a grande recessão	13
2.2. <i>Savings Glut</i>	15
2.3. Demografia.....	17
2.4. Desigualdade social.....	18
2.5. Outros fatores.....	20
3. Soluções	22
Conclusão	25

Introdução

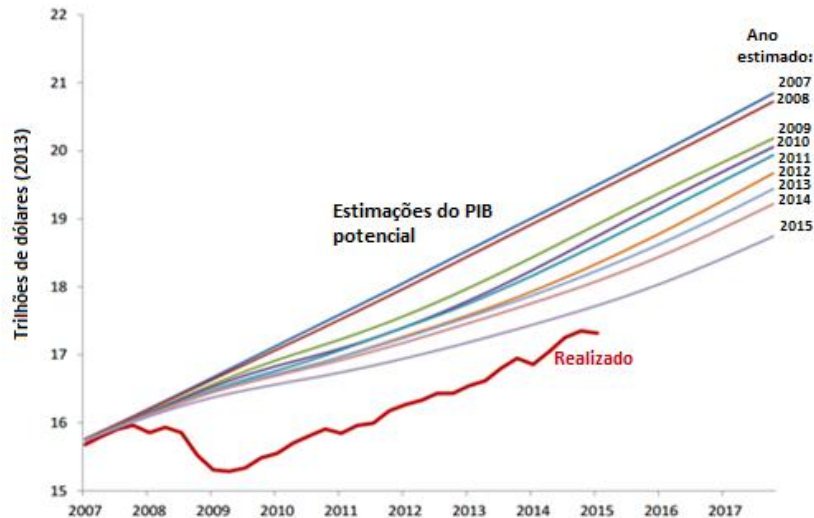
Nos Estados Unidos, a primeira alta de juros em anos pode finalmente ocorrer até o final deste ano. A taxa básica de juros foi reduzida para 0% em 2008 e, surpreendendo todos os analistas, sua alta vem sendo postergada até hoje. A verdade é que, nos últimos anos, observamos uma desaceleração persistente do crescimento norte-americano e global. Desde o forte impacto inicial da crise de 2008, o crescimento não se recuperou plenamente no mundo, conforme era esperado. Um exemplo disso são as projeções de PIB, que se mostraram repetidas vezes superestimadas, especialmente para países desenvolvidos (ver gráfico abaixo). Em particular, a economia americana não se recuperou da recessão de 2008 conforme o esperado e na mesma velocidade com que conseguiu se recuperar de crises severas no passado, mesmo em um ambiente de extrema liquidez, marcado por taxas de juros reais muito baixas e, durante muito tempo, inclusive negativas (ver gráficos abaixo).

Figura 1: Evolução das projeções para o crescimento anual do PIB global (%)



Fonte: *Consensus Economics* e Pacífico Gestão de Recursos

Figura 2: PIB potencial e PIB realizado dos EUA



Fonte: CBO Budget and Economic Outlooks 2007-2015, Bureau of Economic Analysis e Pacífico Gestão de Recursos

Na verdade, a trajetória cadente das taxas de juros globais e, em particular, das taxas americanas, teve início muito antes da crise de 2008, principalmente para os vencimentos de mais longo prazo, quando já havia um descompasso entre poupança e investimento¹. O gráfico abaixo mostra que as taxas de juros nominais de 10 anos encontram-se em um longo processo de queda que se iniciou no começo da década de 1980².

Ao tentar entender esse fenômeno de juros e crescimento baixos após a crise, alguns estudiosos resgataram o conceito de *secular stagnation*, ou “estagnação secular”, em português, lançado por Alvin Hansen na década de 1930³. Essa teoria defende que somente taxas de juros reais permanentemente negativas poderiam equacionar o desequilíbrio entre poupança e investimento em economias desenvolvidas, viabilizando o alcance do pleno emprego. Isto explicaria também o processo recente de baixas taxas de juros e baixo crescimento.

¹ Um aspecto que também afetou as taxas de juros globais foi a redução, ao longo das últimas décadas, do prêmio de risco que esteve presente a partir da década de 70 por conta da alta inflação mundial. Nos anos 80, países desenvolvidos como os EUA conseguiram reduzir a sua inflação. Já a partir do início dos anos 90, países em desenvolvimento que viviam uma hiperinflação, como foi o caso do Brasil, também conseguiram trazer a taxa de inflação para níveis mais razoáveis, o que reduziu esse prêmio de risco associado à incerteza inflacionária em nível mundial.

² As taxas nominais de títulos públicos de 10 anos de outras economias desenvolvidas estão ainda menores que as norte-americanas, como as da Alemanha (0,7%) e Japão (0,4%). Na Suíça, a taxa de juros de 10 anos virou negativa, o que significa que os poupadores pagam para que o governo suíço guarde seus recursos!

³ Hansen (1938), “Economic Progress and Declining Population Growth”, American Economic Association.

Figura 3: Taxa de juros de 10 anos americana



Fonte: Bloomberg e Pacífico Gestão de Recursos

Para os seus defensores, a hipótese de estagnação secular sustentaria que, mesmo antes da crise de 2008, a economia global já se encontrava em um processo de redução de sua taxa de crescimento. Elementos de longo prazo como o envelhecimento da população e a queda do PIB potencial estão entre as possíveis justificativas dessa teoria.

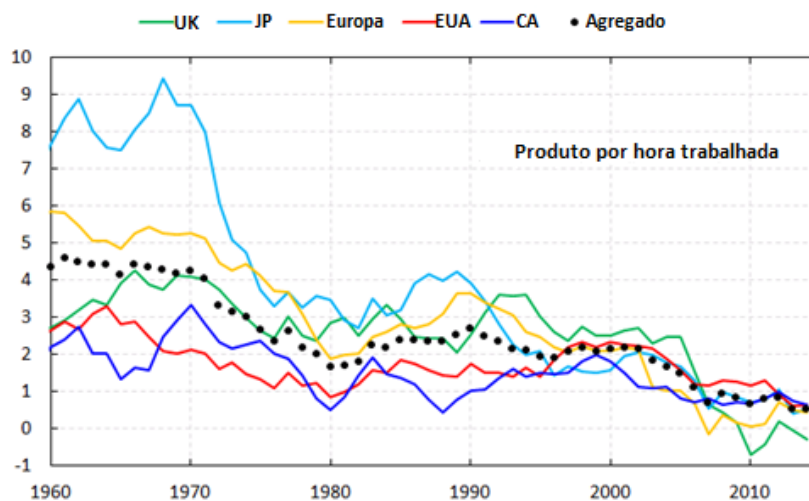
A ideia de que algumas economias desenvolvidas possam estar vivenciando um período de estagnação secular é importante para a alocação de recursos em investimentos internacionais e domésticos. Se existir a expectativa de que regiões como EUA e Europa irão apresentar baixas taxas de crescimento por longos períodos, isso terá uma influência direta no preço de ativos desses países, como a bolsa de valores e taxas de juros. Entender o fenômeno de estagnação secular pode auxiliar investidores na análise de preços de ativos e na antecipação de movimentos feitos por *policymakers* como o aumento ou diminuição da taxa de juros pelo banco central. Mudanças na taxa de juros de referência americana (*federal funds rate*), por exemplo, têm implicações nas taxas de juros de inúmeros países do mundo, inclusive no Brasil, além de poder afetar outras variáveis como a taxa de câmbio.

