



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Leonardo Braga Dutra

ESTAGNAÇÃO SECULAR: Visões da ortodoxia e heterodoxia econômica

Rio de Janeiro

2022

Leonardo Braga Dutra

ESTAGNAÇÃO SECULAR: Visões da ortodoxia e heterodoxia econômica

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof^ª. Dr^ª. Lídia Brochier

Rio de Janeiro

2022

CIP - Catalogação na Publicação

D978e Dutra, Leonardo Braga
ESTAGNAÇÃO SECULAR: Visões da ortodoxia e
heterodoxia econômica / Leonardo Braga Dutra. -- Rio
de Janeiro, 2022.
71 f.

Orientadora: Lídia Brochier.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2022.

1. Estagnação secular. 2. Ortodoxia. 3.
Heterodoxia. 4. Política econômica. I. Brochier,
Lídia, orient. II. Título.

LEONARDO BRAGA DUTRA

ESTAGNAÇÃO SECULAR: VISÕES DA ORTODOXIA E HETERODOXIA ECONÔMICA

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 11 de agosto de 2022.

LÍDIA BROCHIER - Presidente

Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

ESTHER DWECK

Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

RICARDO DE FIGUEIREDO SUMMA

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

AGRADECIMENTOS

Considerando que este trabalho simboliza o fim da jornada de graduação, gostaria de agradecer a um conjunto de pessoas. Em primeiro lugar, agradeço às minhas avós, Irene e Etelvina, que sempre me apoiaram em qualquer decisão que fiz na vida, e aos meus pais, Andréa e Alexandre, por sempre terem apoiado e priorizado meus estudos.

Em relação à universidade, agradeço a todos os funcionários da UFRJ e, em especial, àqueles professores do Instituto de Economia que exercem sua profissão com paixão e vontade, ajudando e inspirando seus alunos, de forma a tornar esta longa e difícil jornada um pouco mais agradável. Não podendo mencionar todos, agradeço à professora Renata Lèbre La Rovere e o resto da equipe com quem por mais de um ano estive em projeto de iniciação científica e à professora Lídia Brochier pela ajuda na delimitação da temática deste trabalho, após uma mudança total de tema e longa busca por orientador, e pela paciência e boa vontade na orientação desta monografia.

Também devo agradecer a uma série de amigos. Daqueles da universidade, devo mencionar os meninos do grupo Os Desumildes, formado nos primeiros dias da faculdade, Danilo, Joel, Matheus, e Pedro – em especial a este último por ter sido minha companhia de caminhada até o metrô no final de muitos dias de aula, momento em que debatíamos diversos temas desde cinema à política – e as meninas do grupo Érrre, onde falamos sobre qualquer assunto menos o que dá nome ao grupo, Bia, Fernanda, Maria, e Luiza – novamente, agradeço em especial à esta última, pelas intermináveis conversas sobre economia, ANPEC e a vida, além de também ter sido minha companhia de metrô em diversas voltas para casa. Não posso deixar de agradecer à Larissa, minha namorada, que me acompanha desde quando a maior preocupação era conseguir ingressar neste curso e que sempre esteve me apoiando nos piores momentos destes mais de quatro anos. Por fim, quero agradecer também ao meu gato, o Sussa, que mesmo sem saber, sempre tem sido um apoio emocional por mais de 10 anos.

“Macroeconomics [...] has succeeded: Its central problem of depression prevention has been solved, for all practical purposes, and has in fact been solved for many decades.” (ROBERT LUCAS, 2003, p. 1)

“The state of macro is good.” (BLANCHARD, 2008, p. 2)

RESUMO

O cenário macroeconômico nos países desenvolvidos após a crise financeira de 2008, marcado principalmente por baixo crescimento do produto, além de baixas taxas de inflação e juros nominais próximos a zero, levou ao ressurgimento do conceito de estagnação secular e a discussões sobre revisões do paradigma macroeconômico dominante. Desta forma, este trabalho propõe uma revisão das visões ortodoxa e heterodoxa de estagnação secular originadas no debate pós-2008, bem como das recomendações de política econômica que derivam de cada visão. Também são apresentadas críticas encontradas na literatura às teorias específicas. Quanto às visões pertencentes à ortodoxia econômica, pelo menos quatro teorias substancialmente diferentes são apresentadas; quanto à heterodoxia, sete teorias são apresentadas. Encontrou-se que a maioria das proposições, ainda que partindo de diferentes pressupostos, apresenta pontos em comum, como o diagnóstico de um problema de baixa demanda anterior à crise financeira, o reconhecimento da desigualdade de renda como fator que contribui para o baixo crescimento, e a recomendação de estímulos fiscais. Mais especificamente, a maior parte das teorias ortodoxas possui como elemento comum a restrição do limite inferior do juro, que impede que se alcance a taxa natural de juros. Dentre as visões heterodoxas, mudanças na condução da política econômica após o fim da ordem de Bretton Woods são o fator comum entre a maioria das teorias.

Palavras-chave: estagnação secular; ortodoxia; heterodoxia, política econômica.

ABSTRACT

The post-2008 macroeconomic scenario in developed countries, characterized by low inflation, nominal interest rates close to zero, and mainly slow output growth, led to the resurrection of the concept of secular stagnation and debate about rethinking the main economic paradigm. This work reviews both the orthodox and heterodox views of secular stagnation in the post-2008 debate and the economic policy recommendations that arise from each approach. We also present criticisms of the specific theories found in the literature. Regarding the orthodox view, at least four significantly different theories are presented, while regarding the heterodox view, seven theories are presented. We found that most theories, although from different backgrounds, share some common ground, such as the diagnosis of a lack of aggregate demand before the financial crisis, the acknowledgment of income inequality playing a role in slow output growth, and the recommendation of fiscal stimulus. Specifically, most orthodox views assume the zero lower bound as a binding constraint for the real interest rate to adjust to its equilibrium level. Among heterodox views, the post-Bretton Woods arrangement reorientation of economic policy is the common factor in most theories.

Keywords: secular stagnation; orthodoxy; heterodoxy, economic policy.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Produto potencial por ano de estimativa e produto real (em bilhões de dólares de 2009)	11
Figura 2 – PIB real nos Estados Unidos (1990-2019)	12
Figura 3 – Inflação nos EUA (1990 – 2019)	12
Figura 4 – Taxa nominal de juros nos EUA (1990 – 2019)	13
Figura 5 – PIB real na União Europeia (1990-2019)	13
Figura 6 – Inflação na Zona do Euro (1990 – 2019)	14
Figura 7 – Taxa nominal de juros na Zona do Euro (1999 – 2019)	14
Figura 8 – Armadilha da Liquidez por desalavancagem	19
Figura 9 – Mecanismo do limite inferior do juro	22
Figura 10 – Deslocamento da curva de investimento	29
Figura 11 – Taxa de crescimento real per capita na Zona do Euro	39

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Tabela resumo das teorias de estagnação secular da ortodoxia econômica	26
Tabela 2 – Tabela resumo das teorias de estagnação secular da heterodoxia econômica	53
Tabela 3 – Tabela resumo dos pontos comuns dentre as teorias apresentadas	57

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
1 ESTAGNAÇÃO SECULAR: ORIGEM E FATOS ESTILIZADOS	9
1.1 A origem do termo	9
1.2 Fatos estilizados	10
2 ESTAGNAÇÃO SECULAR NA ORTODOXIA ECONÔMICA.....	15
2.1.1 Robert Gordon e os ventos contrários	15
2.1.2 Paul Krugman, Richard Koo e a Armadilha da Liquidez	18
2.1.3 Larry Summers e o zero lower bound	21
2.1.4 Mian, Straub e Sufi e a armadilha da dívida	23
2.2 Discussão e críticas às teorias ortodoxas	25
2.2.1 Discussão	25
2.2.2 Críticas internas	27
2.2.3 Críticas externas	31
3 ESTAGNAÇÃO SECULAR NA HETERODOXIA ECONÔMICA	33
3.1.1 Servaas Storm e o desaparecimento da classe média nos EUA	33
3.1.2 Barry Cynamon, Steven Fazzari e o endividamento familiar nos EUA	36
3.1.3 Leon Podkaminer e a restrição da Alemanha sobre o resto da Europa	39
3.1.4 David Kotz, Deepankar Basu e as estruturas sociais de acumulação	43
3.1.5 Eckhard Hein e as políticas estagnacionistas	46
3.1.6 Michalis Nikiforos e as pressões sobre a demanda agregada	48
3.1.7 Peter Skott e a diferenciação entre economias duais e economias maduras	50
3.2 Discussão	52
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	54

INTRODUÇÃO

O termo “estagnação secular” foi cunhado em 1939 pelo economista Alvin Hansen para descrever um cenário econômico de baixo ou nenhum crescimento, para o qual acreditava que a economia dos Estados Unidos se encaminharia no período, dada a conjuntura do pós-crise de 1929. No entanto, o período de forte crescimento após a Segunda Guerra Mundial levou o termo ao esquecimento.

De forma geral, uma economia que passa por estagnação secular opera abaixo de sua capacidade produtiva. Isto é, sofre de um problema de baixa demanda. Mais especificamente, há um problema de baixo nível de investimento, não correspondente ao nível de poupança potencial.

A questão da estagnação secular voltou à tona no contexto do pós-crise de 2008, principalmente após a fala de Summers (2013) em uma Conferência do Fundo Monetário Internacional (FMI). Há grande diversidade entre as causas atribuídas ao fenômeno por diversos autores, desde explicações semelhantes à proposta por Hansen até proposições novas, partindo de arcabouços completamente diferentes. Em relação à questão macroeconômica mais ampla, inúmeros questionamentos sobre o estado do conhecimento macroeconômico têm sido feitos, especialmente após a crise de 2008.

Logo após o desencadear da crise, Buitter (2009, p. 5) clamava por um novo paradigma econômico, criticando a atuação do Banco Central Inglês no período e afirmando que tanto modelos novo-keynesianos e novo-clássicos seriam “completamente inúteis” e não teriam “nenhuma semelhança com o mundo real”. Desde meados da década de 1970, a pesquisa macroeconômica teria se voltado para questões irrelevantes em vez de o entendimento de como a economia de fato funciona. O paradigma vigente neste período teria não só impossibilitado que questões sobre insolvência e liquidez fossem respondidas, como teria impossibilitado tais questões de sequer serem perguntadas e com isso economistas não souberam lidar com a chegada da crise (BUIITER, 2009). Paul Romer (2016) também afirma que, por mais de três décadas, a macroeconomia teria andado para trás.

Também no período logo após a crise, Paul Krugman (2009) pergunta “*how did economists get it so wrong?*”, citando que o autoproclamado sucesso da Grande Moderação teria sido destruído pela crise. Cinco anos depois, já considerando a possibilidade de a economia estar sofrendo do fenômeno da estagnação secular, Krugman

(2014) afirma que tal cenário demandaria uma grande reformulação da macroeconomia. Em linha com a declaração de Krugman, para Summers (2015), os eventos da primeira década do milênio devem causar uma crise no campo da macroeconomia. Isso se daria pelo fato de que o elemento central da área deixaria de ser o estudo de flutuações ao longo do ciclo de negócios e passaria a ser a busca por teorias e explicações para períodos de crescimento aquém da tendência anterior, além da investigação da incompatibilidade entre pleno emprego e estabilidade financeira.

Posteriormente, em um artigo de opinião, Summers reconheceu as limitações do atual consenso e declarou que fricções específicas devem receber menor ênfase, em detrimento de um problema mais fundamental de falta de demanda (SUMMERS; STANSBURY, 2019), conforme ressaltado por economistas pós-keynesianos.

Ainda antes da crise financeira, Gregory Mankiw (2006) criticava a pesquisa novo-clássica e novo-keynesiana por não impactar a prática macroeconômica e, em menor grau, o ensino de graduação. Em suas palavras:

“The real world of macroeconomic policymaking can be disheartening for those of us who have spent most of our careers in academia. The sad truth is that the macroeconomic research of the past three decades has had only minor impact on the practical analysis of monetary or fiscal policy. The explanation is not that economists in the policy arena are ignorant of recent developments. Quite the contrary: The staff of the Federal Reserve includes some of the best young Ph.D. ’s, and the Council of Economic Advisers under both Democratic and Republican administrations draws talent from the nation’s top research universities. The fact that modern macroeconomic research is not widely used in practical policymaking is prima facie evidence that it is of little use for this purpose. The research may have been successful as a matter of science, but it has not contributed significantly to macroeconomic engineering”. (MANKIW, 2006, p. 19).

Desde a crise financeira de 2008, parece haver algum consenso de que as economias desenvolvidas têm apresentado níveis de crescimento muito inferiores aos seus potenciais devido a uma demanda reprimida. No entanto, outros aspectos desta evolução nula ou quase nula do produto são cercados por dissenso. Enquanto alguns autores tratam o problema de uma possível estagnação secular como tendo origem na crise de 2008, há outros que apontam para um problema originado na década de 1980.

Os economistas de visão mais ortodoxa chamam atenção para uma queda na taxa de juros “natural”, de forma que o equilíbrio entre poupança potencial e investimento só seria possível com taxas nominais negativas, havendo assim uma barreira impeditiva conhecida como *zero lower bound*, ou limite inferior do juro, que leva a um excesso de poupança. Também são mencionadas mudanças estruturais causadas pela crise (histerese) e baixa procura por investimentos devido à desalavancagem da crise. Por outro lado, os heterodoxos argumentam que a estagnação de salários, a crescente desigualdade e a mudança de foco macroeconômico de busca por pleno emprego para busca por baixa inflação causaram um problema de baixa demanda, que pode temporariamente ser evitado por meio de crédito às famílias, que, em contrapartida, gera instabilidade financeira para as economias (SETTERFIELD E KIM, 2020).

Há, ainda, hipóteses que ligam o fenômeno da estagnação secular: 1) a mudanças demográficas impactando a demanda agregada; e 2) a um menor impacto de avanços tecnológicos e inovações.

A questão da desigualdade está presente em ambas visões e, novamente, parece haver algum consenso de que o baixo crescimento gera um aumento da desigualdade, em um círculo vicioso. No entanto, o consenso se limita a este ponto. Para os autores que adotam o mecanismo do *zero lower bound*, a desigualdade se apresenta como uma consequência do baixo nível de crescimento do produto. A impossibilidade de alcançar a taxa de juros natural se traduz em maiores retornos financeiros para as classes superiores, bem como em uma elevação dos preços de ativos devido à abundância de crédito que mais beneficia esta classe (MIAN; STRAUB; SUFI, 2021). Para o segundo grupo de autores, a elevação da desigualdade está diretamente relacionada à perda de poder de compra das classes trabalhadora gerada pela estagnação de salários e menores níveis de emprego, sendo, assim, uma causa para a estagnação secular e não estritamente uma consequência, ainda que concordem que a estagnação do produto contribui para a elevação da desigualdade.

Outros fatores, como as mudanças de regulação (no mercado de trabalho, em regras tributárias, etc), e o crescente endividamento, que resultam em uma transferência de renda dos mais pobres para os mais ricos através do pagamento de serviço da dívida são apontados em ambas visões (SETTERFIELD e KIM, 2020; MIAN; STRAUB E SUFI, 2021).

Esta monografia está estruturada em três capítulos, além desta introdução. Dessa forma, o primeiro capítulo aborda a origem do termo e fatos estilizados sobre a existência de estagnação secular, enquanto o segundo e o terceiro tratam, respectivamente, das explicações ortodoxas e heterodoxas presentes na literatura para este acontecimento, bem como das políticas recomendadas para retomada do crescimento a partir das causas para o fenômeno apontadas na literatura. Por fim, nas considerações finais, é apresentada uma comparação das visões ortodoxas e heterodoxas, ressaltando principalmente seus pontos comuns.

Visando compreender o fenômeno da estagnação secular, a apresentação das diferentes teorias neste trabalho será norteadas pelas seguintes perguntas: 1) há, de fato, uma estagnação secular, ou seja, um prolongado período de crescimento abaixo do potencial ou um período prolongado de baixo crescimento?; 2) considerando que existe tal fenômeno, quais são seus mecanismos causadores?; e 3) quais são as políticas recomendadas para a solução do problema, dados os diferentes diagnósticos presentes na literatura? A revisão não tem o objetivo de ser exaustiva, mas de ser uma primeira incursão detalhada no debate sobre o tema da estagnação secular.

1. ESTAGNAÇÃO SECULAR: ORIGEM E FATOS ESTILIZADOS

1.1 A origem do termo

A discussão da estagnação secular foi reavida em 2013 por Larry Summers, em um discurso que tratava do baixo crescimento desde 2008, na conferência anual do FMI, cerca de 75 anos após sua concepção, por Alvin Hansen (1939). Inicialmente, a teoria de Hansen estava relacionada ao entendimento de uma economia “madura”, associada com baixo nível de investimento. Seu diagnóstico era de que as oportunidades de investimento haviam começado a se tornar escassas na virada da década de 1920. Até 1880, a expansão da fronteira estadunidense teria sido o principal fator a demandar investimentos no país. Nas quatro décadas seguintes, o avanço tecnológico teria sustentado o investimento através da indústria de veículos e do advento da energia elétrica, que requeria a instalação de ampla infraestrutura (BACKHOUSE; BOIANOVSKY, 2016).