O objetivo dessa carta é abordar as diferentes visões a respeito deste tema, entender o processo e sua possível realização para, finalmente, apresentar algumas soluções discutidas na literatura para esse fenômeno. O entendimento do tema visa auxiliar as decisões de alocação de recursos de longo prazo, uma vez que esse fenômeno pode impactar os preços de ativos domésticos e internacionais. Em um primeiro momento, abordaremos o tema sob a ótica da oferta da economia, na qual fatores demográficos e inovações tecnológicas exerceriam um papel fundamental. Já no capítulo 2 detalhamos a estagnação secular pelo lado da demanda, que envolve o processo de alavancagem da economia americana, a grande recessão, *savings glut*, entre outros fatores. Finalmente, no capítulo final apontamos possíveis soluções para o problema de estagnação secular.

1. Um problema de oferta

Apesar de diversos autores apoiarem a ideia de que o mundo vive hoje uma estagnação secular, seu significado diverge entre estudiosos do assunto, não havendo uma explicação consensual para o fenômeno. Há quem diga que a economia global vive um problema estrutural de crescimento, relacionado à oferta e às perspectivas de avanço tecnológico. Essa visão, defendida por economistas como Robert Gordon⁴ e Tyler Cowen⁵, mostra que os ganhos de produtividade no contexto pós-segunda guerra mundial foram incomuns, extraordinários se comparados a outros períodos históricos, e que não deverão se repetir daqui para frente. Eventos como a revolução educacional americana e a difusão de tecnologias como eletricidade, telefone, etc., foram extraordinários e episódios de similar impacto são improváveis⁶. O gráfico abaixo, por exemplo, nos mostra a tendência mundial de queda no crescimento da produtividade da mão de obra de economias maduras como Japão, Inglaterra e EUA.

Figura 4: Crescimento da produtividade da mão de obra (% média móvel de 5 anos)



Fonte: *US Census Bureau* e Pacífico Gestão de Recursos

A seguir, detalhamos os principais fatores estruturais supostamente responsáveis pela estagnação secular como um possível fenômeno de oferta.

⁴ Gordon (2012), "Is U.S. economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds", National Bureau of Economic Research.

⁵ The Wall Street Journal, "Economists Debate: Has All the Important Stuff Already Been Invented?" June 2014.

⁶ "Secular stagnation: facts, causes and cures", a VoxEU.org Book, caps. 3 e 5.

1.1. Inovações tecnológicas

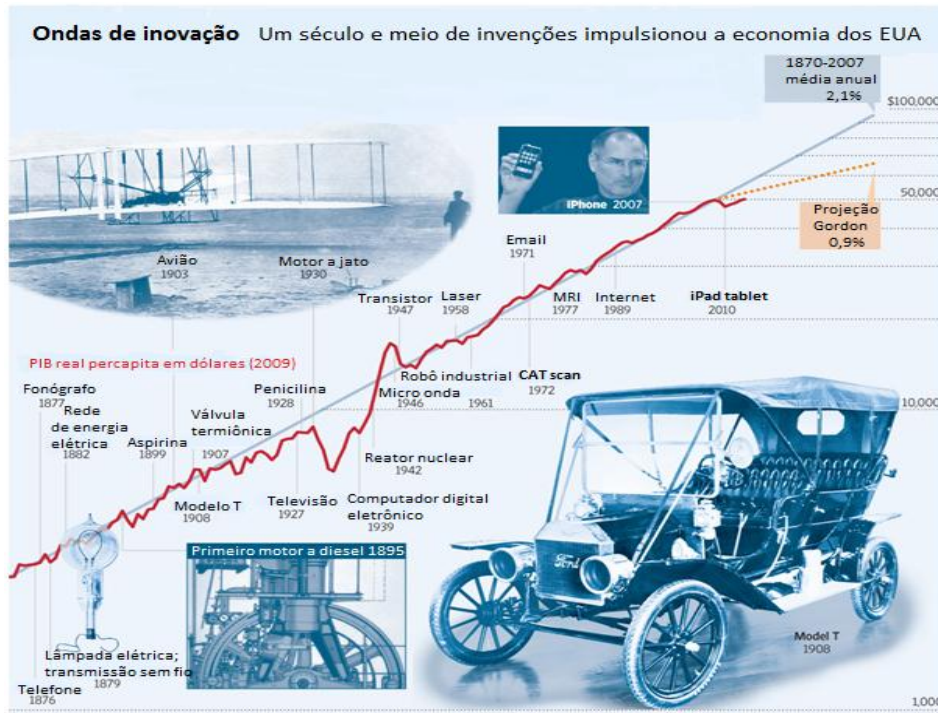
Como introduzido acima, uma possível explicação para o baixo crescimento do PIB americano nos últimos anos seria que as mais importantes invenções já foram criadas. O economista Robert Gordon defende que a eletricidade, o motor de combustão interna, ou o encanamento foram muito mais importantes no aumento da produtividade e na melhoria do padrão de vida da população do que qualquer outra coisa produzida pelo boom “ponto.com”. Dito de outra forma, o rápido progresso vivenciado nos últimos séculos pode ter sido único na história da humanidade, pois dificilmente se repetirá na mesma magnitude. Segundo o economista, não haveria no horizonte qualquer invenção que possa se aproximar das citadas acima, capaz de impulsionar significativamente a produtividade americana.

A análise de Gordon fornece evidência de que a Segunda Revolução Industrial, iniciada na segunda metade do século XIX, e que permitiu o desenvolvimento da indústria elétrica, química, de petróleo, além da urbanização, foi responsável por 80 anos de rápido crescimento da produtividade global entre 1890 e 1972. Cowen segue essa mesma linha e argumenta que mesmo a internet, que faz parte da chamada Terceira Revolução Industrial e criou imensos benefícios para a humanidade, possui uma contribuição limitada para o crescimento do PIB de forma geral, uma vez que boa parte das atividades *online* é gratuita e faz com que mais empregos sejam deslocados do setor do que nele criados⁷.

É importante frisar que Gordon, em seu argumento, não defende uma estagnação no progresso tecnológico. Conforme ilustrado pela figura 5, a seguir, Gordon esperaria o retorno a taxas de crescimento da produtividade e da atividade econômica mais consistentes com a média histórica, como vem ocorrendo a partir dos anos 1970. As inovações continuarão beneficiando os EUA, só que em um ritmo mais lento do que o observado nas décadas de 1920 a 1960.

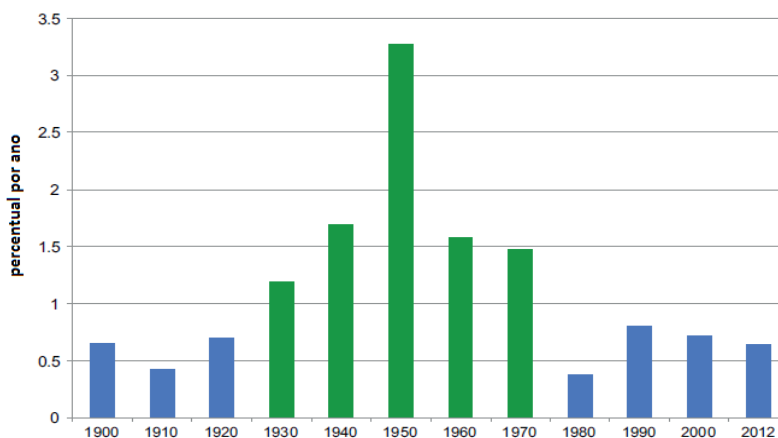
⁷ The Economist, “The great stagnation”, January 2011.

Figura 5: Cronologia de inovações



Fonte: Wall Street Journal e Pacífico Gestão de Recursos

Figura 6: Crescimento anual da PTF* no período de 10 anos precedentes ao ano de referência



Fonte: *Secular stagnation: facts, causes and cures*, Pacífico Gestão de Recursos

*PTF: produtividade total dos fatores é a diferença entre a variação do produto e a variação dos estoques de capital e trabalho.

Essa visão parece ignorar o potencial produtivo de inovações que atualmente estão sendo intensamente desenvolvidas em várias regiões do mundo, a exemplo da robótica, sendo, portanto, uma tarefa extremamente difícil e arriscada quantificar a possível contribuição futura dessas invenções para a produtividade global.

Gordon destaca que o baixo crescimento da economia americana observado nas últimas décadas foi influenciado pelo menor ritmo de revoluções tecnológicas, mas não utiliza esse argumento para justificar o baixo crescimento previsto daqui para frente. A existência de alguns fatores que serão citados nesta carta, como demografia, desigualdade social ou excesso de endividamento, entre outros, exerceria pressões adicionais no sentido de reduzir o crescimento no longo prazo.

1.2. Demografia

O desequilíbrio entre poupança e investimento pode ser atribuído a diversos fatores. Um deles, comumente citado, é a questão demográfica, que pode assumir tendências adversas capazes de exercer pressões para reduzir a oferta de mão de obra e, conseqüentemente, a demanda por investimento na economia. Nessa seção, iremos nos concentrar em questões demográficas diretamente ligadas ao lado da oferta da economia⁸.

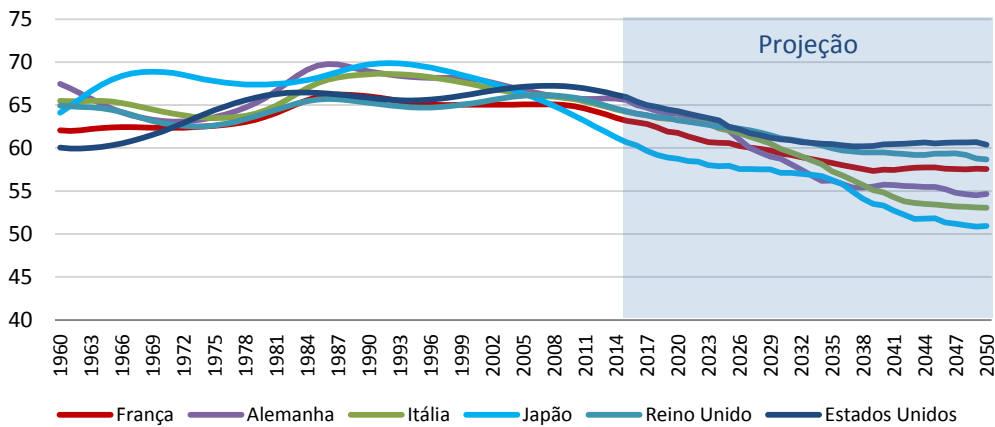
O potencial de oferta da economia americana vem declinando há alguns anos e podemos citar três elementos demográficos que ajudariam a explicar tal questão. O primeiro deles é o fim do fenômeno conhecido como *baby boom*. O envelhecimento dos chamados *baby boomers*, a numerosa geração do pós-guerra nascida entre 1946 e 1964, gerou um aumento no número de aposentados, contribuindo para a queda na taxa de participação⁹ americana e nos investimentos na economia. O segundo fator que também explica a perda de potencial da economia americana pelo lado da oferta é o fim da tendência de aumento da participação feminina no mercado de trabalho. A inserção da mulher na força de trabalho contribuiu, junto com os *baby boomers*, para o crescimento anual de 2,1% da força de trabalho total da economia americana durante o período de 1960-1985. Esse crescimento deu suporte a investimentos, contribuindo para a expansão do PIB. Hoje a situação é bem diferente, já que a economia americana não pode mais contar com o aumento do número de mulheres na força de trabalho nem com a entrada dos *baby boomers*. Pelo contrário, a taxa de participação americana vem declinando desde os anos 2000: de 2004 a 2014 a queda anual foi de 0,5%, enquanto mais recentemente, de 2007 a 2014, a queda foi de 0,8% por ano. O governo dos EUA projeta um crescimento anual para a população entre 18

⁸ Um estudo mais abrangente da questão demográfica foi realizado em nossa Carta Pacífico n. 6, de agosto de 2014, disponível em nosso site www.pagr.com.br.

⁹ A taxa de participação se refere ao percentual de pessoas de 16 anos ou mais que estão empregadas ou procurando ativamente por emprego.

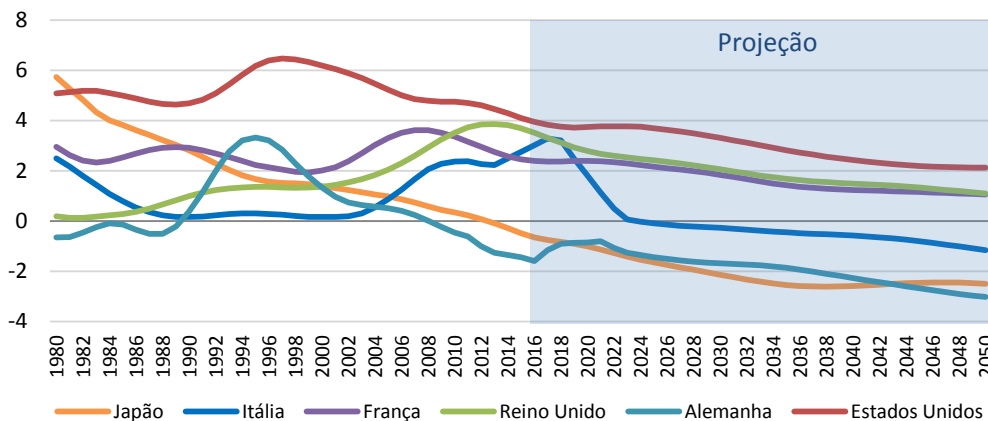
e 64 anos de apenas 0,2% de 2015 até 2025, o que significa menos crescimento e menos demanda por investimento¹⁰. Os gráficos abaixo mostram essa tendência de queda em algumas economias desenvolvidas, não apenas na força de trabalho, mas no crescimento populacional como um todo.

Figura 7: População economicamente ativa (%população total)



Fonte: World Bank e Pacífico Gestão de Recursos

Figura 8: Crescimento populacional (média ante os 5 anos anteriores)