Desta forma, apesar da Crise de 1929 ter origem no setor financeiro, sua superação seria particularmente difícil pois a economia sofria com problemas estruturais de investimento, dado que os estímulos das principais indústrias nos 40 anos precedentes haviam se esgotado e não havia surgido nenhuma nova indústria para realizar uma nova onda de

investimentos. Além da ausência de inovações que demandem capital, o declínio da taxa de crescimento da população seria outro fator a contribuir para a queda dos investimentos. (BACKHOUSE; BOIANOVSKY, 2016).

Esta conjuntura seria o reflexo de uma economia que atingiu um estado de maturidade, similar ao estado estacionário de Stuart Mill, caracterizado por baixo investimento e alto consumo, exceto pelo desemprego crônico advindo do baixo investimento, incapaz de sustentar o pleno emprego (BACKHOUSE; BOIANOVSKY, 2016). Por esse motivo, o fenômeno da estagnação secular é conhecidamente definido por Hansen como “*sick recoveries which die in their infancy and depressions which feed on themselves and leave a hard and seemingly immovable core of unemployment*” (HANSEN, 1939, p. 4).

A centralidade do investimento na dinâmica de crescimento do produto pode levar a uma caracterização da estagnação secular como uma ideia keynesiana. No entanto, este entendimento não era compartilhado por Hansen, que considerava que a Teoria Geral de Keynes (1936) não focava nos reais determinantes do investimento, como progresso tecnológico e mudança demográfica, mas apenas em aspectos “psicológicos” e “institucionais” (HANSEN, 1936, apud BACKHOUSE, BOIANOVSKY, 2016). Deve-se mencionar também que a concepção original de estagnação secular tem caráter neoclássico por levar em consideração um nível potencial de crescimento para o qual a economia convergiria, definido pela oferta agregada.

Desta maneira, em um primeiro momento, pode parecer contraditório que autores de arcabouço pós-keynesiano participem deste debate. No entanto, no atual debate sobre estagnação secular, economistas desta corrente se apresentam discutindo a tendência de baixo crescimento nas últimas décadas independentemente da existência de uma trajetória preexistente de crescimento potencial (STORM, 2017b; CYNAMON; FAZZARI, 2019; PODKAMINER, 2019).

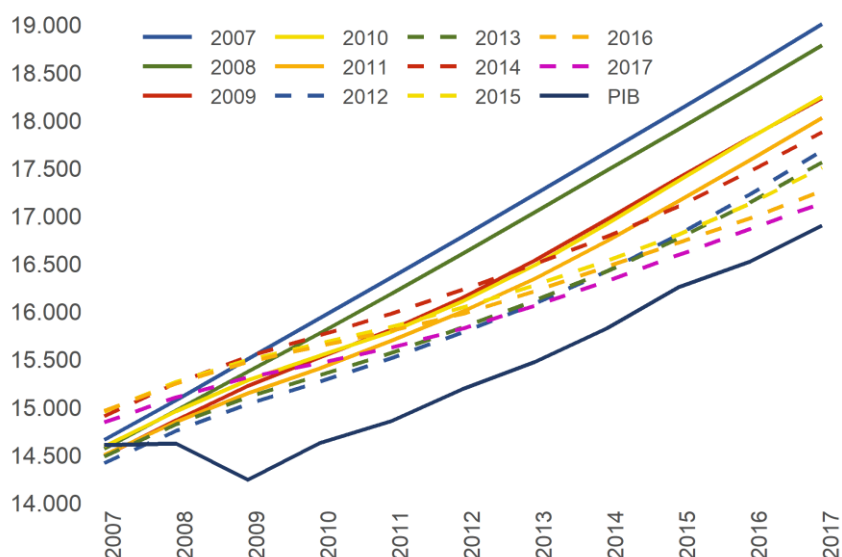
1.2 Fatos estilizados

Cabe discutir se a diminuição do crescimento observada a partir da crise financeira de 2008 de fato pode ser considerada sistemática e persistente. Com este intuito, a seguir serão apresentados dados da economia dos Estados Unidos e da Europa relacionados ao debate de estagnação secular.

Fritz, Gries e Feng (2019) buscam responder esta pergunta utilizando um método de regressões não paramétricas e encontram padrões estatisticamente significantes de queda no produto, na produtividade do trabalho e na produtividade total dos fatores, iniciada em 2000, sendo assim associada pelos autores ao estouro da bolha da internet (dot.com).

Por outro lado, tendo como referência a crise financeira de 2008, Summers (2016) mostra que o hiato do produto nos EUA se mantém negativo mesmo após sucessivas revisões para baixo do produto potencial desde 2008 (Figura 1).

Figura 1 – Produto potencial por ano de estimativa e produto real (em bilhões de dólares de 2009)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do CBO (2022) e em Summers (2016).

Além disso, independentemente do conceito de produto potencial, observa-se que a taxa de crescimento do produto decresceu significativamente após 2008, variando de um crescimento médio de 3,1% entre 1990 e 2007 para 1,8% entre 2008 e 2019 (Figura 2)¹.

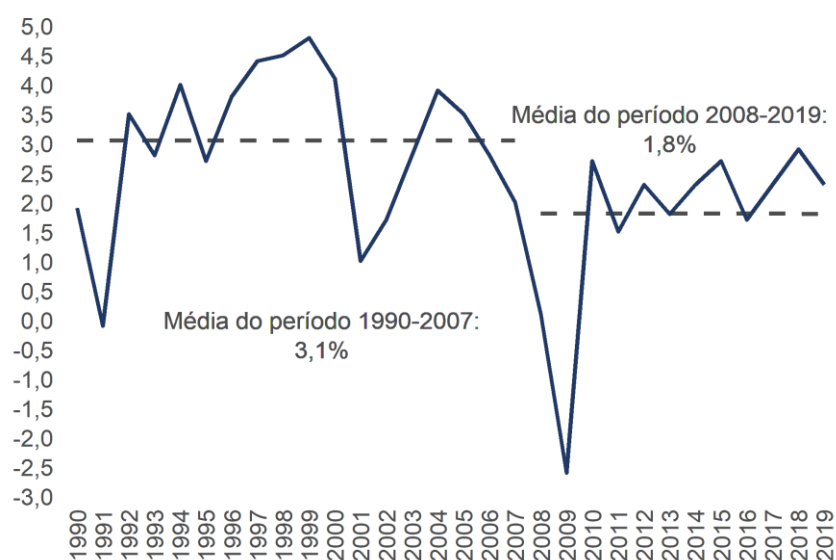
As baixas taxas de inflação² também são enfatizadas no debate, sucessivamente em níveis inferiores à meta, em conjunto com uma também declinante taxa de juros real, próxima a zero ou negativa (Figuras 3 e 4)³.

¹ Recorte temporal escolhido com base em Summers (2016).

² Esta tendência foi revertida a partir do ano de 2021, mas esse período foge do escopo deste trabalho. Além disso, pelo menos até o final de 2021, Summers (2021) ainda enxerga a possibilidade de estagnação secular no longo prazo.

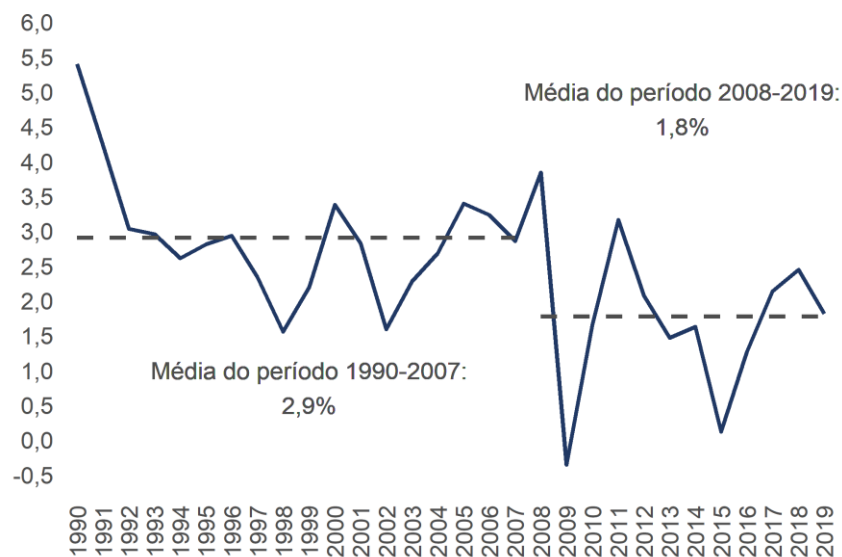
³ Recorte temporal escolhido com base em Summers (2016).

Figura 2 – Crescimento do PIB real nos Estados Unidos (1990-2019)



Fonte: Elaboração própria com base em dados da série GDPCA do Fred (2022) e em Summers (2016).

Figura 3 – Inflação anual nos EUA (1990 – 2019)

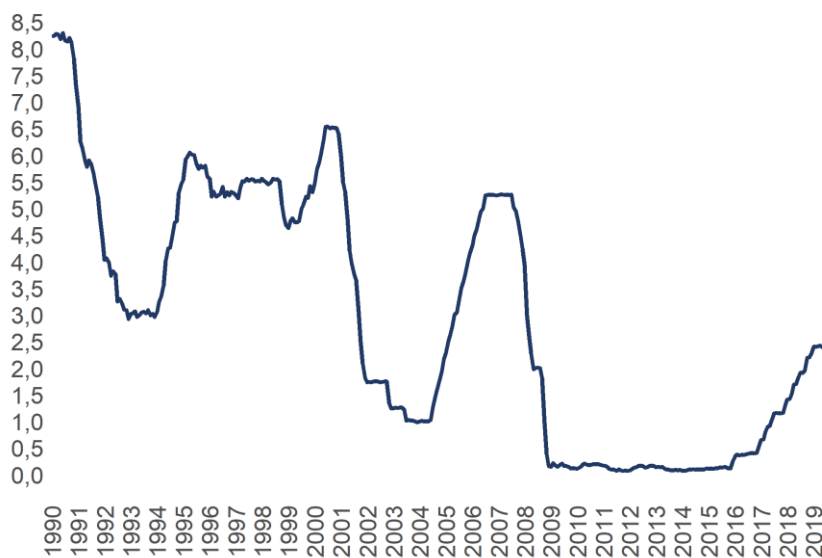


Fonte: Elaboração própria com base na série FP.CPI.TOTL.ZG do World Bank (2022).

Na Europa, há comportamento semelhante destas variáveis. O PIB da União Europeia variou de um crescimento médio de 2,27% no primeiro período para 1,02% de 2008 em diante – diferença de 1,25 ponto percentual (Figura 5). Se for feito recorte para a Zona do Euro, essa diferença se torna um pouco maior: de 2,23% para 0,83% ou 1,39 ponto

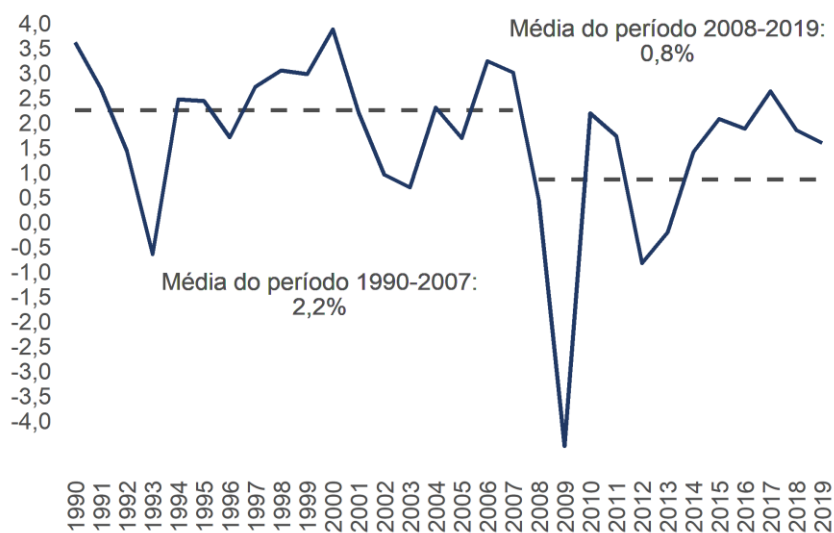
percentual. Na França e na Inglaterra essa diferença é de 1,11 p.p e 1,07 p.p, respectivamente, enquanto para a Alemanha a variação é menor, de 0,65 p.p.

Figura 4 – Taxa nominal de juros nos EUA ao ano (1990 – 2019)



Fonte: Elaboração própria com base na série FEDFUNDS do Fred (2022).

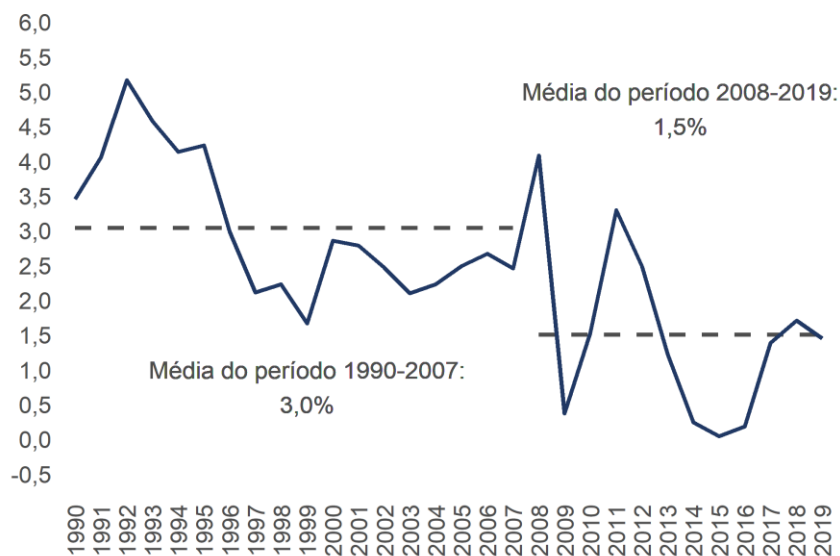
Figura 5 – Crescimento do PIB real na Zona do Euro (1990-2019)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do World Bank (2022b).

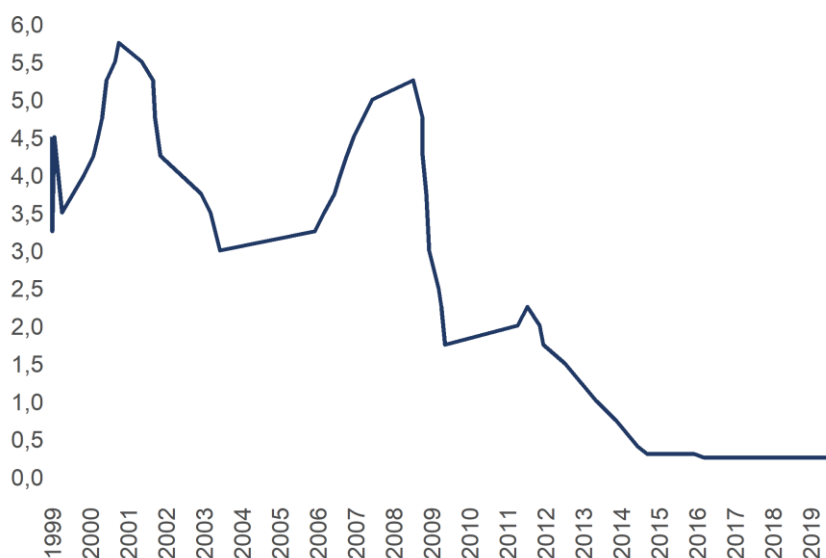
Em relação à inflação na Zona do Euro, a diferença é ainda maior do que nos EUA, com uma média de 1,5% após 2008, mesmo com um período de maior inflação durante a crise do Euro (Figura 6).

Figura 6 – Inflação na Zona do Euro (1990 – 2019)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do World Bank (2022).

Figura 7 – Taxa nominal de juros na Zona do Euro (1999 – 2019)



Fonte: Elaboração própria com base na série de Marginal Lending Facility do European Central Bank (2022).

Os juros anuais na Zona do Euro caem bruscamente em reação à crise de 2008. Depois seguem em queda novamente a partir da segunda metade de 2011, atingindo 0,25% ao ano de 2016 em diante (Figura 7). Assim como nos EUA, os juros reais também alcançam níveis negativos em alguns anos.

Portanto, o cenário econômico que levou ao reaparecimento da hipótese da estagnação secular é de diminuição do crescimento do produto a partir de 2008, ano marcado pela crise financeira mundial, iniciada pelo estouro da bolha do mercado imobiliário estadunidense. Em especial nos EUA, o produto efetivo não foi capaz de retomar sua trajetória potencial, mesmo após diversas revisões para baixo da estimativa.

O período também é marcado pela queda nas taxas de juros nominais para patamares recordes, se aproximando de 0% nos EUA no imediato pós-crise e a partir de 2015 na Zona do Euro. As taxas de inflação regularmente abaixo da meta – apesar das baixas taxas de juro – também são uma característica particular do período.