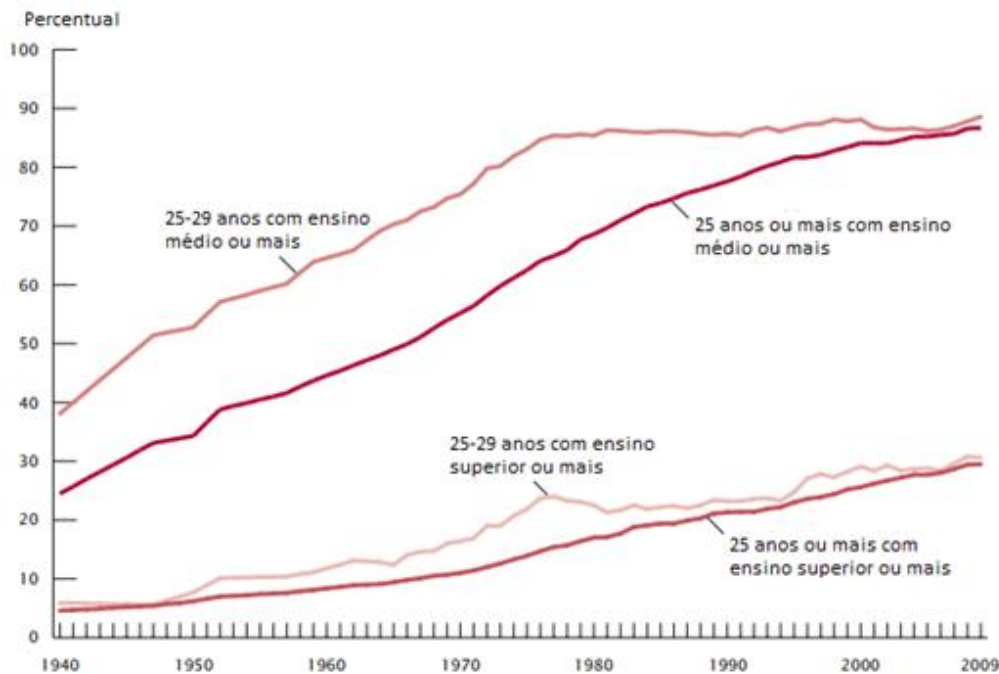


Fonte: US Census Bureau e Pacífico Gestão de Recursos

¹⁰ Esse fenômeno não se limita apenas à economia dos EUA. Em economias da Europa como a Inglaterra, a força de trabalho deixará de crescer nas próximas décadas, enquanto a Alemanha já sofre com o encolhimento de sua população economicamente ativa há mais de uma década.

Por fim, um fator que afetou positivamente o crescimento da economia americana após 1945 e não se verifica nos tempos de hoje foi o forte aumento no número de alunos com ensino superior. Não apenas as horas de estudo foram expandidas no período pós-guerra, mas a qualidade do ensino também melhorou. Esse *boom* gerado pela grande adição de estoque médio de conhecimento na economia parece ter sido um choque inédito que não se repetirá, ainda que o número de anos de estudo da população continue subindo. Esta ideia pode ser percebida pelo gráfico abaixo, que evidencia o percentual da população de 25 anos ou mais com ensinos médio e superior completos. Podemos ver um crescimento no número de jovens qualificados que começa a se estabilizar a partir dos anos 80 para o caso de jovens entre 25 e 29 anos com o 2º grau completo ou a desacelerar no final da década de 70 como é o caso de jovens entre 25 e 29 anos com o ensino superior completo, que nas últimas décadas apresentaram uma certa estabilização.

Figura 9: Percentual da população de 25 anos ou mais com ensinos médio e superior completos



Fonte: US Census Bureau e Pacífico Gestão de Recursos

2. Um problema de demanda

Os argumentos vistos até então explicam o baixo crescimento econômico de muitas economias avançadas como um problema de oferta, mas a verdade é que o menor crescimento também pode ser explicado por problemas existentes no lado da demanda. A grande recessão e a resultante desalavancagem do setor privado americano, somada a outros fatores como contração fiscal, aumento de incerteza e o posterior equilíbrio no *zero lower bound*¹¹, em taxas de juros próximas de zero, criaram restrições para as economias desenvolvidas operarem em seu produto potencial.

De acordo com a visão de alguns economistas, o mais conhecido destes sendo Lawrence Summers, o que ocorre com o mundo não está relacionado a uma desaceleração tecnológica ou queda permanente no produto potencial, mas sim a um desequilíbrio conjuntural formado por um excesso de poupança e pela falta de oportunidades de investimento, o que resulta em uma menor taxa de juros real de equilíbrio¹².

Nos últimos anos, vimos que o problema aumenta quando esse menor nível de taxa de juros real se prova ainda insuficiente para estimular a demanda e reaquecer a economia, sendo necessária uma maior queda na taxa de juros nominal que permita que a economia atinja o pleno emprego. O problema é que em muitos países desenvolvidos, os bancos centrais já levaram as taxas de juros a zero quando o contexto atual exigiria que essas taxas ficassem abaixo de zero para garantir o pleno emprego. Nesse sentido, o *zero lower bound* atua como uma restrição para se alcançar a nova taxa de juros real de equilíbrio da economia necessária para fechar o hiato do produto americano, a qual é ainda mais baixa ou até negativa, como já vimos. A alternativa encontrada por muitas autoridades monetárias como o Federal Reserve, o Bank of England, o Bank of Japan e, mais recentemente, o Banco Central Europeu, foi a injeção de liquidez para trazer as taxas de juros mais longas a níveis baixíssimos, de modo a estimular o investimento. Ainda assim, vemos hoje um mundo com muita liquidez, uma imensa disponibilidade de recursos, mas supostamente com oportunidades de investimento aquém do desejado, gerando um desequilíbrio persistente entre oferta e demanda.

Neste sentido, abordaremos a seguir alguns fatores que sugerem que a queda na taxa de juros de equilíbrio da economia de países desenvolvidos, assim como o baixo crescimento econômico observado nesses lugares, podem ser essencialmente um problema de demanda.

¹¹ *Zero lower bound* ocorre quando a taxa de juros nominal de curto prazo da economia está em zero ou próxima de zero, causando uma armadilha de liquidez e limitando a capacidade do banco central de estimular a economia. Uma detalhada explicação deste fenômeno foi feita em nossa Carta Pacífico n.5, de setembro de 2013, disponível em nosso *site* www.pagr.com.br.

¹² A taxa de juros de equilíbrio é a taxa de juros real consistente com o pleno emprego dos fatores de produção (trabalho e capital).

2.1. A mudança no padrão de crédito e a grande recessão

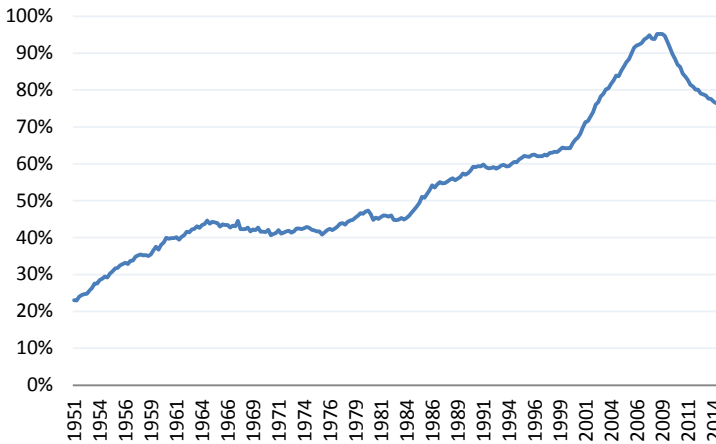
Um importante fator que costuma ser citado por economistas como relevante na desaceleração de demanda e consequente queda na taxa de juros real é a desalavancagem das famílias durante o período pós-crise de 2008. Muitos argumentam que boa parte da estagnação da economia americana pode ser explicada pelos ajustes nos balanços que o setor privado teve de fazer após o estouro da bolha de ativos.

Sabemos que a redução tanto do investimento privado quanto do consumo das famílias decorre do período de endividamento excessivo que culminou na crise financeira de 2008. Esse ciclo, cujo período foi de 2000 a 2007 e foi marcado por forte alavancagem do setor privado, ocorreu em um ambiente de pouca regulação de instrumentos financeiros, muitos deles complexos e pouco entendidos por investidores. Após a crise, o maior rigor regulatório em intermediários financeiros gerou restrições no mercado de capitais de implicações claras para o setor privado, contribuindo para o seu processo de desalavancagem. Guerrieri e Lorenzoni¹³ estudaram os efeitos de um *credit crunch* no consumo e concluem que após um choque inesperado de aperto de crédito, alguns consumidores são forçados a desalavancar e outros aumentam sua poupança por precaução, o que leva a uma redução das taxas de juros para manter o mercado de ativos em equilíbrio, gerando uma queda no produto.