2. ESTAGNAÇÃO SECULAR NA ORTODOXIA ECONÔMICA

As principais teorias sobre a hipótese da estagnação secular no campo do *mainstream* econômico foram compiladas por Baldwin e Teulings (2014). Dentre as teorias propostas por diferentes economistas no livro e em artigos, destacam-se as de Gordon (2012; 2014; 2015), de Krugman (2013; 2014) e de Summers (2014; 2015; 2016). Mais recentemente, artigo de Mian, Straub e Sufi (2020; 2021), apresentado em simpósio do FED, chamou atenção de economistas no *mainstream*. A seguir, estas teorias de autores da ortodoxia econômica serão apresentadas.

2.1.1 Robert Gordon e os ventos contrários

A teoria de estagnação secular proposta por Robert Gordon se diferencia das dos demais autores por ser centrada no lado da oferta. Para o autor, as projeções de produto potencial do Congressional Budget Office (CBO), apresentadas na Figura 1, estão superestimadas, de forma que, apesar de existir um hiato negativo do produto, este seria, na verdade, pequeno. Este menor ritmo de crescimento do produto seria causado por “ventos contrários” atingindo o crescimento da produtividade no país.

Em artigo de 2012, Gordon (2012) elenca seis ventos contrários. No entanto, em publicações posteriores, são mencionados apenas quatro (GORDON, 2014), os quais são:

mudança demográfica, nível educacional, desigualdade de renda, e o peso da dívida pública.

Ao tratar do primeiro vento contrário, a mudança demográfica, Gordon (2014) decompõe o crescimento per capita do produto em crescimento da produtividade do trabalho multiplicado pelo crescimento no número de horas trabalhadas per capita, e aponta que a taxa de participação da força de trabalho cresceu 0,4% ao ano entre 1972 e 1996, enquanto, em um período mais recente, se observa diminuição da participação. Entre 2004 e 2014, há queda numa taxa anual de 0,5%, que se acentua para uma redução de 0,8% no recorte de 2007 a 2014, sendo atribuída à aposentadoria de *baby boomers* e à diminuição do trabalho de idosos, devido à conjuntura econômica.

Assim, Gordon (2014) argumenta que esta mudança de um crescimento de 0,4% para um recuo de 0,8% seria responsável por uma redução de 1,2% no crescimento do PIB real per capita, e que mesmo que a queda da taxa de participação se estabilize em 0,4% – considerando que a queda mais acentuada para 0,8% se deu pela saída de baby boomers do mercado de trabalho – ainda seria impossível compatibilizar PIB real per capita e crescimento da produtividade.

O segundo vento contrário se refere ao nível educacional dos cidadãos tendo menor contribuição para o crescimento econômico, na medida em que a escolaridade cresce a taxas cada vez menores. Gordon (2014) citando Goldin e Katz (2008) afirma que o grau de escolaridade cresceu em 0,8 anos a cada década entre 1890 e 1970, o que se traduziu em um aumento do produto per capita e crescimento da produtividade de 0,35 pontos percentuais por ano. Além disso, a taxa de graduação entre jovens saltou de menos de 10% em 1900 para 80% em 1970, sendo um elemento central do crescimento econômico. Desde então, no entanto, este nível se encontra estagnado.

Outros problemas estão relacionados à qualidade do ensino e ao custo de frequentar a faculdade e a dívida estudantil, em contraste com os baixos custos da educação superior no período do pós-guerra. Em consequência, muitos jovens optam por não obter um grau superior.

Quanto ao terceiro vento contrário, a desigualdade de renda crescente, Gordon (2015) aponta que CEOs e celebridades estão recebendo salários cada vez maiores e sendo beneficiados pela criação de riqueza no mercado financeiro, enquanto a população abaixo do nono decil sofre com reduções de salários e benefícios e a mediana de rendimento

familiar está estagnada há décadas. O entendimento do autor é de que maior desigualdade levaria mais pessoas à prisão e afetaria o emprego. Outros fatores relacionados à “decadência social” (GORDON, 2015, p. 56) também são mencionados, como maior taxa de divórcio e (como consequência) evasão escolar.

Por fim, o quarto vento contrário, relacionado à dívida pública estadunidense, parte da concepção do autor de que o verdadeiro produto potencial dos EUA – não aquele calculado pelo CBO – estaria muito abaixo do estimado pelo CBO. Considerando menores taxas de crescimento, haverá também menor crescimento da arrecadação. Assim, a relação dívida/PIB se deteriora por um aumento no numerador e menor taxa de crescimento do denominador, diminuindo, via equivalência ricardiana, o espaço já quase inexistente para crescimento da renda disponível abaixo do *top* 1%.

Ao defender sua tese de críticos, Gordon ressalta que sua teoria não tem a ver com mudanças no ritmo de progresso tecnológico, mas nos ventos contrários, que independem de uma diminuição da taxa de inovação para afetar o desempenho econômico. Talvez por esse motivo, em trabalhos posteriores, Gordon (2015) adentra no tema de progresso tecnológico.

Não seria necessária uma diminuição do progresso tecnológico para que a produtividade siga em queda. Mesmo que as taxas de inovações se mantenham constantes, não proporcionarão o “milagre de produtividade” (GORDON, 2014, p. 3) ocorrido entre 1920 e 1970, porque a revolução digital já passa a ter retornos decrescentes.

A produtividade total dos fatores (PTF) desde 1972 avança em nível consideravelmente inferior ao dos 50 anos precedentes. O crescimento médio anual variou de 2,01% no período 1920-1972 para 0,7% no período 1972-2014. A mesma diferença de 1,3 pontos percentuais é observada na produtividade do trabalho. Segundo Gordon (2015), estes seriam impactos das revoluções industriais na economia moderna.

As inovações da terceira revolução industrial teriam tido maior impacto na produtividade até a virada do milênio apenas, dado que entre 1996 e 2004 houve maior crescimento da PTF. Além disso, os períodos de 1972-1996 e 2004-2014 apresentam taxas de crescimento da PTF semelhantes – 0,52% e 0,54%, respectivamente. No entanto, se diferenciam na taxa de crescimento do produto (de 3,01% contra 1,58%, respectivamente) e do total de horas trabalhadas (1,63% contra 0,36%), que seriam causados principalmente pela diminuição da taxa de participação da força de trabalho, e pelo envelhecimento da

população. Dessa forma, o progresso tecnológico não seria capaz de contrabalancear os efeitos dos ventos contrários.

Portanto, a teoria de Robert Gordon compreende um cenário de baixo crescimento do produto potencial (ou da produtividade da economia) causado principalmente por mudanças demográficas, pelo menor avanço educacional, pela crescente desigualdade de renda e pela dívida pública.

Suas recomendações de políticas incluem elevar a idade de aposentadoria de acordo com a expectativa de vida, aumentar cotas de imigração, legalizar drogas e diminuir da população carcerária (pois o histórico criminal dificulta a colocação no mercado de trabalho), diminuir a dívida estudantil, criar um sistema de saúde financiado por impostos indiretos e aumentar tributação em dividendos e ganhos de capital. No entanto, Gordon reconhece que estas ações têm poder limitado e que gerações futuras do país terão de se acostumar com crescimento bastante lento em relação ao século anterior.

2.1.2 Paul Krugman, Richard Koo e a Armadilha da Liquidez

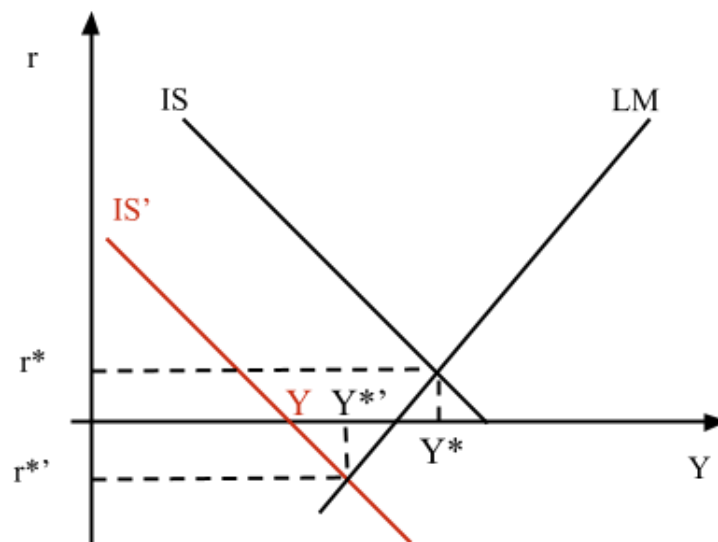
A teoria de Paul Krugman, assim como todas as próximas teorias abordadas nesse trabalho, entende a estagnação secular como um problema no lado da demanda. De fato, em artigo de opinião precedente ao discurso de Summers, Krugman (2013, p. 1) afirma que “há validade na crença de que o problema de manter uma demanda agregada adequada será muito persistente”.

Para Krugman, a economia estadunidense estaria em uma posição de sempre estar propensa a cair em uma armadilha da liquidez. Este teria sido o caso do período pós crise de 2008. O comportamento do FED desde a década de 1980 teria mascarado um crescimento insustentável da alavancagem e, com o desenrolar da crise, os agentes teriam corrido para se desalavancar, levando a IS a recuar e trazendo a taxa natural de juros para patamares negativos (Figura 8).

Este cenário anterior à crise indicaria o problema de demanda no país, visto que mesmo com baixas taxas de juros, o FED teria sido incapaz de atingir pleno emprego. O problema de perda de tração da política monetária já teria se apresentado durante recessões anteriores, como em 1990-1991 e em 2001, sinalizando uma queda na taxa real de juros ao longo do período da Grande Moderação (KRUGMAN, 2014). Com o fim do processo de desalavancagem, não se deve recorrer novamente a um alto endividamento privado

para elevar a demanda, que já estaria sofrendo com um menor ritmo de crescimento populacional. Dessa forma, tem-se um cenário de baixa demanda agregada que, somado aos juros próximos a zero, poderia tornar a armadilha de liquidez o ‘novo normal’.

Figura 8 – Armadilha da Liquidez por desalavancagem



Fonte: Elaboração própria com base em Krugman (2013).

Esta proposição se assemelha à teoria formulada anteriormente por Richard Koo (2012). Observando padrões semelhantes ao experimentados pelo Japão durante a década de 1990, Koo (2012) afirma que os Estados Unidos estariam caminhando para uma recessão de balanço patrimonial, de forma que o setor privado estaria minimizando dívidas, em vez de maximizando lucros, devido à queda nos preços de ativos que carregam. Neste cenário, não haveria demanda por crédito mesmo com juros zero.

Posteriormente, Krugman e Eggertsson (2012) formalizam esta teoria em um modelo em que um choque de desalavancagem cria uma recessão que coloca a economia contra o limite inferior do juro. Neste cenário, a discussão de política econômica seria “ainda mais confusa que o normal” (KRUGMAN; EGGERTSSON, p. 1506) pela existência de três paradoxos: o paradoxo da parcimônia – em que um maior nível de poupança deprimiria a economia pois os juros não podem cair abaixo de zero –, o paradoxo da labuta (*paradox of toil*) – em que uma maior oferta de mão de obra causa uma queda de preços que, dada a impossibilidade de ajuste nominal dos juros, causa uma elevação na taxa real de juros e tem efeitos contracionista –, e o paradoxo da flexibilidade – em que preços flexíveis, por

elevarem a taxa de juros real seguido um mecanismo semelhante ao paradoxo da labuta, amplificam o impacto de um choque de demanda.

As políticas recomendadas por Krugman (2014) incluiriam estímulos fiscais e maiores níveis de inflação. Para que a política monetária volte a ter tração, os agentes econômicos teriam que ser convencidos de que houve uma mudança de regime econômico. Nesse caso, deveria haver uma crença de alta da inflação, causando uma profecia autorrealizadora. Nas palavras do autor:

“people have to believe in higher inflation, which produces an economic boom, which yields the promised inflation. A necessary (though not sufficient) condition for this to work is that the promised inflation be high enough that it will indeed produce an economic boom if people believe the promise will be kept. If it is not high enough, then the actual rate of inflation will fall short of the promise even if people do believe in the promise, which means that they will stop believing after a while, and the whole effort will fail.” (KRUGMAN, 2014, p. 66).

No lado fiscal, inicialmente Krugman (2013) aponta para um estímulo fiscal sustentado, financiado por déficits, considerando que uma taxa de crescimento superior aos juros permitiria uma razão dívida/PIB constante ou decrescente. Em um segundo momento (KRUGMAN, 2014), sugere um estímulo financiado por déficits para sustentar a demanda temporariamente, enquanto famílias limpam seus balanços e quitam dívidas. Ao retomar um nível mais elevado de consumo, a política monetária voltaria a ser o instrumento de sustentação da demanda, para que o governo limpe seu balanço.

A principal diferença entre as teorias de Krugman (2014) e Koo (2012) está nas recomendações. Para Koo (2012), elevar inflação ou sua expectativa também não surtiria efeito:

“Nor is there any reason why bringing back inflation or inflation targeting should work, because people are paying down debt in response to the fall in asset prices, not consumer prices. And with the money multiplier negative at the margin, the central bank does not have the means to produce the money supply growth needed to increase the inflation rate.” (KOO, 2012, p. 20)

2.1.3 Larry Summers e o zero lower bound

A teoria proposta por Larry Summers é de certa forma semelhante à de Krugman, se diferenciando pelo entendimento de que a chegada dos juros no limite inferior é mais que um problema temporário, de armadilha da liquidez.

De fato, Summers (2014) questiona se os EUA passam por um período de dificuldade em atingir crescimento adequado, temporariamente mascarado por “finanças insustentáveis” – dificuldade que possivelmente só seria solucionada com alta instabilidade financeira. Em outras palavras, o crescimento econômico dos EUA durante o período 2003-2007 teria sido adequado, mas teria por trás a bolha imobiliária, forte aumento de crédito, surgimento de déficits públicos substanciais e uma política monetária muito frouxa, de forma que, na ausência destes fatores, o nível de demanda teria sido muito inferior, resultando em um crescimento econômico baixo ou negativo, conforme observado no período pós-crise.

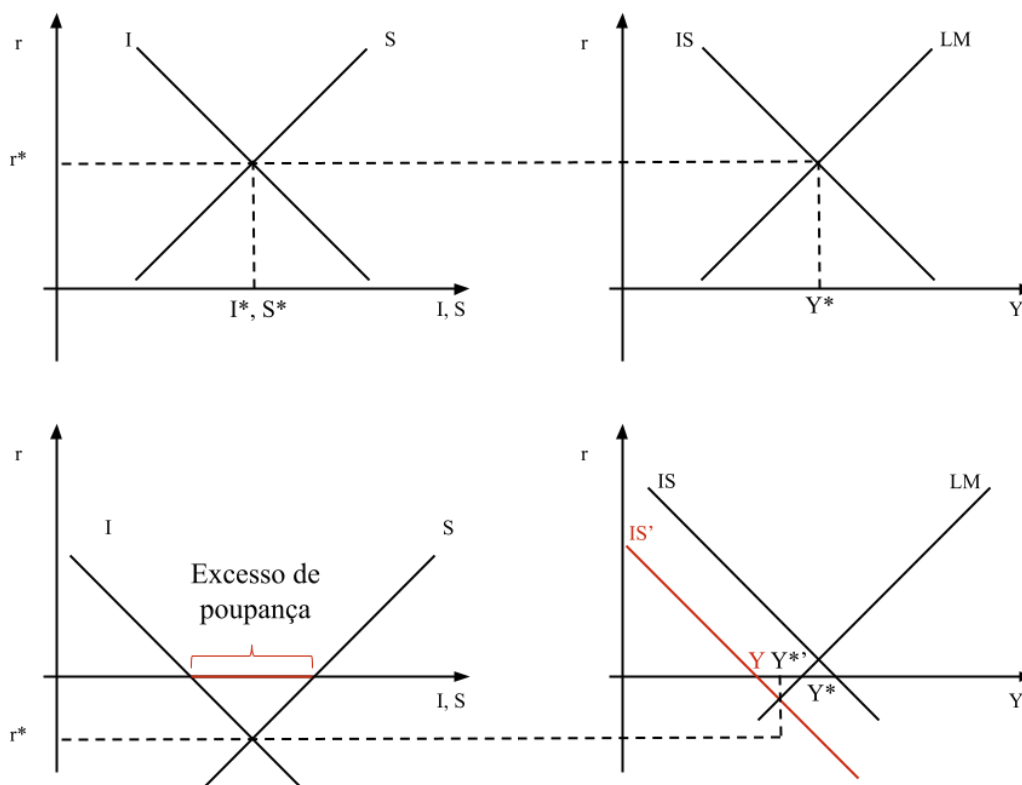
Períodos de recessão normalmente são entendidos como flutuações temporárias. No entanto, ele argumenta, esses períodos podem se tornar prolongados devido a uma imperfeição natural de mercado: o limite inferior do juro ou *zero lower bound* (ZLB). Considerando que a demanda é uma função dos juros reais, é possível que o nível de demanda que leve ao equilíbrio de pleno emprego seja associado a uma taxa de juros negativa. Dessa forma, a impossibilidade de se alcançar a taxa de juros de pleno emprego, devido ao ZLB, manifesta-se por um menor nível de produto.

O mecanismo do limite inferior do juro é explicado graficamente pela Figura 9. Em um primeiro momento, o mercado de fundos emprestáveis está em equilíbrio e gera um produto em nível potencial. Ao se elevar a poupança e retraindo o investimento de tal forma que a taxa de juros de equilíbrio se torna negativa, um excesso de poupança será gerado. Como a taxa de juros não pode cair além de zero, o produto não pode se ajustar ao nível potencial – que agora é inferior ao inicial – e será aquele associado à taxa de juros zero. Em outras palavras, um desequilíbrio no mercado de fundos emprestáveis sempre levará a um produto abaixo do potencial.

O limite inferior do juro seria um problema persistente, representando frequentemente uma restrição ao crescimento econômico dado que 1) as taxas de juros de equilíbrio estariam caindo no mundo industrializado ao longo das últimas três décadas, acompanhadas pelas taxas de inflação, 2) as taxas nominais já estariam próximas a zero

nos EUA, Japão e Europa há algum tempo, sem expectativa de mudança, 3) mesmo se houvesse elevação dos juros, seria provável que o problema do ZLB retornasse em uma próxima recessão (SUMMERS, 2015).

Figura 9 – Mecanismo do limite inferior do juro



Fonte: Elaboração própria.

Tal queda da taxa de juros de equilíbrio seria permanente, e não causada pela crise financeira, devido a uma diminuição da procura por investimentos e um aumento da poupança. Entre os motivos da queda nos investimentos estão: diminuição do crescimento populacional, diminuição do preço relativo de bens de capital – o que reduziria a quantidade de poupança absorvida para um dado nível de investimento real –, desmassificação da economia, e o fato de grandes empresas de tecnologia não saberem o que fazer com o dinheiro que possuem – tais fatores poderiam ser associados com o lado da oferta, porém, por considerar a demanda uma função da taxa de juros, a qual é afetada pelos fatores mencionados, Summers caracteriza essa questão como um problema do lado da demanda. Paralelamente, maiores reservas internacionais nos países em desenvolvimento, maior demanda por ativos seguros, crescente desigualdade, maior atratividade de títulos *pre-tax* durante desinflação, desalavancagem e maiores custos de

intermediação financeira após a crise financeira contribuiriam para o aumento da poupança (SUMMERS, 2016).

Dessa forma, a combinação de uma baixa taxa de inflação com uma baixa taxa de juros de equilíbrio tornariam o ZLB uma barreira para atingir um nível de demanda adequado. Os investimentos, afetados pela taxa de juro acima do nível de equilíbrio, não teriam ímpeto de elevar a demanda, caracterizando o cenário de estagnação secular de Hansen. Apesar do mecanismo causar insuficiência de demanda secular, ou seja, baixo crescimento por um período prolongado, não representa uma quebra de paradigma dentro do pensamento novo-keynesiano, pois se trataria de uma sequência de curtos prazos em que não é possível retornar ao equilíbrio, em vez de um evento que afeta o produto de longo prazo.

Ao tratar do que deve ser feito para superar o cenário de estagnação, Summers descarta novas rodadas de *quantitative easing* visto que teriam retornos decrescentes e levariam a maior instabilidade financeira, resultando em novas bolhas de ativos (SUMMERS, 2014; 2015; 2016).

A alternativa seria, então, elevar a taxa natural elevando o nível de gastos ou estimulando o investimento e desincentivando a poupança. Para isso, sugere repensar o papel da política fiscal como instrumento de estabilização econômica, especialmente no cenário de juros baixos, permitindo estímulos fiscais que não afetem a sustentabilidade da razão dívida/PIB, e chega a mencionar a possibilidade de expansões fiscais bem planejadas mais do que se pagarem (FMI, 2014; SUMMERS, DELONG, 2012, apud SUMMERS, 2015), e de manter uma meta de inflação mais elevada (SUMMERS, 2014).

Além dos estímulos fiscais focados em investimentos públicos, Summers (2014) também sugere reduções em barreiras estruturais para investimentos privados, ações para promover confiança nos negócios e um compromisso com proteção social básica para manter poder de compra, bem como a diminuição da desigualdade, distribuindo renda para aqueles de maior propensão a consumir.

2.1.4 Mian, Straub e Sufi e a armadilha da dívida

A teoria apresentada em dois artigos por Mian, Straub e Sufi (2020; 2021) propõe que o aumento da desigualdade, a financeirização e desregulamentação financeira levaram a uma situação de endividamento da demanda e baixa taxa de juros, semelhante a uma

armadilha da liquidez. Nesse cenário, no entanto, políticas econômicas tradicionais – como o uso convencional de política fiscal – perdem eficácia.

Os autores identificam uma série de mudanças em variáveis econômicas durante a década de 1980, como uma queda substancial da taxa de juros real (estimada), o aumento do endividamento familiar e público, e o crescimento global da parcela da renda apropriada pelo *top* 1% da população. Esse grupo teria passado por diminuição da sua dívida líquida, enquanto o *bottom* 90% teria caminhado na direção contrária. Dessa forma, os autores entendem que houve um aumento da poupança, concentrada no primeiro grupo, que não teria se tornado investimento, mas sido absorvida como dívidas pelo segundo grupo. O acúmulo de poupança (*saving glut*) é mais explorado em artigo posterior do trio, mas que mantém argumentação similar (MIAN, STRAUB E SUFI, 2021).

O resultado é de um fluxo de transferência de renda dos mais pobres aos mais ricos (e poupadores) levando a queda da taxa natural de juros, que, por sua vez, estimula o endividamento. Tal dinâmica gera uma demanda endividada – e reprimida, visto que concentra renda na parcela população de baixa propensão ao consumo – que prende a economia em uma “armadilha da liquidez provocada por endividamento” ou armadilha da dívida (MIAN, STRAUB E SUFI, 2020, p. 1).

Esta proposição se assemelha às de Krugman (2013; 2014) – economia em armadilha da liquidez – e à de Summers (2014; 2015; 2016) – queda secular da taxa natural de juros – e também depende do advento do limite inferior do juro impedindo que a taxa de juros real caia o suficiente para se ajustar à taxa natural. No entanto, para Mian, Straub e Sufi (2020), o uso de política fiscal não seria uma saída possível, pois só funcionaria no curto prazo. Em seu modelo, um estímulo fiscal financiado por déficit elevaria a taxa natural no curto prazo. Porém, no longo prazo, a taxa voltaria a cair até patamares inferiores ao inicial. Isso aconteceria devido à necessidade de elevar impostos posteriormente, que recairia sobre a parcela da população endividada, reforçando a transferência de tomadores para emprestadores. Desta forma, a economia seria puxada de volta para a armadilha da dívida.

Para escapar desta armadilha, um conjunto de políticas não convencionais é recomendado pelos autores. São mencionadas políticas tributárias redistributivas, como impostos sobre riqueza, políticas voltadas para redução da desigualdade de renda, e até a possibilidade de uma rodada de perdão de dívidas, acompanhada de medidas macroprudenciais para

impedir uma nova elevação do endividamento que retorne a economia à armadilha da dívida.

2.2 Discussão e críticas às teorias ortodoxas

A subseção seguinte resume o debate sobre o tema da estagnação secular na visão da ortodoxia econômica, enquanto a subseção de críticas trata de objeções que questionam a possibilidade de tal fenômeno ou que apresentam explicações alternativas fora do arcabouço ortodoxo.

2.2.1 Discussão

Larry Summers, além de ter sido responsável por reaver o termo, parece ser o autor a liderar o debate dentro da ortodoxia e, assim, responde às ideias dos outros autores apresentados. Em relação à teoria de Gordon, Summers reconhece que há um problema de produtividade, dado o baixo crescimento associado a um baixo desemprego, mas descarta o diagnóstico de um problema originado no lado da oferta, visto que um cenário de oferta agregada inadequadamente baixa resultaria em elevação de preços, não em diminuição. Além disso, aponta que quedas no potencial da economia podem ser originadas no lado da demanda, pela diminuição de investimentos de capital, em uma “Lei de Say Inversa” (SUMMERS, 2015, p. 63). De fato, Summers, Blanchard e Cerutti (2015) observam que, historicamente, recessões são seguidas por taxas de crescimento do produto inferiores e que desvios do produto em relação ao seu nível ótimo podem persistir por períodos muito mais longos do que se pensava convencionalmente, caracterizando um fenômeno de histerese.

Em relação à teoria de Krugman, Summers considera que esta teoria é paralela à sua. No entanto, ressalta que a armadilha da liquidez costuma ser pensada como um fenômeno temporário, enquanto o excesso de poupança em relação ao investimento, defendido por ele, seria um fator constantemente presente na próxima era (SUMMERS, 2015; 2016).

O impedimento causado pelo *zero lower bound* parece ser a explicação mais recorrente para o baixo crescimento observado após 2008 entre os novo-keynesianos. De fato, além dos artigos apresentados neste trabalho, vale mencionar que há ampla literatura que associa a restrição do limite inferior do juro à estagnação secular, por exemplo Thwaites (2015), Benigno e Fornaro (2017), e Sushant e Bengui (2018) ligados a bancos centrais

(da Inglaterra, Europa, e Estados Unidos, respectivamente), Bossone (2015) e Jones (2018) ligados a organizações internacionais (Banco Mundial e FMI, respectivamente).

Tabela 1 – Tabela resumo das teorias de estagnação secular da ortodoxia econômica

Artigo	Principal diagnóstico	Limite inferior do juro como fator central?	Principais políticas recomendadas
Gordon (2012, 2014, 2015)	Desaceleração do produto potencial	Não	Aumento da força de trabalho
Krugman (2013, 2014)	Armadilha da Liquidez	Sim	Política fiscal expansionista, elevação da meta de inflação
Koo (2012) Krugman e Eggertsson (2012)	Crise de desalavancagem	Sim	Política fiscal expansionista
Summers (2014, 2015, 2016)	Queda secular na taxa natural de juros	Sim	Política fiscal expansionista, elevação da meta de inflação, redução da desigualdade
Mian, Straub e Sufi (2020)	Armadilha da dívida	Sim	Redução da desigualdade, medidas macroprudenciais

Fonte: Elaboração própria

Além disso, é interessante observar que autores da ortodoxia incluem em suas análises a dinâmica da distribuição de renda e desigualdade, dado que estes fatores não são comumente relacionados com crescimento de longo prazo dentro do *mainstream*. A Tabela 1 resume as teorias dos autores apresentados neste capítulo. Os artigos de

Krugman (2013; 2014) foram separados dos de Koo (2012) e Krugman e Eggertsson (2012) pela maior ênfase na crise de desalavancagem/balanco patrimonial em detrimento de uma armadilha de liquidez padrão, além da ineficácia em elevar a inflação nos últimos.

Em relação às objeções às proposições sobre a estagnação secular, pode ser feita uma separação em críticas (i) internas – que apontam contradições dentro do próprio *rationale* da teoria proposta – e (ii) externas – que contestam as explicações partindo de outro arcabouço teórico.

2.2.2 Críticas internas

Partindo inicialmente para as contestações teóricas, Garrido e Serrano (2021) averiguam a compatibilidade de postulados da estagnação secular com o arcabouço teórico tanto ortodoxo quanto heterodoxo realizando uma análise em paralelo com os problemas de Harrod. Dentre as objeções apontadas pelos autores às teorias ortodoxas, três serão apresentadas a seguir.

A atual discussão acerca da estagnação secular, conforme Garrido e Serrano (2021) apontam, se conecta diretamente com a sua proposta original. Seja um problema de armadilha da liquidez – na teoria de Hansen – impedindo que se alcance uma taxa natural que é positiva, mas muito baixa, ou o ZLB impedindo que se alcance uma taxa natural negativa, há o fator comum de uma taxa de juros real rígida para baixo, impossibilitando o equilíbrio entre investimento e poupança potencial.

As condições para se caracterizar um cenário de estagnação secular, dessa forma, são definidas como: 1) taxa de desemprego positiva e persistente, ou seja, subutilização da mão de obra – fator relacionado ao primeiro problema de Harrod –; e 2) investimento abaixo da poupança potencial, além de ter seu crescimento inferior à taxa garantida, que equilibra poupança e investimento e garante o ‘esgotamento’ da demanda por capital – fator relacionado ao segundo problema de Harrod.

A primeira inconsistência trata de problemas ao utilizar uma função de demanda por investimentos negativamente relacionada à taxa de juros em um cenário de desemprego involuntário. Isso ocorre porque quanto maior a disponibilidade de trabalho, maior será a produtividade marginal do capital, de forma a criar um incentivo a investir que esgotaria a poupança potencial, reequilibrando a taxa real de juros. Exatamente por este motivo, a curva de investimento no modelo de Solow tem como pressuposto o pleno emprego de

fatores. Portanto, o limite inferior do juro não pode ser um fator limitante e, de forma mais geral, não é possível sustentar simultaneamente a hipótese de desemprego do trabalho e de excesso de poupança desequilibrando um mercado de fundos emprestáveis.

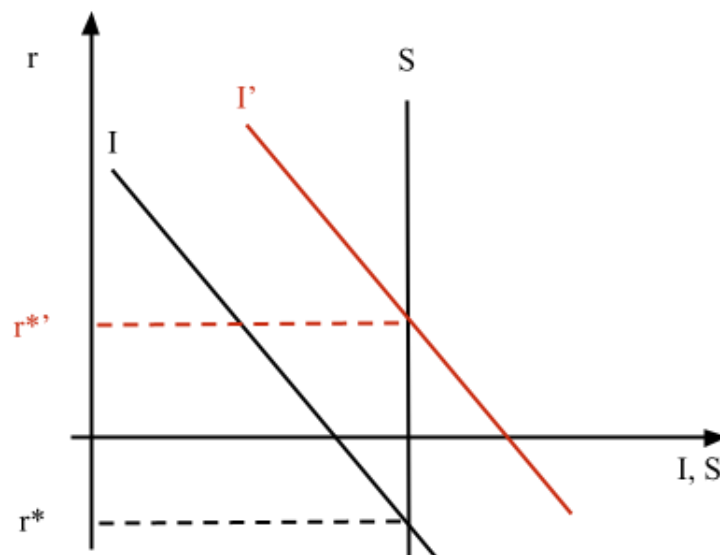
A segunda inconsistência apontada está relacionada com a suposição de que uma queda na taxa de crescimento natural do produto necessariamente causaria desemprego do trabalho. Em um cenário de mudança como tal, a teoria neoclássica apontaria para um retorno ao equilíbrio do nível de emprego dos fatores totais através de um ajuste na taxa de juros – que passaria por queda até que a relação capital-produto retornasse ao equilíbrio. Dada uma impossibilidade de queda nos juros – premissa da teoria –, trabalho, capital, investimento cresceriam a uma nova taxa, inferior à inicial. Nesse cenário, a taxa natural de crescimento se torna menor que a taxa garantida: dado que a relação técnica capital-produto potencial da técnica em uso não se altera e a propensão marginal ao consumo média é fixa, a impossibilidade de reajuste dos juros gera uma capacidade ociosa. Apesar disso, a força de trabalho e/ou sua produtividade passarão a crescer também nesta nova taxa natural, mais baixa, de forma a continuar sendo absorvida pelo mercado de trabalho. De fato, haveria desemprego do fator capital, como consequência de uma capacidade produtiva, agora não utilizada (criada no período anterior, que apresentava maior taxa de crescimento), e de um novo nível de poupança potencial, que não pode se equilibrar com o investimento. Dessa forma, os autores concluem que o excesso de poupança gerado pela rigidez dos juros não causa necessariamente desemprego do trabalho, não satisfazendo a primeira condição.

A terceira inconsistência, relacionada em especial à teoria de Summers, questiona a possibilidade de uma taxa de juros natural negativa no longo prazo. Neste cenário, em que a produtividade marginal do capital é negativa, a produtividade marginal do trabalho teria de ser positiva, o que acarretaria em uma mudança para técnicas mais intensivas em mão de obra ou descontinuação de parte do capital, deslocando a curva de investimento para a direita (ou para cima), até que a taxa natural de juros se encontre no quadrante positivo (Figura 10).

Outro indicativo desta impossibilidade seria o fato de o produto dentro do arcabouço neoclássico ser determinado por uma função Cobb-Douglas cujos coeficientes somam um, por representar suas respectivas participações no produto, de maneira que o produto marginal do capital nunca se tornaria negativo. Dessa forma, os autores afirmam que um

equilíbrio da taxa natural de juros em nível negativo “não é coerente com um esquema neoclássico ou mesmo de síntese neoclássica” (GARRIDO; SERRANO, 2021, p. 858).

Figura 10 – Deslocamento da curva de investimento



Fonte: Elaboração própria.

Analisando proposições ortodoxas de estagnação secular, Cynamon e Fazzari (2017) abordam o diagnóstico de problemas no mercado de trabalho e o limite inferior do juro como causas para a recente tendência de baixo crescimento. Sem questionar a importância do fator demográfico para o crescimento do produto, os autores apontam que a tendência de mudança na pirâmide etária era de conhecimento dos agentes no momento em que realizaram previsões de crescimento da economia. Além disso, questionam por que o efeito demográfico teria aparecido de forma tão abrupta no período da Grande Recessão.