É importante ressaltar que mesmo com o fim desse processo, o nível de endividamento dificilmente voltará ao que se verificou entre 2000-2007, conforme gráfico a seguir. O processo de desalavancagem e, portanto, a consequente ausência do estímulo à demanda agregada, exerce uma pressão para a taxa de juros natural da economia cair.

¹³ Guerrieri e Lorenzoni, “Credit crises, precautionary savings and the liquidity trap”, novembro de 2011.

Figura 10: Endividamento das famílias em relação ao PIB



Fonte: *Federal Reserve Bank of St. Louis* e Pacífico Gestão de Recursos

Dito de outra forma, os adeptos da teoria de estagnação secular defendem que uma vez encerrado esse processo de desalavancagem, a economia não retornaria a um *steady state* com taxa de juros de equilíbrio positiva como a de antes, visto que houve uma mudança estrutural no padrão de crédito que não permite mais aquela mesma alavancagem. Summers, por exemplo, defende que a ocorrência de bolhas pode levar a economia ao pleno emprego, fazendo com que as taxas de juros sejam maiores ou positivas. Mas, na ausência de bolhas, a economia voltaria a ter uma taxa de juros natural mais baixa. Esse fenômeno, segundo ele, não ocorreu apenas após o estouro da bolha imobiliária em 2007, mas teve início a partir da década de 1980 e foi se intensificando com o passar dos anos. Dito de outra forma, seria como se a economia caminhasse naturalmente em direção a um equilíbrio de juros sensivelmente baixos, mas fosse impedida de cair nele graças à ocorrência sucessiva de bolhas. Por isso, ela dificilmente voltará a vivenciar um processo de alavancagem atípico como o anterior no médio prazo.

2.2. *Savings Glut*

Em março de 2005, Ben Bernanke, na época diretor do Federal Reserve, fez um discurso apontando uma possível explicação para a queda na taxa de juros real no mundo. De acordo com ele, três fenômenos observados na economia global a partir da década de 90 estariam diretamente ligados ao processo de aumento de poupança global, o chamado *savings glut*. Seriam eles: o substancial aumento do déficit em conta corrente americano, a transição de países emergentes de moderados déficits para grandes superávits externos e a queda significativa da taxa de juros real de longo prazo em vários países do mundo. De forma bastante simplificada, Bernanke afirma que se um determinado preço está caindo, o excesso de oferta sobre a demanda é, por definição, a causa do evento. Ou seja, o aumento de poupança em relação ao investimento gerou esse excesso, fazendo as taxas de juros caírem no mundo. A grande questão é identificar qual a causa do desequilíbrio entre oferta de poupança e demanda por investimento.

Em uma economia fechada, a poupança doméstica é igual ao investimento doméstico. Todavia, praticamente todas as economias possuem, atualmente, algum grau de abertura, ou seja, dispõem de acesso a mercados de capitais internacionais. Insere-se então, em uma economia aberta, o conceito de poupança externa, representado pelo superávit/déficit em conta corrente, que é justamente a diferença entre poupança e investimento domésticos. Quando a poupança doméstica em um determinado período é insuficiente para financiar o investimento de um país, o mesmo se financia externamente, “importando” poupança de outros países e gerando déficits em conta corrente. Já quando a poupança interna supera a demanda por investimento, o que indica superávits em conta corrente, o país se torna um exportador líquido de poupança para o mercado de capitais internacional, financiando o resto do mundo. Os EUA vivenciaram, a partir da década de 90, um rápido aumento em seu déficit em conta corrente que foi financiado por um aumento da poupança no resto do mundo. Conforme iremos explicitar a seguir, alguns fatores ajudam a explicar esse aumento de poupança.

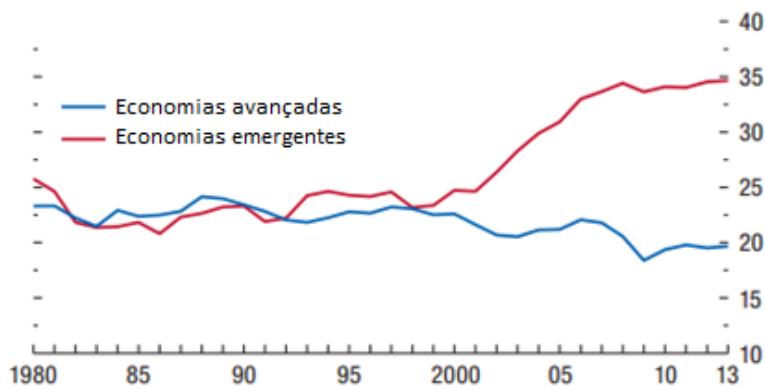
De acordo com Bernanke, um dos fatores que permitiu o financiamento do crescente déficit em conta corrente americano a partir da década de 90 foi a existência de crises financeiras em economias em desenvolvimento, como a crise do México em 1994, a crise Asiática em 1997, a crise da Rússia em 1998 e a crise do Brasil em 1999. Os efeitos dessas crises envolveram desde abruptos fluxos de saída de capitais dessas regiões, gerando fortes desvalorizações cambiais, até recessões e enfraquecimento de seus sistemas bancários. A saída encontrada por essas economias emergentes diante desse cenário de escassez de fluxos de capital foi fazer a transição entre ser importador líquido de capital para se tornar exportador líquido de capital, ou seja, gerar superávits em conta corrente como uma forma de prevenção contra flutuações decorrentes de um eventual *sudden stop*¹⁴.

¹⁴ Para mais detalhes, ver Curdia (2007), “Monetary Policy under Sudden Stops”, Federal Reserve Bank of New York.

A partir da década de 2000, algumas economias como a chinesa passaram a acumular imensas reservas internacionais, boa parte delas sob a forma de títulos do governo americano, para – dentre outros possíveis motivos - manter suas moedas depreciadas e competitivas no mercado global. Esse contexto de acumulação de ativos em dólar e intervenções de governos para depreciar suas moedas foi propenso a uma apreciação do dólar ante várias moedas no mundo e a um aumento no déficit em conta corrente americano.

Todo esse processo foi acompanhado por um crescimento na renda desses países emergentes a partir dos anos 2000, gerando um acúmulo significativo de poupança nessas regiões, como mostram os gráficos abaixo. Estima-se que esse fator tenha aumentado a poupança global em 1,7p.p., sendo a China o país que mais contribuiu para esse aumento.

Figura 11: Poupança como %PIB



Fonte: FMI e Pacífico Gestão de Recursos

Todavia, desde o discurso de Bernanke em 2005, a conta corrente desses países se alterou: nos EUA, o déficit em transações correntes caiu 3,5 p.p. do PIB, desde o pico em 2006 até 2014, muito influenciado pelo rápido aumento da produção de petróleo americana; já em países emergentes, como a China, houve expressiva redução nos superávits em conta corrente no mesmo período. Para Bernanke, contudo, a hipótese de *savings glut* segue válida. Nos anos recentes, o papel de exportador de poupança que pertencia à China foi assumido pela zona do Euro, mais especificamente pela Alemanha¹⁵.

Alguns fatores que contribuíram para a queda na taxa de juros real do mundo começaram, portanto, antes dos anos 2000. Durante aquela década, o fenômeno global de *savings glut*, conforme descrito por

¹⁵ Ver no *blog* do Bernanke, “Why are interest rates so low, part 3: The Global Savings Glut”, abril de 2015. O mesmo blog contém diversos artigos ligados a este tema cuja leitura é extremamente proveitosa.