De fato, Gordon (2014) menciona a conjuntura econômica como fator acelerador da saída de idosos do mercado de trabalho. Mas a primeira crítica se mantém, de forma que a mudança demográfica não pode explicar porque o produto em 2017, por exemplo, difere tanto da trajetória potencial calculado pelo CBO para o ano em 2007 ou em 2015 (Figura 1).

Outras hipóteses são uma desaceleração do crescimento da produtividade do trabalho – um fator não previsto – ou um descasamento entre as habilidades da força de trabalho e as necessidades de mercado. No entanto, os autores apontam que não há evidência empírica para nenhuma das duas possibilidades, uma vez que a parcela de gastos privados

em P&D segue crescente desde 2005 e que a Curva de Beveridge (que relaciona desemprego e abertura de empregos) para o período 2001-2017 é negativamente inclinada, ou seja, desemprego e abertura de vagas são negativamente correlacionados.

Cynamon e Fazzari (2017) também questionam a relevância de perseguir uma taxa natural de juros. Em primeiro lugar, afirmam que consumo pessoal representa quase 70% da demanda agregada nos EUA e que não há muita evidência de que este consumo é sensível aos juros. Em relação aos investimentos, mesmo que este componente apresente mais sensibilidade aos juros, o pressuposto de elasticidade de substituição unitária entre capital e trabalho é empiricamente questionado, de forma que o impacto de uma diminuição da taxa de juros precisa passar por três elasticidades (elasticidade do custo de capital, elasticidade de substituição entre capital e trabalho, e a participação de investimentos na demanda agregada) e acaba sendo muito limitado.

Se poupança e investimentos apresentam baixa sensibilidade aos juros, o mercado de fundos emprestáveis seria composto por duas curvas muito verticais. Nesse esquema, pequenas variações nas curvas levariam a fortes mudanças na taxa de equilíbrio. De fato, curvas de alta inclinação facilitariam a ocorrência de um equilíbrio em uma taxa substancialmente negativa – como argumentado por Summers (2014; 2015; 2016). Porém, os autores questionam o sentido de perseguir uma taxa de equilíbrio que tem como característica uma forte volatilidade.

Também vale mencionar, como uma crítica à teoria de Summers, a proposição de Ben Bernanke sobre baixas taxas de juro. O ex-presidente do FED critica a ausência da dimensão internacional no diagnóstico de Summers e explica que a disponibilidade de investimentos em capital poderia levar a um fluxo de saída de capitais, desvalorizando o dólar e potencializando novamente as exportações do país, o que elevaria o emprego. Dessa forma, Bernanke afirma que o cenário de estagnação secular requer retornos ao capital permanentemente baixos em todo o mundo. No entanto, reconhece que o mundo real não é *ceteris paribus* e que capitais não fluem perfeitamente entre países e, assim, apresenta uma explicação alternativa (BERNANKE, 2015a).

Para Bernanke (2015b), a tendência de baixas taxas de juros é temporária, e causada por um acúmulo de poupança (*global saving glut*), ou mais especificamente, por um excesso de poupança em relação ao investimento desejado na China e em outros mercados emergentes. Nesse cenário, a política fiscal não poderia ser uma ferramenta a ser usada e

a resposta correta consistiria em políticas para liberar fluxos internacionais e reduzir intervenções em mercados de câmbio estrangeiros.

Summers posteriormente propôs um modelo que formaliza a possibilidade de estagnação secular em uma economia aberta. Eggertsson, Mehrotra e Summers (2016) apresentam modelo em que o fluxo de capitais de um país sob estagnação secular para outro pode levá-lo a um desequilíbrio das taxas de juro real e natural, ou seja, levar a economia à estagnação também. As recomendações de política não se alteram.

2.2.3 Críticas externas

Além das críticas teóricas dentro do próprio arcabouço novo keynesiano, cabem questionamentos às teorias apontadas com base em uma diferente base teórica. A principal objeção trata da existência (ou inexistência) de um mercado de fundos emprestáveis. Storm (2017a) elenca cinco motivos pelos quais uma baixa taxa natural de juros não poderia ser a causa da tendência de baixo crescimento discutida, além de propor uma explicação alternativa para o fenômeno de estagnação do produto nos EUA, que será apresentada na seção seguinte. Em seguida, também serão apresentadas críticas elencadas por Hein (2015).

O primeiro motivo considera que a oferta e a demanda por fundos não são funções independentes, conforme apontado por Keynes. O movimento da oferta de fundos que levaria a uma taxa natural de juros negativa não pode ser explicado por um aumento na renda, que se encontra estagnada e, portanto, deveria ser explicada por um aumento na propensão à poupança. Dada uma queda na propensão ao consumo – por exemplo, por um motivo de envelhecimento da população –, a retração na demanda agregada causada pelo menor consumo afetaria a demanda por investimento, visto que esta é uma função da renda esperada, que também se reduziria. Dessa forma, a oferta e a demanda de fundos não se alteram, ocorrendo apenas uma redução na taxa de juros considerada natural (STORM, 2017a).

O segundo ponto, também observado por Hein (2015), decorre da observação de que a poupança não financia investimento, visto que bancos criam dinheiro. A necessidade de fundos (existentes) para financiar investimento só existiria em um modelo de grãos de trigo, enquanto em uma economia monetária bancos podem pré-financiar investimentos que então criarão renda e poupança. O autor ressalta ainda que bancos centrais, incluindo

o Bank of England, adotam este paradigma, que reforça o entendimento de que não existe uma curva de oferta de fundos que ditaria a taxa de juros de equilíbrio (STORM, 2017a).⁴

Portanto, a taxa de juros é, na verdade, um instrumento de política monetária, e não um preço de equilíbrio. Este é o terceiro ponto mencionado pelo autor. Considerando a constatação de que bancos criam dinheiro, o estoque de moeda passa a ser endógeno, o que é incompatível com a concepção da taxa de juros como preço de fundos emprestáveis. Conforme afirmam os economistas do Bank of England, Jakab e Kumhoff (2015, p. 3):

“modern central banks target interest rates, and are committed to supplying as many reserves (and cash) as banks demand at that rate, in order to safeguard financial stability. The quantity of reserves is therefore a consequence, not a cause, of lending and money creation. This view concerning central bank reserves [...] has been repeatedly described in publications of the world’s leading central banks.” (apud STORM, 2017a, p. 5).

A quarta crítica aborda a ausência de finanças ou mercados financeiros. Uma elevação da poupança não é necessariamente canalizada para investimentos produtivos, podendo ser direcionada para investimentos financeiros mais lucrativos. Considerando o cenário de juros baixos, há uma maior preferência por liquidez e investimentos financeiros de curto prazo por parte das firmas, deixando de lado investimentos produtivos e de inovação. A existência de mercados financeiros seria um motivo para entender a queda de investimentos – que acontece por diminuição do investimento autônomo e da renda esperada, e não pela impossibilidade de atingir uma taxa de juros de equilíbrio. Este cenário é atribuído a duas décadas de desregulação financeira que teriam criado um paraíso dos rentistas, em vez de promover sua eutanásia (STORM, 2017a).

A quinta e última objeção de Storm (2017a) trata da combinação – ou confusão – de fluxos com estoques. Em um mercado de fundos emprestáveis, mesmo que a taxa de juros fosse responsável por igualar o estoque de oferta com o estoque de demanda por fundos, não haveria motivos para que esta mesma taxa igualasse simultaneamente o fluxo de poupança e investimento.

Ainda na esfera monetária, Hein (2015) cita a controvérsia de Cambridge, questionando a elasticidade do investimento aos juros e a existência de uma curva de demanda por

⁴ Como descrito de forma empírica por Taylor (2017).

investimentos negativamente inclinada. Além disso, critica a desconsideração do lado na demanda na determinação do crescimento potencial e natural, e de mudanças institucionais e de relações de poder entre classes sociais.

Especificamente em relação às proposições de Mian, Straub e Sufi (2020; 2021), Storm (2021) critica a afirmação de que existe um excesso de poupança, expondo dados das contas nacionais que mostram a poupança agregada flutuando ao redor de uma média de longo prazo. Focar em oscilações na poupança familiar, que de fato ocorreram, teria sido um erro para Storm (2021), visto que a poupança agregada se manteve estável, apesar de mudança na sua composição. Por este motivo – e esta é outra crítica de Storm (2021) –, a estagnação não pode ter sido originada por uma elevação na desigualdade (que causaria um excesso de poupança e queda na taxa de juros real).

3. ESTAGNAÇÃO SECULAR NA HETERODOXIA ECONÔMICA

As visões alternativas ao *mainstream* econômico apresentadas neste trabalho foram, em sua maioria, centradas naquelas apresentadas no *Handbook of Economic Stagnation*, livro compilado por Wray e Dantas (2022). As teorias de sete autores presentes neste livro serão discutidas a seguir.

Assim como observado na seção anterior, os diagnósticos dentro da heterodoxia apresentam muitas semelhanças entre si por terem a característica comum de considerar a demanda relevante na determinação do nível de crescimento de longo prazo.

3.1.1 Servaas Storm e o desaparecimento da classe média nos EUA

A teoria de Servaas Storm para explicar a desaceleração do crescimento econômico se origina no diagnóstico de que os EUA se tornaram uma economia dual, em que há crescente desigualdade de renda e riqueza, e polarização do mercado de trabalho, causando o desaparecimento de um salário mediano. Storm (2017b) afirma que as classes de baixa e média renda têm tido que lidar com menos oportunidades de emprego, estagnação de salários e maior insegurança em relação à economia e ao mercado de trabalho – além do crescimento da desigualdade.

Olhando para a produtividade total dos fatores, Storm (2017b) entende que a criação de uma estrutura econômica de baixo crescimento salarial após 1980 foi responsável por diminuir os incentivos à inovação e ao investimento, levando a uma estagnação do produto. É interessante que sua visão trata de uma estagnação do produto potencial, mas

que leva em conta uma produtividade liderada pela demanda, e, portanto, dependente do produto, através de uma mudança tecnológica induzida. Também é interessante notar que este reconhecimento de que a relação entre crescimento da produtividade do trabalho e crescimento dos salários é uma via de mão dupla está presente, entre outros, em um trabalho de Robert Gordon (1987, apud STORM, 2017b).

Enquanto o período de 1948 a 1972 contou com crescimento de salários reais, gerando um incentivo para que firmas investissem em máquinas poupadoras de trabalho – assim gerando crescimento da produtividade, posteriormente, a globalização teria proporcionado o estabelecimento de um regime de baixo crescimento salarial, desregulação do mercado de trabalho e dessindicalização. Os ricos, no entanto, teriam se beneficiado da globalização devido à desregulação e integração financeira.

Em contraste, no período de 1972 a 2015, Storm (2017a) observa uma queda no crescimento da remuneração de fatores e do salário real, que possui maior peso dentro do total, em conjunto com uma desaceleração da produtividade. Nessa dinâmica, um menor investimento reduz a demanda agregada, reduzindo a acumulação de capital devido ao efeito acelerador e, dessa forma, a demanda (e sua trajetória) afeta o crescimento em longo prazo. Nas palavras de Storm (2017b, p. 22): *“the secular decline in aggregate U.S. TFP growth post-1972 is closely hanging together with secular declines in the growth rates of aggregate labor productivity, real wages, capital intensity and aggregate demand (mostly investment demand)”*.

A reorientação da política econômica a partir da década de 1980 também seria responsável pela criação de uma economia dual, composta por um setor tecnologicamente dinâmico, com altos salários, e um setor estagnado, de baixa remuneração. Na medida em que o setor dinâmico diminui a quantidade de empregados, trabalhadores acabam sendo direcionados para o setor estagnado, resultado na queda da produtividade do trabalho e de salários no setor. Ao longo do tempo, a persistência de uma demanda agregada mais fraca acaba afetando também o setor dinâmico, reduzindo sua produtividade, bem como o crescimento potencial agregado, de toda a economia (STORM, 2017b).

De fato, a partir de suas estimativas sobre a evolução da produtividade do trabalho, Storm (2017b) conclui que indústrias de maior crescimento da produtividade têm apresentado menor crescimento de horas de trabalho, sinalizando uma diminuição no número de empregados. Em outras palavras, a diferença entre crescimento do emprego é explicada

(pelo menos em maior parte) pela diferença de mudança tecnológica. Assim, o emprego se move dos setores dinâmicos para os estagnados, formando uma economia dual.

O autor menciona que Paul Samuelson teria reconhecido este tipo de dinâmica, antes da virada do milênio, ao afirmar em uma conferência do FED que “a força de trabalho americana nos surpreendeu com uma nova flexibilidade e uma nova tolerância em aceitar empregos medíocres” (SAMUELSON, 1998, apud STORM, 2017b, p. 26, tradução nossa). O economista e ex-presidente do FED Alan Greenspan também teria identificado uma “restrição atípica” para o crescimento de salários, “traumatizando” o trabalhador, que sentia insegurança no trabalho e teria aceitado menores crescimentos salariais (GREENSPAN, 1997, apud STORM, 2017b).

Na medida em que uma menor demanda agregada puxa o crescimento potencial do produto para baixo, os bancos centrais, agora focados em manter uma baixa inflação, enxergam uma economia que se aproxima do potencial – devido a um problema de progresso tecnológico lento, no lado da oferta – e elevam os juros em resposta a uma aceleração do crescimento. A retirada de estímulos acaba por criar uma profecia autorrealizadora, em que uma retomada morre em sua infância, conforme originalmente definido por Hansen (1939). Mais especificamente, a tentativa do banco central de igualar o crescimento do produto com o potencial acaba por afetar negativamente a própria trajetória do produto potencial, resultado em um efeito histerese.

As recomendações de Storm (2017b) consistem no uso de política fiscal, monetária e salarial para impedir quedas na demanda. A política salarial consistiria em manter o crescimento de salários em ambos os setores em linha com o avanço tecnológico. No entanto, o próprio autor afirma que não há uma regra de ouro a ser seguida e sugere um processo de consulta como apresentado por Kaldor (1996, apud STORM, 2017b), em que seja decidida uma divisão da renda nacional que seja compatível com crescimento, pleno emprego e estabilidade monetária.

Em publicação mais recente, ao tratar do uso de política salarial como remédio para a estagnação, Storm afirma que:

“To do better, we must look more deeply at shifting social norms that affect wage setting and allow higher inequality, and think creatively about how income growth can be restored across the distribution. Understanding these issues is difficult; designing effective macro policies to keep up demand growth

in line with full employment and with potential growth may be even harder.”
(STORM, 2019, p. 20)

Um pontapé inicial poderia ser dado pela política monetária e fiscal. Novamente, é interessante notar como Storm cita Robert Gordon para justificar que um estímulo de demanda causaria inflação menor do que se imagina, devido a um crescimento do produto potencial:

“... a stimulus to aggregate demand provides not only the direct benefit of raising output and employment, but also the indirect benefit of raising the real wage and creating substitution away from labor that boosts productivity [...] With this dual benefit obtainable from demand expansion, the case against demand stimulation must rest on convincing evidence that such policies would create an unacceptable acceleration of inflation.” (GORDON, 1987, p. 154-155, apud STORM, 2017b).

3.1.2 Barry Cynamon, Steven Fazzari e o endividamento familiar nos EUA

Barry Cynamon e Steven Fazzari analisam o consumo e o endividamento das famílias nos Estados Unidos em uma série de artigos. Inicialmente, mencionam uma lenta recuperação da Grande Recessão (CYNAMON; FAZZARI, 2015a), apenas posteriormente se referindo ao termo estagnação secular (CYNAMON; FAZZARI, 2015b; 2017).

A teoria da dupla trata da dinâmica de consumo das famílias ao longo de um período de crescimento da desigualdade. Durante a década de 1980, uma tendência de lento crescimento da renda de famílias abaixo do *top 5%* levou a uma queda na participação deste grupo na renda agregada. No entanto, esta parcela das famílias não reduziu sua razão consumo-renda, recorrendo ao endividamento para manter um determinado nível de consumo – padrão que se estendeu durante mais de duas décadas e se esgotou com a Crise de 2008. Esta visão é bastante semelhante à de Summers (2014; 2015; 2016) ao apontar um problema de diminuição de demanda mascarado temporariamente pelo crédito às famílias.

Convencionalmente, um crescimento da desigualdade leva a uma retração da demanda agregada por transferir renda de um grupo de mais alta propensão a consumir para um grupo de alta propensão a poupar. No entanto, algumas teorias contemplam a possibilidade de um aumento da desigualdade pessoal resultar numa elevação na propensão ao consumo de famílias, em um efeito de renda relativa ou *‘expenditures*

cascades’, em que o gasto de um grupo serve como ponto de referência para o consumo do grupo logo abaixo (LEVINE et al, 2010 apud CYNAMON; FAZZARI, 2015a).

Os autores estimam que entre 1960 e 1980 a renda real por unidade familiar cresceu em média 2,1% para famílias do *top* 5% e 1,9% para o restante. Entre 1980 e 2007, essas taxas mudaram para 3,9% e 1,1%, respectivamente. Também apontam que entre 1989 e 2007, o consumo médio do primeiro grupo era 10 pontos percentuais inferior ao do segundo. Com isso, poderia ser esperada uma queda no consumo. No entanto, isso não aconteceu até o desencadear da crise, implicando em um crescimento da taxa dívida-renda.

Entrando em detalhes sobre o balanço patrimonial das famílias com base em dados da Survey of Consumer Finances, Cynamon e Fazzari (2015a) constatam que o crescimento da razão dívida-renda das famílias do grupo do *bottom* 95% ocorreu de forma simultânea a um crescimento da razão patrimônio-renda, o que poderia levar a um entendimento de que não há problemas de sustentabilidade nessa trajetória. Porém, os autores insistem que o balanço patrimonial das famílias não se ajustaria, pois teriam um receio em vender a casa em que vivem. Nas palavras dos autores:

“Because people need to live somewhere, rising equity in an owner-occupied home is offset by a rising opportunity cost of living in that house, unless the homeowner literally sells the house and moves into a less costly one. Whilst households surely plan housing consumption by recognising a trade-off between residence type and housing expenditure, transaction costs are high enough and habit formation of residential consumption is strong enough that households do not move en masse to re-optimize their housing consumption every time housing prices rise. What they might do instead is tap home equity, by using it as collateral for borrowing, but that financial strategy essentially means the household is making a levered bet on continued price appreciation.” (CYNAMON; FAZZARI, 2015a, p. 13).

Dessa forma, a riqueza que famílias possuem na forma de propriedade imobiliária, apesar de aparecer em seus balanços como um ativo, não tende a ser usada para pagar uma dívida, mas, pelo contrário, sinaliza uma intenção de consumo futuro – de serviços de moradia. Este comportamento seria semelhante aos de ativos em contas de aposentadoria, que também estariam crescendo e camuflando um desequilíbrio nos balanços familiares: têm como objetivo financiar consumo futuro, não compensar um crescimento de dívidas. Os autores, portanto, concluem que para as famílias abaixo do *top* 5% o endividamento crescente não podia ser quitado sem diminuição de consumo futuro, enquanto para a

parcela mais rica, o oposto ocorreu no período: crescimento da renda e nível de endividamento estável (CYNAMON; FAZZARI, 2015a).

Após o despertar da crise, o consumo deste grupo foi fortemente impactado pela escassez de crédito, enquanto a taxa de consumo para o *top* 5% cresceu (em relação à renda), suavizando consumo. O resultado foi uma acentuada retração de demanda, que não teria acontecido em um cenário de menor desigualdade em que a maior parte da população pudesse suavizar seu consumo (CYNAMON; FAZZARI, 2015a).

A crescente desigualdade seria ainda o motivo pelo qual as famílias deixaram seus balanços patrimoniais deteriorarem. Reforçando que um modelo de consumo deve levar em conta limitações cognitivas e fatores comportamentais, os autores ressaltam a influência de interações sociais em elevar o consumo de famílias de menor renda, que comparam seu poder de compra e estilo de vida com os das camadas superiores, especialmente em um momento de alta disponibilidade de crédito. Em relação às limitações cognitivas, afirmam que os agentes não notam instantaneamente mudanças de circunstâncias e, portanto, não mudam seus comportamentos. Além disso, não possuem certezas sobre inúmeros fatores, como salários futuros, segurança empregatícia e retornos de ativos. Assim, em um ambiente nebuloso, os agentes se guiam por regras de bolso e buscam referências de consumo em grupos de pessoas ao seu redor e não seguem um caminho ótimo de consumo e poupança intertemporal (CYNAMON; FAZZARI, 2015a).

Inicialmente, os autores apenas apontam que um primeiro passo para resolver o problema seria encarar a crescente desigualdade como mais do que um problema de justiça social, e como uma ameaça ao crescimento da demanda e do emprego. (CYNAMON; FAZZARI, 2015a). Em Cynamon e Fazzari (2015b) demonstram descrença na política monetária como forma de impulsionar demanda devido ao limite inferior do juro e ao risco de incorrer em instabilidade financeira – note-se a semelhança com o pensamento de Summers.

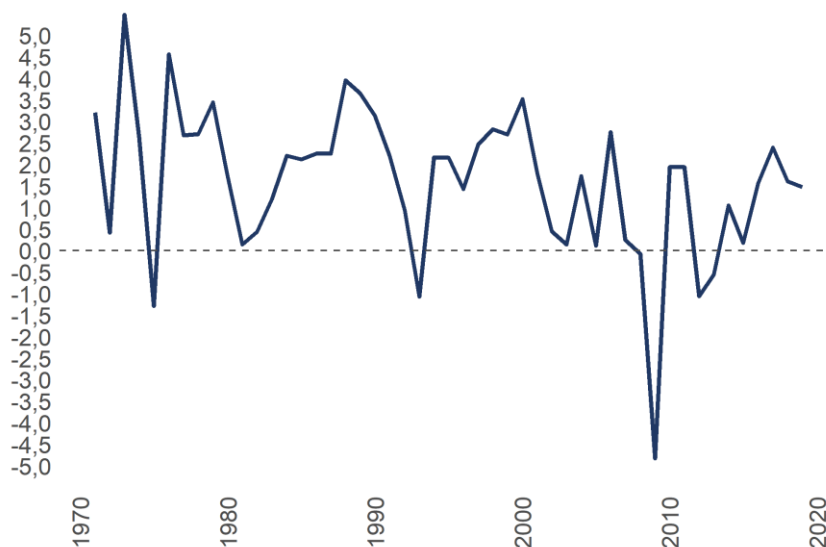
Apenas em Cynamon e Fazzari (2017) políticas são recomendadas. Entre elas estão política fiscal e tributária. Em relação à primeira, se mostram favoráveis a realização de obras de infraestrutura pública, mas ressaltam que gastos precisam passar num teste de custo-benefício e que creem que um estímulo fiscal por si só não seria suficiente. O componente para o qual mais chamam atenção é o consumo familiar, por ser o principal fator por trás da estagnação, enquanto o investimento deve se resolver sozinho a partir de

um aquecimento da demanda – aqui há uma discrepância com Summers, por apontarem para solução via consumo, enquanto o ex-secretário do Tesouro aponta para a solução via investimento. A política tributária deve consistir em aliviar a demanda, visto que reformas tributárias voltadas para fatores de oferta seriam altamente ineficientes neste cenário de estagnação da demanda. Por fim, a crescente desigualdade também precisa ser abordada. Nesse quesito, os autores sugerem um olhar mais profundo em mudanças de normas que determinam salários e pensar de forma criativa em maneiras de lidar com desafios da globalização e em desenhos de políticas tributárias progressivas.⁵

3.1.3 Leon Podkaminer e a restrição da Alemanha sobre o resto da Europa

Leon Podkaminer (2019) relaciona o fraco desempenho das economias europeias ao baixo crescimento de salários nos países da Zona do Euro, que, por estarem submetidos a uma política monetária “*one-size-fits-all*”, enfrentariam restrições de crescimento do produto e de salários causados pela Alemanha, país de maior competitividade do bloco.

Figura 11 – Taxa de crescimento real per capita na Zona do Euro



Fonte: Elaboração própria com base em World Bank (2022c) e Podkaminer (2019).

Identificando uma queda no crescimento do produto a partir da metade da década de 1970 (Figura 11), Podkaminer (2019) associa esta tendência ao fim do acordo de Bretton Woods, sendo, assim, muito anterior à crise de 2008. O autor também observa que o principal componente do PIB, o consumo privado, também apresenta uma tendência

⁵ Para outra visão que relaciona estagnação de salário e endividamento, ver Onaran (2016).

secular de queda e assim se vira para os salários – principal determinante do consumo privado – para entender esse fenômeno.

Associado ao consumo privado, a formação de capital também tem seguido trajetória de queda. Apesar disso, a rentabilidade do estoque de capital cresceu, em um aparente paradoxo de que alta lucratividade tem desencorajado a formação de capital. No entanto, Podkaminer (2019) encontra uma explicação para tal dinâmica na repressão de salários, que elevam a lucratividade, mas, através da diminuição da demanda dos consumidores, desencoraja o investimento.

Mesmo reconhecendo que a elevação dos juros a partir de 1974, em resposta aos choques do petróleo e dando prioridade ao combate à inflação, pode ter reprimido o consumo, Podkaminer (2019) não acredita que taxas baixas ou negativas teriam afetado o nível de consumo. Uma melhor explicação para esta diminuição estaria na reconfiguração da distribuição funcional da renda a partir de 1975, com a participação dos salários no PIB em queda até 2007, quando esta parcela se estabilizou. Além da repressão de salários, fatores como alto desemprego e adoção de um paradigma liberal – traduzido em modelos tributários menos progressivos, liberalizações dos mercados financeiro e de trabalho, diminuição de instituições de bem-estar, substituição de políticas industriais por políticas de competição, e contingenciamento fiscal – estariam contribuindo para o crescimento da desigualdade no continente.

Assim como mencionado por Storm (2017b), o autor aponta que elevações na produtividade não tendem a causar crescimento do produto em 10 dos 12 países que originalmente compõem o bloco, o EU12⁶ (PODKAMINER, 2017, apud PODKAMINER, 2019), e recorre à Lei de Kaldor-Verdoon, com o produto puxando o crescimento da produtividade.

Também em argumentação semelhante a Storm (2017b), o crescente desemprego causado pelo combate à inflação teria disciplinado trabalhadores, tornando-os submissos a piores condições de trabalho e remuneração: “The European Central Bank had played, until the Great Recession, an active role in the repression of wages, thus buttressing high

⁶ Composto por Alemanha, Bélgica, Dinamarca, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Portugal e Reino Unido. Os dois países em que a produtividade afeta o produto são Grécia e Irlanda.

unemployment. The ECB was long guided by paranoid fears of inflation in excess of 2% and repeatedly insisted on ‘wage moderation’” (PODKAMINER, 2019, p. 6.).

Um segundo fator por trás da repressão de salários seria a estratégia alemã de manter remuneração do trabalho abaixo de sua produtividade, forçando um comportamento semelhante aos outros países da União Europeia, somado à competição com o resto do mundo causada pela globalização (PODKAMINER, 2019).

Considerando que o Tratado de Maastricht impõe limites aos déficits públicos⁷ dos países dentro do acordo, um país que possui capacidade produtiva além de sua capacidade de absorção interna – como no caso da Alemanha – não pode recorrer ao setor público para escoar a produção. Dessa forma, o país precisa recorrer a superávits comerciais, que então se tornam um pilar do produto doméstico. No entanto, para que um país seja superavitário, outro necessita incorrer em déficit comercial, o que, no caso desses países, leva ao crescimento não apenas de dívida externa, como do desemprego, afetando o produto interno (PODKAMINER, 2019).

Os superávits do setor público também estariam confiscando a poupança privada, impedindo um crescimento no investimento privado. Nos países do EU12, o excesso de poupança privada tem origem em superávits externos, de forma que, se em algum momento não for possível acumular tais superávits, a poupança privada só poderia ser mantida por grandes déficits fiscais – o que não é permitido dentro da disciplina fiscal.

No lado monetário, a taxa de juros é definida de acordo com a inflação média da área. Como os países têm experimentado taxas de inflação muito diferentes, onde há inflação persistentemente acima da média, as taxas de juros reais serão baixas ou negativas, enquanto em países de menor crescimento de preços, os juros se tornam proibitivos. Esta política “one-size-fits-all” teria efeito desestabilizador e pró-cíclico no crescimento e na inflação. Em especial, o efeito pró-cíclico levaria o crescimento a ser financiado pelo acúmulo de endividamento e má alocação de recursos.

Nesse cenário, países que costumam ter inflação baixa (e baixo crescimento de salários), como Alemanha e Áustria, recebem ganhos de competitividade por via de menores custos de produção, que não podem ser compensados por desvalorizações cambiais. De fato, o autor aponta que o custo do trabalho na Alemanha tem se mantido constante desde 2000

⁷ Além das restrições da política fiscal decorrentes da união monetária para os países da Zona do Euro, como descrito em Lavoie (2022).

ou 2003, em um movimento planejado pelo governo dentro da “Agenda 2010”, que visava diminuir o desemprego através do aumento das vagas de emprego – por meio da liberalização do mercado de trabalho e a supressão do crescimento de salários, iniciada no setor público (PODKAMINER, 2019).

Pela impossibilidade de ajustar a taxa de câmbio, os países precisam seguir a Alemanha neste caminho de manter o crescimento de salários atrás da produtividade do trabalho. Enquanto a Alemanha tomou essa decisão de forma consciente e estratégica, no restante dos países, a adoção desta política é imposta pela necessidade de manter competitividade e parar o acúmulo de endividamento. O autor mostra que entre 2010 e 2018, a Alemanha cresceu em média 1% ao ano, contra 0,8% no restante do EU12, enquanto no emprego há maior discrepância: em 2008, o desemprego era relativamente homogêneo entre os 12 países; em 2010, era de 7% na Alemanha, posteriormente caindo para 3,4% em 2018; no restante dos países, variou de 11,1% para 10,2%, respectivamente (PODKAMINER, 2019).

Duas possíveis saídas – ganhos de competitividade via produtividade e desvalorização interna – são descartadas pelo autor. Em relação à primeira, são mencionados o fracasso de Agenda Lisboa e outras iniciativas que visavam uma rápida mudança estrutural, além do problema de causalidade indo de crescimento do produto para aumento da produtividade e não o inverso. Quanto à segunda, por envolver deflação de salários e recessão por um longo período de tempo, como nas experiências de Portugal, Itália e Grécia, é considerada de difícil aceitação. Além disso, necessita do entendimento de que o conjunto de países teria de se tornar uma “grande Alemanha”, o que só seria possível com a existência de um “resto do mundo” disposto a se endividar indefinitivamente e em ritmo crescente, para que todo o EU12 pudesse crescer.

O autor afirma que política fiscal deficitária poderia ser uma força a contrabalancear as restrições sofridas por esses países, suprimindo riqueza financeira para o setor privado. Não há um conjunto de políticas recomendadas detalhadas além disso, e se restringe a advertir que:

“The EU cannot prosper under self-imposed limitations that have little economic justification, theoretical and practical. The belief in the benefits of fiscal “prudence” is the backbone of these limitations. The ubiquitous acceptance of the “beggar thy neighbor” practices with respect to the national wage and tax policies also plays a destructive role. Unless the basic paradigms of economic policy are

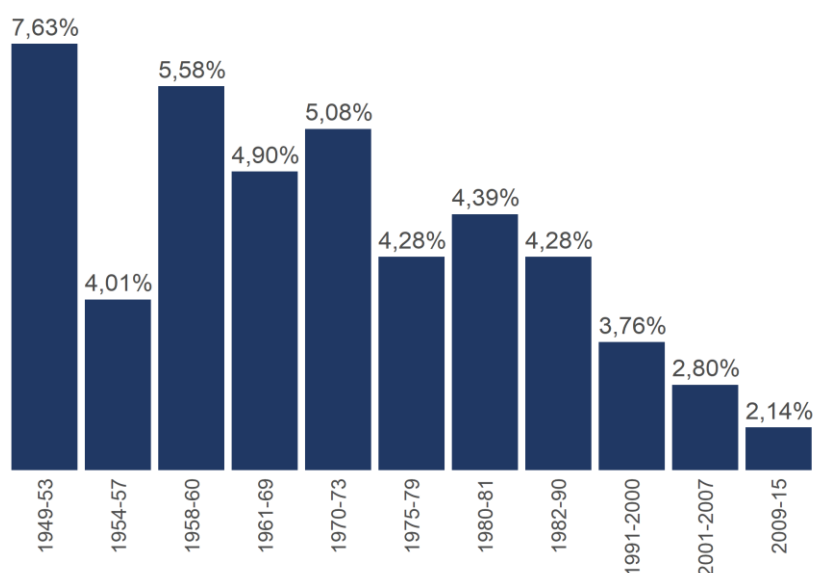
radically overhauled, the EU will remain a stagnant area convulsed by recurring economic (and then social and political) crises” (PODKAMINER, 2019, p. 15).

3.1.4 David Kotz, Deepankar Basu e as estruturas sociais de acumulação

A teoria proposta por Kotz e Basu (2019) se baseia na evolução de aspectos institucionais da economia dos EUA para explicar diferentes taxas de acumulação de capital, em especial o baixo crescimento do produto a partir de 2008, utilizando o arcabouço da teoria de estruturas sociais de acumulação – *social structure of accumulation* (SSA). A vantagem desta abordagem estaria na possibilidade de (i) explicar o surgimento de fatores como desigualdade crescente, elevação do custo e queda de qualidade da educação e as consequências macroeconômicas de alto nível de endividamento, que estariam por trás da tendência de estagnação, (ii) explicar por que estes fatores devem se manter por um período significativo, (iii) descobrir fatores adicionais, e (iv) tratar de acontecimentos que poderiam reverter tal tendência.

Comparando os ciclos de crescimento desde o pós-guerra, os autores apontam que recessões têm sido seguidas por recuperações cada vez mais fracas, destacando-se a retomada posterior à Grande Recessão, com resultado “consistente com a afirmação de que uma estagnação de longo prazo surgiu após 2008” (KOTZ; BASU, 2019, p. 6).