Bernanke, parece ter contribuído para tais juros baixos. Summers¹⁶ também aponta que mesmo antes do processo de alavancagem que precedeu a crise, e durante este, as taxas de juros já eram baixas mas a economia não crescia a taxas muito altas. No entanto, a crise financeira global parece realmente ter contribuído de forma substancial para a queda nos juros verificada nos EUA e no mundo.

2.3. Demografia

Vimos na seção anterior que a questão demográfica ajuda a explicar a teoria de estagnação secular pois ela afeta o lado da oferta de uma economia. No entanto, pelo lado da demanda, a desaceleração no crescimento da população, em especial da força de trabalho, e o envelhecimento populacional criam profundas implicações para a economia de uma região, contribuindo para um descompasso entre poupança e investimento.

Mas como se dá a transmissão dessa desaceleração do crescimento populacional para a demanda por investimentos e a taxa de poupança? O fato de haver cada vez menos pessoas em idade ativa, aptas a se inserirem na força de trabalho, resulta em uma redução na demanda por novos investimentos, desde construção civil até em capital produtivo, pressionando para baixo a taxa de juros de equilíbrio. Além disso, a renda esperada no futuro cai o que causa um aumento na taxa atual de poupança¹⁷.

O aumento da expectativa de vida pode contribuir também para a queda na taxa de juros de equilíbrio, uma vez que ele pode levar a um aumento da poupança per capita, tanto de trabalhadores quanto de idosos, especialmente quando associado a incertezas no sistema de pensão de um país. O mecanismo é simples: pessoas vivendo mais optam por aumentar sua poupança ao longo da fase de idade ativa a fim de suavizar o consumo na fase idosa. Isso aumenta a oferta de recursos a serem emprestados, pressionando para baixo a taxa de juros. O baixo nível da taxa de juros é um claro sinal de excesso de poupança.

Por outro lado, o envelhecimento da população, ou, dito de outra forma, uma maior proporção de idosos em relação à de adultos compoem a pirâmide etária de um país, exerce pressões opostas às descritas acima na taxa de juros: esse processo reduz a poupança, uma vez que idosos consomem mais que os trabalhadores¹⁸. Temos assim fatores demográficos que atuam em direções opostas na taxa de

¹⁶ Summers (2014), “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound”.

¹⁷ Para mais detalhes ver Carta Pacífico n. 6, disponível em nosso site www.pagr.com.br.

¹⁸ Um estudo da Goldman Sachs mostra que o efeito do envelhecimento da população é de uma redução na taxa de poupança líquida de investimentos, como ocorreu no Japão. Para mais detalhes, ver o estudo “Secular Stagnation, demographics and low real rates”, de fevereiro de 2015.

juros. Carvalho e Ferrero¹⁹ mostram, no entanto, que o primeiro fator predomina e que o efeito líquido é de aumento na poupança agregada e, portanto, de redução na taxa de juros de equilíbrio.

2.4. Desigualdade social

O aumento da desigualdade na distribuição de renda que ocorreu a partir da década de 1980 nos EUA, (gráfico abaixo) e no mundo também contribuiu para um aumento da poupança e, conseqüentemente, para a queda na taxa de juros americana.

Figura 12: Renda de 1% mais ricos da população como percentual da renda agregada dos EUA



Fonte: *World Top Income Databases* e Pacífico Gestão de Recursos

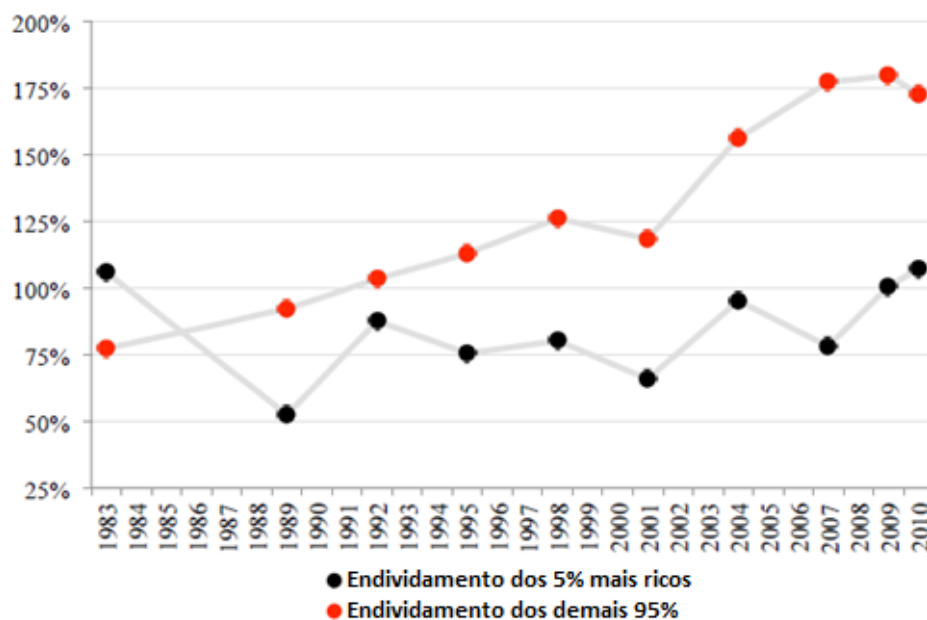
Essa distribuição desigual faz com que uma parcela maior da renda vá para aqueles que têm menor propensão a gastar, atuando no sentido de aumentar a poupança. O resultado é um excesso de poupança por parte de firmas e pessoas que não estão dispostas a investir se tiverem como opção uma taxa de juros positiva.

Parte dessa demanda reprimida nos EUA provocada pela maior propensão a poupar dos 5% mais ricos foi parcialmente compensada nos anos 2000. Cynamon e Fazzari²⁰ mostram que isso ocorreu graças ao

¹⁹ Carvalho e Ferrero, “What explains Japan’s persistent deflation”, janeiro de 2013.

aumento do endividamento dos 95% restantes, como aponta o gráfico abaixo. Contudo, a crise de 2008 voltou a exacerbar essa desigualdade de renda, forçando a desalavancagem das famílias. Portanto, o aumento da desigualdade de renda, juntamente com o seu respectivo peso provocado na demanda via maior poupança, ajudaria a explicar o baixo crescimento econômico observado nos últimos anos nos EUA.

Figura 13: Dívida das famílias como percentual da renda disponível nos EUA



Fonte: *Survey of Consumer Finances, Flow of funds*, Pacífico Gestão de Recursos

²⁰ Cynamon e Fazzari (2014), "Inequality, the Great Recession, and Slow Recovery".

2.5. Outros fatores

i. Alteração da demanda relativa entre ativos livres de risco e ativos arriscados

Além dos fatores citados anteriormente, existem outros que exerceram pressões declinantes na taxa de juros nos últimos anos, como a alteração da demanda relativa entre ativos livres de risco e ativos arriscados. Vimos que a partir dos anos 2000, o crescimento acelerado em algumas economias emergentes permitiu um aumento de poupança doméstica, que foi acompanhado, em muitos casos, por um acúmulo significativo de reservas internacionais investidas, em sua maioria, em títulos do governo, especialmente em *treasuries* americanas.

Podemos acrescentar a isso a intensificação da regulação sobre bancos, fundos de pensão e seguradoras após a crise de 2008, anteriormente citada aqui, que forçou essas instituições a aumentar a quantidade de ativos seguros em seus balanços, contribuindo para um aumento na demanda por ativos menos arriscados e exercendo pressões de aumento nos seus preços. Como as taxas de juros dos ativos respondem de forma inversa a variações nos preços, observamos uma queda nas taxas de juros de ativos menos arriscados.

ii. Falta de investimento

Outra explicação para o baixo crescimento do PIB global foi uma falta de investimento, especialmente em infraestrutura. Observou-se nos últimos anos uma persistente queda no investimento em economias desenvolvidas a qual se intensificou após a crise financeira global. Por exemplo, desde 2008, a oferta de crédito se tornou mais limitada, com condições mais restritivas para empréstimos, o que dificultou o investimento. Além disso, crises financeiras aumentam os riscos e a incerteza em relação ao retorno esperado de um investimento, tirando os incentivos das firmas em investir.²¹ Segundo o Banco mundial, a razão investimento/PIB dessas regiões não deverá recuperar seus níveis pré-crise pelo menos nos próximos 5 anos.

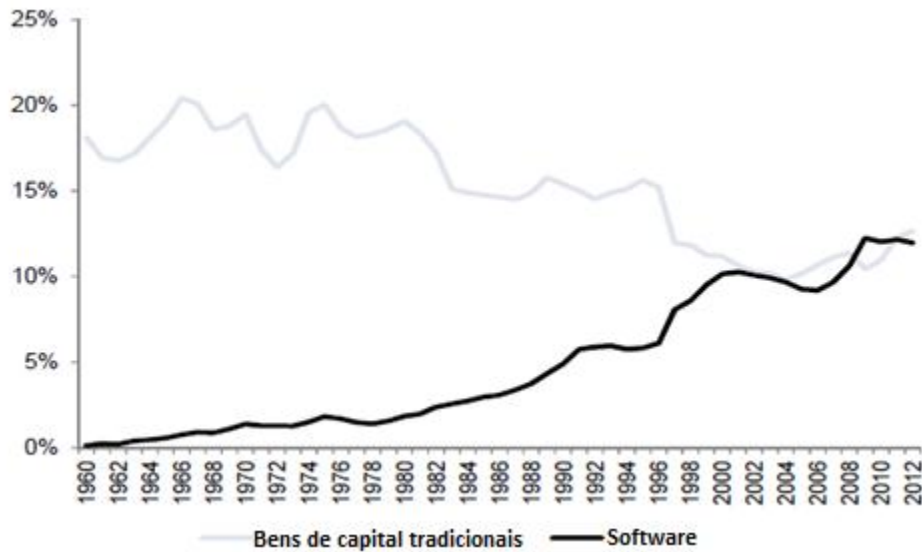
Cabe ressaltar outro fator muito importante, mas cujo impacto é difícil de medir com precisão. A evolução tecnológica das últimas décadas trouxe, como consequência, uma menor necessidade para determinadas empresas de investir em capital físico para gerar o mesmo valor de mercado - ou até mesmo maior - de empresas que produzem bens tangíveis²². Empresas de enorme valor como a Google “economizaram” uma boa quantia de investimento em capital físico graças a progressos na tecnologia e, obviamente, ao tipo de *business* no qual estão inseridas. Isso também contribuiu para a queda observada na demanda por investimento, afetando a taxa de juros real de equilíbrio da economia.

²¹ FMI, “Where are we headed? Perspectives on potential output”, abril de 2015, cap. 3, WEO.

²² Vide o exemplo do *Whatsapp*, que possui um valor de mercado maior que a Sony, sendo necessário praticamente nenhum investimento em capital físico.

O gráfico abaixo captura bem essa tendência de deslocamento do investimento em bens de capital pelo investimento em softwares.

Figura 14: Percentual do investimento total em ativos fixos nos EUA



Fonte: US Bureau of Economic Analysis, Goldman Sachs e Pacífico Gestão de Recursos

3. Soluções

Por se tratar de um debate em aberto, a maioria dos estudos referentes à hipótese de estagnação secular foca principalmente em verificar se esta realmente é válida e presente. Discute-se muito, como vimos acima, quais seriam os motivos que teriam levado a economia global a esta possível situação de menor crescimento e juros mais baixos. Neste debate, assim, a proposta de possíveis soluções para tornar possível a reversão da estagnação secular, retomando taxas de crescimento e de juros mais elevadas, acaba sendo deixada para um segundo momento.

Ainda assim, e apesar das divergentes visões a respeito do tema, existem algumas respostas à questão que podem permitir que os países voltem a apresentar taxas de crescimento mais elevadas, levando assim a uma elevação da taxa de juros. Por exemplo, se o problema for relacionado à demanda, uma delas seria estimulá-la através de um aumento dos gastos do governo em investimento em infraestrutura, de modo a permitir que a economia alcance o pleno emprego. Isso ajudaria a equilibrar a economia até que o setor privado esteja confortável com seu balanço já ajustado após a recessão de 2008, e pronto para tomar novos empréstimos.

Larry Summers argumenta que em um mundo com taxas de juros reais em zero, o serviço da dívida pública é muito barato. Por isso, qualquer projeto de investimento do governo que tenha um retorno positivo conseguirá gerar receita suficiente para cobrir o serviço da dívida associada ao projeto. Nesse ambiente, estímulos fiscais conseguem se pagar através de efeitos multiplicadores²³. E ainda, de acordo com o FMI, investimentos públicos em infraestrutura feitos em países com taxas de juros próximas ao *zero lower bound* têm grande probabilidade de reduzir de forma significativa a relação dívida/PIB ao aumentar a capacidade produtiva do país, expandindo o produto no curto (efeito demanda) e longo prazo (efeito oferta)²⁴.

Ben Bernanke²⁵ concorda que, em um contexto de juros reais negativos por um período indefinido, praticamente qualquer investimento seria rentável. Cita, como exemplo, que com taxas de juros negativas ou em zero haveria benefícios econômicos até em nivelar montanhas para reduzir, ainda que minimamente, custos de transporte com combustível dos carros e trens, que deixariam, então, de percorrer longas e íngremes distâncias. Nesse mundo, qualquer investimento poderia se justificar economicamente, o que nos faria questionar se taxas de juros de equilíbrio negativas são realmente

²³ Em seu paper, Bradford e Summers concluem que na presença de taxa de juros zero e sem restrições de oferta no curto prazo, o multiplicador keynesiano tem grandes chances de ser potencializado. Ver Summers e Bradford Delong, “Fiscal Policy in a Depressed Economy”, 2012.

²⁴ Os efeitos do aumento no investimento na economia dependem de uma série de fatores idiossincráticos como o grau de acomodação monetária e folga do mercado de trabalho do país, o nível de eficiência do investimento público e como ele é financiado, entre outros. Para mais detalhes, ver FMI, “Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment” outubro de 2014.

²⁵ Ben Bernanke, “Why are interest rates so low? Part 2: Secular Stagnation”, março de 2015.

sustentáveis. Segundo Bernanke, contudo, uma política fiscal permanentemente expansionista não seria factível, uma vez que os governos não podem expandir sua dívida indefinidamente. Sabemos que no contexto atual muitas economias desenvolvidas, em especial os países da zona do euro, enfrentam restrições para expandirem sua política fiscal, uma vez que suas relações dívida/PIB já atingiram patamares exorbitantes e suas políticas de reestruturação passam por um controle rigoroso de gastos públicos, sendo difícil um afrouxamento significativo de suas metas fiscais ao longo da próxima década.

No caso específico da Zona do Euro, Bernanke aponta que uma das possíveis soluções para acelerar a recuperação econômica seria a redução do superávit comercial da Alemanha. Segundo ele, em um mundo com escassez de demanda agregada, esse elevado superávit comercial alemão redireciona a demanda de outros países vizinhos e do resto do mundo para os produtos alemães, afetando negativamente o PIB dessas regiões. Mas como reduzir o superávit comercial? Medidas como aumento do investimento em infraestrutura e elevação de salários atuam nessa direção, visto que estimulam a demanda doméstica tanto por importações quanto por bens nacionais²⁶.