Gráfico 12 – Taxas de crescimento após recessões nos EUA desde 1949



Fonte: Elaboração própria com base em Kotz e Basu (2019).

A teoria de SSA afirma que períodos de crescimento econômico normal ocorrem quando um conjunto de instituições políticas e econômicas – denominado estrutura social de acumulação – favoráveis à acumulação de capital estão em vigor. Tal estrutura evolui até deixar de ser um promotor de crescimento e se tornar um obstáculo ao crescimento, resultando em um período de estagnação e/ou instabilidade macroeconômica. Um novo período de crescimento surge a partir da emergência de uma nova estrutura social de acumulação. Durante o período ascendente, denominado aqui como fase 1, a SSA regula as principais relações do sistema capitalista, de forma a gerar previsibilidade e estabilidade, promovendo crescimento da taxa de lucro e levando ao crescimento da demanda agregada. Por outro lado, o período descendente, denominado de fase 2, é marcado por incertezas, quedas nos lucros e problemas de coordenação do sistema (KOTZ; BASU, 2019).

As crises de longo prazo características do esgotamento de uma SSA teriam acontecido nos EUA nos períodos das décadas de 1870 a 1890, de 1930, de 1970, e de 2008 em diante. A segunda teria sido resolvida com o surgimento de um capitalismo com participação do estado e de sindicatos – um ‘capitalismo regulado’. Enquanto a terceira teria sido resolvida pelas ideias neoliberais, com mercados mais livres e ausência de participação relevante de sindicatos – um ‘capitalismo liberal’ (KOTZ; BASU, 2019).

Nesse contexto, cabe mencionar que Kotz e Basu (2019) respondem à teoria de Gordon (2012), afirmando que grandes avanços tecnológicos não são fatores determinantes para um forte crescimento econômico, mas fatores institucionais. Segundo a teoria das SSA, as condições econômicas influenciam a descoberta, introdução, imitação e a continuidade do desenvolvimento de tecnologias, de forma que a emergência de novas tecnologias é uma consequência, não causa, de períodos de crescimento.

Em particular, a explicação para o baixo crescimento econômico nos EUA oferecida pelos autores leva em conta a reinterpretação da teoria de SSA realizada por Wolfson e Kotz (2010, apud KOTZ; BASU, 2019). Esta interpretação leva em conta que: (i) nem toda SSA gera um crescimento em ritmo elevado, ao contrário da proposta original, se limitando a um crescimento econômico estável e altos lucros; (ii) uma SSA pode ser do tipo liberal, em que relações e forças de mercado são apoiadas pelas instituições e há domínio do capital em relação ao trabalho, ou do tipo regulada, em que entidades que não são de mercado possuem papel mais relevante na determinação da atividade econômica e há um compromisso entre capital e trabalho, sendo que o esgotamento de uma SSA

sempre dá origem a uma nova do tipo oposto; e (iii) uma SSA regulada leva a uma expansão econômica mais rápida do que um SSA liberal. Aos pressupostos anteriores, os autores adicionam um novo: crises de SSA liberal dão origem a um período de estagnação de longo prazo.

A justificativa para a nova premissa se dá pela seguinte lógica: uma SSA gera acumulação por três canais: (i) por prover estabilidade e previsibilidade; (ii) por gerar alta taxa de lucro, e (iii) por causar um crescimento de longo prazo da demanda. Em uma crise de um SSA liberal, o primeiro e o terceiro canal são interrompidos. Porém, se é mantida a dominância do capital sobre trabalho, altas taxas de lucro podem ser mantidas, de forma a enfraquecer, ou até mesmo quebrar, a conexão entre lucratividade e acumulação. Neste cenário, sem previsibilidade, estabilidade e perspectiva de crescimento de demanda, capitalistas não têm um incentivo a investir mesmo experimentando altas taxas de lucro.

O atual SSA, segundo a análise estatística dos autores, teria começado em 1979 e sua primeira fase teria durado até 2007, sendo o período de estagnação consecutivo sua segunda. Entre suas principais características, estão: (i) crescente desigualdade entre capital e trabalho e entre famílias; (ii) um setor financeiro cada vez mais voltado para atividades especulativas, de risco; e (iii) um conjunto de grandes bolhas de ativos. As duas últimas características permitiram que a SSA promovesse crescimento e acumulação, mesmo que a primeira, junto da adoção de austeridade fiscal, limitasse o crescimento da demanda das famílias.

No entanto, a acumulação no período foi acompanhada pelo crescimento do endividamento de famílias e do setor financeiro e pela propagação de ativos financeiros tóxicos, de forma que a manutenção da SSA era dependente de grandes bolhas de ativos. De fato, o período foi marcado por pelo menos três grandes bolhas, cada uma maior que a precedente – bolha imobiliária comercial no Sudoeste na década de 1980, bolha no mercado de ações na década seguinte, e a bolha imobiliária nos anos 2000. O estouro da última marcou a transição da SSA para sua segunda fase, na medida em que não houve possibilidade de surgir uma nova bolha para manter a acumulação (KOTZ; BASU, 2019).

A solução apontada por Kotz e Basu (2019) se difere da maioria das outras teorias apresentadas neste trabalho, e em especial daquelas heterodoxas. Os autores consideram que rodadas de política fiscal expansionista poderiam impactar o crescimento do produto por alguns anos, mas não seriam capazes de levar à superação da tendência de estagnação.

Este objetivo só seria alcançado com a emergência de uma nova estrutura social de acumulação regulada, o que demanda a construção de um novo conjunto de instituições políticas e econômicas, para o qual não existe uma receita ou caminho recomendado. Também, apontam que o processo deve tomar um longo período de tempo pois, além do desenvolvimento de um novo papel para o Estado e o conflito de interesses entre diferentes grupos, uma SSA regulada tende a demorar mais para se formar devido ao enfraquecimento da capacidade estatal promovido pela estrutura liberal anterior. De fato, mais de 15 anos se passaram até o estabelecimento da SSA regulada em 1948 e os autores acreditam que, após longo período de liberalização e privatizações esvaziando o estado, esta nova transição pode demorar ainda mais.

3.1.5 Eckhard Hein e as políticas estagnacionistas

Seguindo uma abordagem Steindliana, Hein (2015) se volta para aspectos institucionais para explicar o baixo crescimento em economias capitalistas maduras. De forma semelhante ao proposto por Storm (2017b) e Kotz e Basu (2019), Hein (2015) afirma que uma série de mudanças políticas e institucionais após a década de 1980 tem provocado restrições de demanda agregada nos países desenvolvidos.

A argumentação de Hein (2015) é de que a tendência estagnacionista seria inerente ao capitalismo devido à formação natural de oligopólios, mas foi evitada durante a era dourada do capitalismo, entre a década de 1950 e meados da década de 1970. A presença e expansão de oligopólios afetam a demanda efetiva por dois canais. O primeiro trata-se de uma má distribuição de recursos: por operarem com capacidade ociosa, firmas oligopolistas não teriam impulso para investir mesmo com altas taxas de lucro, enquanto firmas em mercados competitivos não teriam acesso a recursos próprios para se expandir. Tal dinâmica criaria um círculo vicioso deprimindo a demanda agregada. Conforme explica Steindl:

“I have discussed in Maturity and Stagnation the conditions for a mechanism by means of which $(1 - \lambda)$ [the share of profits, E.H.] would adapt itself to a lowering of the growth rate. It would work through a competitive struggle with the aim of eliminating high cost producers; this would re-establish a normal degree of utilisation and at the same time lower the profit margin. In an industry dominated by oligopolies, however, this mechanism cannot easily work, because the risks and cost of a competitive struggle are much too high. In consequence the oligopolistically organised industry will experience permanent excess capacity if the growth rate falls, with further depressive consequences, since the excess

capacity will discourage investment. Using the same assumptions it can be shown that the transition from a competitive to an oligopolistic regime, if it causes an increase in profit margins at a given rate of utilisation, will lead to excess capacity and hence a secular decline in growth.” (STEINDL, 1985, p. 157-158 apud HEIN, 2015).

Neste cenário, a queda na taxa de utilização da capacidade instalada só poderia ser revertida por um choque externo de demanda, como um pacote fiscal por parte do governo ou do acúmulo de superávits comerciais.

O segundo canal causador da tendência estagnacionista seria a mudança de preferência para ativos mais seguros e relutância de tomar crédito por parte de grandes empresas, ou seja, uma relação inversa entre o tamanho da firma e *seu animal spirit*. Desta forma, é reforçado o desincentivo a investir (HEIN, 2015).

Estas tendências não teriam se manifestado no período pós-guerra por uma série de motivos políticos e institucionais. Entre eles estão: (i) gasto público elevado financiado por impostos sobre lucros, mantendo alto uso da capacidade instalada; (ii) competição tecnológica devido à Guerra Fria, impactando educação, P&D e a economia privada através de transbordamentos; (iii) a cooperação sob o sistema de Bretton Woods e o Plano Marshall elevando o comércio internacional; e (iv) a incorporação na Europa de avanços tecnológicos gerados nos EUA. Também é mencionado o menor nível de endividamento de firmas e famílias.

Após meados da década de 1970, a retomada de tensões e rivalidade entre economias capitalistas, diminuição da liderança estadunidense, o fim da ordem de Bretton Woods, o catch-up tecnológico da Europa, bem como os choques nos preços de energia elevando incertezas, diminuiram o investimento autônomo (ou o *animal spirit*) e o crescimento da produtividade do trabalho, e elevaram as taxas de lucro. Ao permitir que tais mudanças tomem parte, as economias estariam praticando uma política estagnacionista porque estariam optando por seguir a oposição dos capitalistas ao pleno emprego, tal qual em Aspectos Políticos do Pleno Emprego (1971) de Kalecki (HEIN, 2015).

A recente financeirização também agravaria tal tendência estagnacionista, ao (i) redistribuir renda dos mais pobres para os mais ricos, (ii) ao dar maior poder aos shareholders, diminuindo investimento pelo canal do *animal spirit* e do financiamento interno, (iii) ao levar à busca por lucros de curto prazo com investimentos financeiros, e (iv) pelos pagamento de dividendos e *buybacks* de ações.

Com isso, dois regimes de crescimento teriam surgido: regime de consumo puxado por endividamento e regime puxado por exportações. O primeiro teria como exemplos os EUA, Reino Unido, Espanha e outros países, enquanto para o segundo seriam Alemanha – conforme apontado por Podkaminer (2019) –, China, Japão e outros países pequenos e abertos. Ambos seriam regimes de lucros sem investimento e estariam repletos de contradições –, pois necessitariam de endividamento crescente e de países dispostos a incorrer em déficits comerciais indefinidamente – e seriam insustentáveis a longo prazo.

As políticas recomendadas por Hein (2015) incluem: elevação e estabilização dos gastos públicos autônomos e ações anticíclicas; elevação do investimento público especialmente em infraestrutura, educação e inovação, de forma a estimular o setor privado; adoção de políticas de pleno emprego, permitindo uma elevação e estabilização da parcela de salários na renda; elevar a tendência ao consumo das famílias através de um sistema tributário mais progressivo e transferências sociais; e melhorar a coordenação política e monetária internacional, procurando balancear contas externas.

3.1.6 Michalis Nikiforos e as pressões sobre a demanda agregada

A teoria proposta por Nikiforos (2020) afirma que a desaceleração do crescimento nos Estados Unidos tem como fonte déficits comerciais, austeridade fiscal, e crescimento da desigualdade, bem como o baixo crescimento da produtividade – tratada como endógena – e o surgimento de uma estrutura oligopolística e financeirizada na economia do país. Desta forma, sua teoria se assemelha às de Hein (2015), Cynamon e Fazzari (2015a, 2015b) e Storm (2017).

Assim como em Hein (2015), Nikiforos (2020) recorre ao arcabouço Steindliano e aponta a formação de oligopólios e a financeirização como causadoras de desincentivos ao investimento e de elevações da poupança e da desigualdade da distribuição de renda. A mudança da trajetória da renda no *bottom* 90%, a partir de 1970, se tornando estagnada enquanto o consumo continuou a se elevar, resultando em um maior endividamento das famílias, também é um elemento central nesta teoria, de forma similar ao proposto por Cynamon e Fazzari (2015a, 2015b). E, em relação ao baixo crescimento da produtividade, argumento semelhante ao de Storm (2017b) é feito, via lei Kaldor-Verdoon.

No entanto, Nikiforos (2020) agrega dois pontos em seu diagnóstico: os efeitos do comércio exterior nos Estados Unidos – de forma semelhante ao que Podkaminer (2019) faz para a Europa – e uma análise mais detalhada da política fiscal. Em relação ao

primeiro ponto, o autor aponta que a desaceleração da taxa de crescimento coincide de forma geral com um aumento do déficit na balança comercial estadunidense.

Esta tendência teria se iniciado em 1980, se revertido temporariamente em 1990, e depois seguido em constante deterioração até 2006 e, desde então, se mantém em déficit, ainda que de menor magnitude do que na primeira década do milênio. Os principais motivos para esta tendência seriam mudanças tecnológicas e o crescimento da competição por firmas internacionais, que tomaram mercados nos EUA e em outros países, antes dominados por firmas do país, em parte apoiado pelo próprio país, ao defender o livre comércio como forma de diminuir o poder de barganha dos trabalhadores. Este crescimento dos déficits comerciais não só afetou o crescimento por um vazamento de demanda, como contribuiu para o fim da manufatura no país, impactando em especial algumas regiões do país.

Em relação ao conservadorismo fiscal, Nikiforos (2020) mostra que o governo estadunidense era um devedor líquido entre as décadas de 1960 e 1980, e que o déficit do governo fluía de forma pró-cíclica em torno de 5% do PIB. A partir de 1990, o governo passou a tomar postura fiscal mais restritiva, de forma a se tornar um empregador líquido pela primeira vez no período pós-guerra. Esta tendência se manteria até a grande recessão. Além disso, a resposta fiscal à crise de 2008 também foi a menor entre todas as recessões desde o fim da guerra, sendo a despesa real do governo em 2019 ainda menor que a do período pré-crise.

O impacto negativo na demanda causado pelo menor gasto público e menores exportações teria de ser compensado pelo consumo privado. Isto de fato teria acontecido até 2007, com o setor privado recorrendo ao crédito e se endividando e levado a um dilema entre estagnação do produto ou instabilidade financeira – argumentação similar à de Summers (2014, 2015, 2016) e de Cynamon e Fazzari (2015a, 2015b).

Nenhuma política é explicitamente recomendada por Nikiforos (2020). No entanto, o autor aponta que crises catalisam reações de questionamento do sistema político e econômico vigente e recorre aos exemplos históricos para mostrar como outros períodos prolongados de baixo crescimento foram eventualmente superados.

3.1.7 Peter Skott e a diferenciação entre economias duais e economias maduras

A teoria apresentada por Skott (2019) chama atenção para a observação de interações de fatores de oferta e demanda, que podem caracterizar uma economia dual ou uma economia madura. Ambas podem sofrer com baixo crescimento persistente, porém necessitam de coordenações políticas distintas, as quais se aplicadas de maneira errada tendem a agravar o problema.

Economias maduras, da forma que são definidas por Skott (2019), possuem estoque de capital grande em relação ao trabalho, de forma que este último fator compõe a restrição de longo prazo para o crescimento da economia. Essas economias não precisam estar em pleno emprego e uma alta taxa de crescimento rapidamente levaria a restrições no mercado de trabalho. Exemplos de economias maduras seriam os Estados Unidos, o Japão e a maior parte dos países do oeste da Europa. Por outro lado, economias duais encontram restrições no estoque de capital do setor moderno, de maior produtividade, e teriam como exemplo os países emergentes.

Partindo de uma abordagem harrodiana, o problema de estagnação secular ocorreria quando a poupança privada está elevada e o governo segue um orçamento equilibrado, de forma que a taxa natural de crescimento se posiciona abaixo da taxa garantida. Em uma economia madura, este problema poderia ser combatido com uso de finanças funcionais para fechar o hiato do produto e igualar as taxas natural e garantida – uma redução de impostos e elevação do déficit do governo aumentariam o consumo e reduziram a poupança agregada, sem desestabilizar a dívida pública. Ou seja, o uso de política fiscal expansionista seria necessário para evitar estagnação secular. Desta maneira, o autor afirma que a política fiscal no mundo real não tem seguido o princípio puro das finanças funcionais, com estabilizadores automáticos, mas apenas uma versão impura de suas prescrições (SKOTT, 2019).

Em uma economia dual, a prioridade número um seria expandir o setor moderno e criar empregos de alta produtividade. Não havendo restrições de trabalho, ainda podem ocorrer instabilidades pelo lado da oferta, na taxa de utilização da capacidade instalada, no entanto, estariam limitadas ao curto prazo. Sendo o produto composto por três fatores – os quais são consumo público (exógeno), consumo privado, e investimento – e a taxa capital-produto flutuante ao redor da desejada, ocorre um *tradeoff* entre consumo e investimento: para que aconteça crescimento da acumulação, é necessário que o consumo

seja comprimido. Esta compressão poderia ser alcançada com elevação de impostos e baixo déficit público (SKOTT, 2019).