Como dito anteriormente, Summers defende – não sem criar polêmica – que a ocorrência de bolhas leva ao pleno emprego. Por isso, estimula-las poderia ser uma boa forma de aumentar o consumo via endividamento, pressionando a inflação e, assim, trazer as taxas de juros para níveis positivos. O Federal Reserve deveria, portanto, manter a política monetária acomodatória por período indeterminado esperando a bolha se formar. No entanto, essa estratégia soa bastante perigosa, uma vez que bolhas especulativas acabam por estourar, criando consequências perigosas e destrutivas para a economia.

Outra resposta poderia envolver ações de cunho estrutural, ou seja, referentes ao lado da oferta da economia. Seriam medidas que visem ao aumento de produtividade e eficiência da economia, como o estímulo a inovações tecnológicas, a melhoria nos sistemas educacionais, reformas no mercado de trabalho e no sistema tributário. Economistas da OCDE quantificaram os possíveis efeitos dessas reformas em economias de países europeus, bem como na economia americana, como mostra a tabela abaixo. No entanto, tais medidas estruturais se mostram pouco viáveis como soluções imediatas ao problema de estagnação secular, uma vez que seus efeitos só seriam sentidos no longo prazo e sua aprovação e execução enfrentaria resistências políticas não desprezíveis.

²⁶ Ben Bernanke, “Germany's trade surplus is a problem”, abril de 2015.

Tabela 1: Impacto potencial de reformas estruturais na redução do *gap* entre o PIB per capita do país e o PIB per capita médio dos 24 países de maior renda da OCDE (%)²⁷

País/Reformas	Mercado de		Regulação		Incentivos à		Total
	trabalho	Tributação	do produto	Educação	P&D		
EUA	0.3	1.4	0.0	2.5	0.0	4.2	
França	4.5	10.9	2.2	2.1	1.5	21.2	
Alemanha	6.1	9.9	0.0	0.0	0.0	16.0	
Reino Unido	1.1	0.0	0.0	4.6	0.0	5.7	
Grécia	6.0	10.1	22.0	5.8	0.0	43.9	
Irlanda	6.8	0.9	9.7	0.0	0.0	17.4	
Itália	0.3	10.8	0.3	5.4	0.2	17.0	
Portugal	7.3	0.7	8.5	21.8	1.3	39.6	
Espanha	3.5	4.6	0.0	6.3	1.4	15.8	

Fonte: Barnes et. al (2011) e Pacífico Gestão de Recursos

Há quem proponha também reforçar um capitalismo pró-mercado para fomentar o crescimento econômico graças ao aumento da competição e inovação. Rajan e Zingales²⁸ criticam a forma anticompetitiva de capitalismo na qual o governo adota uma estratégia de “*pick the winner*”, favorecendo o *lobby* e desincentivando a competição. Nesse sistema, a aplicação distinta de regras para determinados grupos de interesses cria uma desigualdade de oportunidades que se reflete em uma maior desigualdade de renda para o país. Por outro lado, seria o “capitalismo pró-mercado”, segundo eles, que seria capaz de estimular a concorrência e o progresso econômico através da eliminação de barreiras alfandegárias, controle de capitais e subsídios à indústria, evitando a utilização de influências por parte do incumbente em prol de grupos de interesses privados específicos. Esse ambiente de livre comércio e livre concorrência permitiria um aumento do crescimento potencial da economia.

²⁷ Para mais detalhes, ver Barnes et. al. (2013), “The GDP impact of reform: a simple simulation framework”.

²⁸ Raghuram R. Rajan and Luigi Zingales, “Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity”, 2003.

Conclusão

Vimos que a estagnação secular é uma condição de crescimento econômico baixo em um ambiente de taxa de juros baixa que pode desencadear respostas de *policymakers* via políticas econômicas como a fiscal e monetária. A manutenção de taxas de juros mais baixas por mais tempo do que o esperado tem efeitos sobre o mercado de títulos e de ações de um país, e pode gerar repercussões nos preços de ativos globais, sendo esse tema, portanto, de grande relevância para a gestão de recursos no longo prazo.

Na primeira ocasião em que a teoria da estagnação secular foi discutida, a partir de 1938, o boom econômico do pós-guerra, que incluiu um forte crescimento populacional e um rápido progresso tecnológico, provou que Hansen estava errado em afirmar que a economia americana ficaria anos sem alcançar o pleno emprego.

Nos dias de hoje, ainda é difícil provar que estamos vivendo uma estagnação secular. Todavia, as pré-condições existentes e a evolução de variáveis chaves como crescimento econômico e taxa de juros dão muito apelo à teoria como forma de explicar a conjuntura atual. A dificuldade está em avaliar se os últimos sete anos representam uma tendência de longo prazo ou apenas um longo ciclo conjuntural de baixo crescimento que será revertido nos próximos anos.

Alguns dos fatores citados ao longo desta carta que contribuíram para a queda na taxa de juros real da economia global, como o aumento da poupança em países emergentes, são aparentemente reversíveis. Outros, como o processo de desalavancagem, parecem parcialmente reversíveis, na medida em que podem se inverter, mas dificilmente retornariam aos níveis observados no pré-crise. Uma terceira categoria de fatores, como a questão demográfica, não parecem reversíveis. Tudo somado, ainda pode ser cedo afirmar que o baixo crescimento de economias desenvolvidas e níveis de juros próximos de zero são tendências de longo prazo.

Ao mesmo tempo, a economia americana não dá sinais de estagnação²⁹. Pelo contrário, o mercado de trabalho segue cada vez mais sólido, a taxa de desemprego continua caindo e atualmente registra apenas 5,3%, o consumo se recupera em ritmo moderado e o setor imobiliário mostra sinais de aceleração. Tudo indica que o Federal Reserve provavelmente iniciará um processo de elevação da taxa de juros ainda nesse ano.

²⁹ Em seu paper, Jan Hatzius, junto com Hamilton Harris e West, também se mostra cético a respeito da economia americana viver uma estagnação secular. Para mais detalhes, ver Hamilton, Hatzius, Harris, West, “The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present and Future”, março de 2015.

Além disso, vale ressaltar que riscos de uma estagnação secular podem ser maiores na região da Europa do que nos EUA³⁰, uma vez que a primeira vive um processo mais avançado de envelhecimento populacional, um menor crescimento de produtividade, uma pior dinâmica de dívida bruta - que exigirá importante consolidação fiscal - além de possuir um banco central com um mandato oficialmente focado apenas no controle da inflação, diferente do mandato duplo do Federal Reserve. Cabe acrescentar também que se uma das soluções para tentar combater a estagnação secular é o estímulo fiscal, certamente as economias europeias terão pouco ou nenhum espaço para isso.

³⁰ As projeções atuais de crescimento americano já preveem normalização do crescimento em até 2 anos, e o crescimento da economia se aproxima, ainda que gradualmente, cada vez mais de 3,0%, o que vai contra a hipótese de crescimento baixo por um período muito prolongado.



Av. Borges de Medeiros, 633/sala 601 – Leblon
Rio de Janeiro 22430-041
Tel.: 55 21 3033-3300
ri@pagr.com.br



Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Pacífico Gestão de Recursos, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da *performance* do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os fundos geridos pela Pacífico Gestão de Recursos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos pela Pacífico Gestão de Recursos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Pacífico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.