Neste ponto, algumas ressalvas são feitas, como (i) afirmar que a diminuição do consumo pode mirar no consumo de luxo, sem afetar o padrão de vida dos mais pobres, e deve levar em conta que alguns gastos públicos – como educação e saúde – devem ser entendidos como investimento e não como consumo, (ii) reconhecer que nem todo investimento será realizado pelo setor privado, e que política industrial pode ter um papel importante em transformações estruturais, e (iii) como já sugerido nos pontos anteriores, deve haver uma distinção explícita entre consumo e investimento público (SKOTT, 2019).

Chegada esta conclusão, o autor reconhece que esta análise formal ignora dificuldades de estabilização que economias duais encontram. A estabilidade macroeconômica, fator essencial para investimento de longo prazo, pode ser alcançada, em tese, pelo uso de política fiscal e monetária. Na prática, no entanto, expansões fiscais podem encontrar problemas de calibragem e resultar em sobreaquecimento, enquanto apertos monetários, apesar de capazes de controlar inflação, podem apresentar efeitos colaterais no setor externo. Em especial, altas flutuações na taxa de câmbio poderiam impedir o desenvolvimento de longo prazo de um setor *tradable* moderno. De fato, o exemplo do Brasil após a virada do milênio é utilizado pelo autor para ilustrar tais problemas. Nas palavras de Skott:

“In order to achieve significant, sustainable gains for the poor as well as an increase in accumulation, it may be necessary to confront entrenched interest and cut luxury consumption. The commodities boom gave Brazilian policy makers extra degrees of freedom, but their failure to confront the hard choices sacrificed accumulation and real progress in the structural transformation of the Brazilian economy in favor of short term transfers. This left Brazil – and the left-wing movements in Brazil – in a bad place when the commodities boom came to an end.” (SKOTT, 2019, p. 11).

A conclusão de Skott (2019) é, curiosamente, de que o lado da oferta importa pois determina que tipo de remédio é adequado para a economia. Em uma economia madura, um estímulo fiscal permanente pode ser necessário e a solução passa pela diminuição da taxa garantida, ao diminuir a poupança. No caso de uma economia dual, simplesmente estimular a demanda não seria apropriado, e busca-se o oposto: elevar a taxa garantida.

Para isso, a política econômica deve estabilizar o crescimento criando incentivos para a expansão do setor moderno e garantindo a disponibilidade de recursos.

3.2 Discussão

A heterodoxia, exatamente por englobar tudo que está fora da ortodoxia, conta com maior diversidade no que se refere a teorias que expliquem a tendência recente de baixo crescimento. Ainda assim, muitos pontos em comum podem ser encontrados nas teorias apresentadas neste capítulo. A Tabela 2 apresenta um resumo das teorias heterodoxas de estagnação secular.

A teoria apresentada por Podkaminer (2019) se assemelha à de Storm (2017b) visto que ambas: (i) recorrem à lei de Kaldor-Verdoon e à estagnação de salário real para explicar o baixo crescimento da produtividade; e (ii) tratam dos limitantes do comportamento dual das economias. No caso de Podkaminer (2019), o crescimento dos países europeus é limitado pela estratégia alemã de manter o crescimento de salários abaixo da produtividade, enquanto no caso de Storm (2017b), esta relação ocorre entre os setores modernos e estagnados dos Estados Unidos. Em ambos os casos, trabalhadores teriam sido disciplinados a aceitarem menores salários desde que os bancos centrais deixaram de buscar o pleno emprego. Vale mencionar outra visão que relaciona o acúmulo de capital e mudança tecnológica afetando salário: a de Luzuriaga e Tavani (2021), não apresentada neste trabalho.

Hein (2015) e Storm (2017) apontam a financeirização como fator acelerador da desigualdade, por proteger ricos de taxaço e incentivar o consumo financiado por crédito entre os mais pobres. Além disso, como já ressaltado, de forma geral, a teoria de Nikiforos (2020) engloba fatores presentes em Hein (2015), Cynamon e Fazzari (2015a, 2015b), Storm (2017b) e em Podkaminer (2019).

Porém, os principais pontos em comum neste grupo de autores são, dentre as causas, a reorientação da política econômica após o fim da ordem de Bretton Woods, o papel da crescente desigualdade no menor crescimento do produto, e também a recomendação de políticas. O primeiro ponto é mencionado explicitamente por Storm (2017b), Podkaminer (2019), Hein (2015) e Nikiforos (2020). Por mais que não façam menção explícita a tal mudança, em Skott (2019), há crítica da condução da política fiscal, que não tem seguido o princípio das finanças funcionais, enquanto em Kotz e Basu (2019), há menção a mudanças institucionais ocorridas neste período. O problema da desigualdade de renda é

mencionado por todos os autores visto que se traduz em menor demanda agregada e, portanto, menor produto.

Por fim, as recomendações também são um grande ponto de convergência entre estes autores. À exceção de Kotz e Basu (2019) e Nikiforos (2020) – que não possuem recomendações de políticas –, todos os autores sugerem o uso de política fiscal e diminuição da desigualdade, mesmo que para esta última não mencionem por que meio. Além disso, o uso de política salarial é apontado por Storm (2019) e por Cynamon e Fazzari (2017), ainda que ambos não deixem explícito como tal política salarial funcionaria, se limitando a clamar por mudanças nas normas que determinam salários.

Uma das saídas para a tendência estagnacionista proposta por Hein (2015) é o acúmulo de superávits comerciais, que o autor chama de regime puxado por exportações e cita a Alemanha como exemplo, de forma semelhante ao apontado por Podkaminer (2019).

Tabela 2 – Tabela resumo das teorias de estagnação secular da heterodoxia econômica

(continua)

Artigo	Principal diagnóstico	Principais políticas recomendadas
Storm (2017b, 2019)	Estagnação de salários afetando o crescimento da demanda agregada	Estímulo fiscal e ajuste de salários à produtividade
Cynamon e Fazzari (2015a, 2015b, 2017)	Demanda deprimida pelo aumento da desigualdade	Estímulo fiscal, reforma tributária progressiva, política salarial para reduzir desigualdade
Podkaminer (2019)	Estagnação de salários afetando o crescimento da demanda agregada devido à restrição competitiva imposta pela Alemanha	Relaxamento das regras fiscais da União Europeia

Tabela 2 – Tabela resumo das teorias de estagnação secular da heterodoxia econômica

(conclusão)

Artigo	Principal diagnóstico	Principais políticas recomendadas
Kotz e Basu (2019)	Esgotamento de uma estrutura social de acumulação liberal	Surgimento de um novo conjunto de instituições políticas e econômicas, dando origem a uma nova estrutura social de acumulação
Nikiforos (2020)	Estagnação de salários, déficits comerciais, austeridade fiscal, oligopolização e financeirização afetando a demanda agregada	Reconfiguração do pensamento político e econômico
Hein (2015)	Presença de oligopólios reprimindo investimento	Estímulos fiscais, investimento público em infraestrutura, perseguir pleno emprego
Skott (2019)	Economia madura com baixo consumo ou economia dual com dificuldade em expandir o estoque de capital	Em economias maduras: estímulo fiscal. Em economias duais: contração do consumo via tributação e política fiscal; estímulos ao investimento público, especialmente em setores modernos.

Fonte: Elaboração própria.

4. Considerações finais

Em agosto de 2008, Blanchard (2008) publicava artigo que afirmava que o estado da ciência macroeconômica era bom e que a área era marcada por ampla convergência de visões. Menos de 20 dias depois, o banco Lehman Brothers iria à falência, desencadeando

uma recessão cuja recuperação ainda seria objeto de dúvida para economistas por mais de 10 anos.

A lentidão da retomada do PIB nos Estados Unidos levou Larry Summers a reaver, em conferência do FMI, o conceito de estagnação secular, originalmente cunhado por Hansen (1939) para descrever um longo período de baixo ou nenhum crescimento econômico, no qual enxergava a economia estadunidense. Em 2015, Summers declararia que “os eventos da última década devem precipitar uma crise no campo da macroeconomia” (SUMMERS, 2015, p. 60).

A fala de Olivier Blanchard é retirada de artigo em que foi convidado a escrever sobre o futuro da macroeconomia. Reconhecendo a dificuldade de realizar qualquer previsão e que ninguém deveria aceitar tal tarefa, Blanchard (2008) se pergunta como alguém poderia prever o futuro da macroeconomia em 1970, antes do surgimento das ideias de Lucas, Sargent e Prescott. Sem saber, o autor escrevia em cenário semelhante à tal, conforme a declaração posterior de Summers (2015) e de Krugman (2014), de que o retorno do fenômeno da estagnação secular demandaria uma grande revisão da macroeconomia.

No entanto, em sua conclusão, Blanchard (2008) adverte sobre demasiada convergência. A maioria dos artigos macroeconômicos, na época, partia dos mesmos pressupostos:

“It starts from a general equilibrium structure, in which individuals maximize the expected present value of utility, firms maximize their value, and markets clear. Then, it introduces a twist, be it an imperfection or the closing of a particular set of markets, and works out the general equilibrium implications. It then performs a numerical simulation, based on calibration, showing that the model performs well. It ends with a welfare assessment.” (BLANCHARD, 2008, p. 26).

O problema destes artigos seria a adição de novos ingredientes a um modelo de referência já cheio de pressupostos questionáveis, enquanto tal novo ingrediente teria pouca ou nenhuma validação. Ainda que se referindo a modelos de equilíbrio parcial, Blanchard (2008) ressalta a importância de entender as implicações de um modelo imperfeito.

Por este motivo, este trabalho buscou apresentar algumas das explicações para o fenômeno da estagnação secular na literatura recente dentro e fora da ortodoxia econômica. O primeiro capítulo, introdutório, apresentou fatos estilizados sobre o cenário que motivou o surgimento de tal discussão. Os elementos a se destacar são (i) a trajetória

do produto dos EUA e (ii) inflação persistentemente baixa nos EUA e Europa, apesar das taxas de juros declinantes e próximas a zero.

Em seguida, nos capítulos dois e três foram apresentadas teorias que buscam explicar tal cenário utilizando arcabouços ortodoxos e heterodoxos, respectivamente, bem como suas recomendações de política econômica e críticas às teorias, quando encontradas na literatura.

Pelo menos quatro teorias substancialmente distintas foram apresentadas no capítulo referente à ortodoxia: as de (i) Gordon (2012; 2014; 2015), (ii) Summers (2014, 2015, 2016), (iii) Mian, Straub e Sufi (2020) e (iv) Krugman (2013, 2014), Krugman e Eggertsson (2012) e Koo (2012) – as últimas duas apresentadas de forma separada na Tabela 1. O principal elemento em comum nas abordagens ortodoxas é o advento do limite inferior do juros (ou *zero lower bound*), que impede o ajuste dos juros a sua taxa natural, resultando em um produto inferior ao potencial. Este fator está presente em todas as teorias, exceto a de Robert Gordon que se diferencia por entender o problema como originado no lado da oferta.

O diagnóstico de um problema no lado da demanda para explicar um baixo crescimento secular – isto é, por um longo período de tempo – não representa necessariamente um rompimento do paradigma novo-keynesiano. O que estaria ocorrendo seria uma sequência de curtos prazos em que a demanda agregada não consegue se reajustar ao equilíbrio, impedindo o produto de atingir sua tendência de longo prazo. De fato, Krugman (2018) aponta que, diferentemente de outras grandes crises históricas, a crise de 2008 não levou ao surgimento de novos paradigmas macroeconômicos. Apesar de diversas novas ideias interessantes terem emergido, os modelos básicos anteriormente usados funcionaram de forma satisfatória (KRUGMAN, 2018).

No terceiro capítulo, sete teorias distintas foram apresentadas. Naturalmente, há mais diversidade entre as teorias heterodoxas. No entanto, alguns pontos em comum podem ser traçados. Além de entenderem que a demanda é importante na determinação do produto também no longo prazo, a maioria das proposições leva em conta a mudança da política econômica após o fim da ordem de Bretton Woods como um fator central, seja por facilitar a estagnação de salário ao deixar de perseguir o pleno emprego, seja por causar uma acentuada elevação da desigualdade e diminuição da parcela do salário na renda, ou seja por permitir maior oligopolização das economias. Apesar da diversidade,

com exceção a Kotz e Basu (2019) e Nikiforos (2020), todos os autores desta seção apontam uma recomendação em comum, de estímulos fiscais – ainda que no caso de Skott (2019) apenas para economias maduras –, mesmo que por diferentes meios.

Apesar de partirem de diferentes arcabouços teóricos e chegarem a diferentes diagnósticos, chama a atenção como algumas teorias apresentadas em ambos os capítulos possuem pontos de convergência, especialmente no que se refere às políticas recomendadas, além da inclusão da dinâmica de distribuição de renda, mais associada à heterodoxia, nas abordagens ortodoxas.

Este é o caso principalmente em Summers (2014, 2015, 2016), em Cynamon e Fazzari (2015a, 2015b, 2017) e Nikiforos (2020) – os três identificam um dilema entre estagnação do produto e instabilidade financeira, enquanto Cynamon e Fazzari (2017) reconhecem o limite inferior do juro como fator limitador, assim como os autores ortodoxos à exceção de Gordon (2012, 2014, 2015). Também, em Hein (2015) e Storm (2017) aponta-se a financeirização como fator concentrador de renda entre os mais ricos, de forma semelhante a Mian, Straub e Sufi (2020).

Conforme apresentado na Tabela 3, a maioria das propostas analisadas neste trabalho considera a desigualdade como fator a contribuir para a estagnação econômica e sugere o uso de política fiscal, instrumento até então restrito pela ideia de finanças sadias.

Tabela 3 – Tabela resumo dos pontos comuns dentre as teorias apresentadas

(continua)

Artigo	Desigualdade contribui para estagnação?	Estímulo fiscal está entre as recomendações?
Gordon (2012, 2014, 2015)	Sim	Não
Krugman (2013, 2014)	Não	Sim

Tabela 3 – Tabela resumo dos pontos comuns dentre as teorias apresentadas

(continua)

Artigo	Desigualdade contribui para estagnação?	Estímulo fiscal está entre as recomendações?
Koo (2012)	Não	Sim
Krugman e Eggertsson (2012)		
Summers (2014, 2015, 2016)	Sim	Sim
Mian, Straub e Sufi (2020)	Sim	Não
Storm (2017, 2017b)	Sim	Sim
Cynamon e Fazzari (2015a, 2015b, 2017)	Sim	Sim
Podkaminer (2019)	Sim	Sim
Kotz e Basu (2019)	Sim	-
Nikiforos (2020)	Sim	-

Tabela 3 – Tabela resumo dos pontos comuns dentre as teorias apresentadas

(conclusão)

Artigo	Desigualdade contribui para estagnação?	Estímulo fiscal está entre as recomendações?
Hein (2015)	Sim	Sim
Skott (2019)	Sim	Sim, no caso de economias duais/maduras

Fonte: Elaboração própria.

Desta forma, conclui-se que, no tema da estagnação secular, diferentes correntes de pensamento econômico apontam para um mesmo fator como solução. Este resultado reforça a importância de diversidade e pluralismo no pensamento econômico. Historicamente, é a abertura a novas ideias que permitiu a superação de impasses econômicos, principalmente no campo da macroeconomia. Afinal de contas, o que é considerado *mainstream* hoje engloba elementos distintos do que outrora representava a corrente dominante. Nas palavras do mais influente economista: “*The difficulty lies, not in the new ideas, but in escaping from the old ones, which ramify, for those brought up as most of us have been, into every corner of our minds*” (KEYNES, 1936).

REFERÊNCIAS:

BACKHOUSE, R. E.; BOIANOVSKY, M. Secular Stagnation: The history of a macroeconomic heresy. *The European Journal of the History of Economic Thought*, v. 23, n. 6, p. 946-970, 2016. DOI: 10.1080/09672567.2016.1192842

BALDWIN, Richard; TEULINGS, Coen. *Secular Stagnation: Facts Causes, and Cures*. Londres: CEPR Press, 2014.

BENIGNO, Gianluca; Fornaro, Luca. Stagnation traps. *European Central Bank Working Paper Seires*, n. 2038, mar. 2017.

BERNANKE, Ben. Why are interest rates so low, part 2: Secular stagnation. Brookings, 31 mar. 2015a. Disponível em: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/03/31/why-are-interest-rates-so-low-part-2-secular-stagnation/>. Acesso em 16/06/2022.

BERNANKE, Ben. Why are interest rates so low, part 3: The Global Saving Glut. Brookings, 1 abr. 2015b. Disponível em: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/01/why-are-interest-rates-so-low-part-3-the-global-savings-glut/>. Acesso em 16/06/2022.

BLANCHARD, Olivier. THE STATE OF MACRO. NBER Working Paper Series, n. 14259, ago. 2008. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w14259>.

BOSSONE, Biagio. The ‘Safety Trap’ and Eurozone secular stagnation. World Bank Blogs, 13 jan. 2015. Disponível em: <https://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/safety-trap-and-eurozone-secular-stagnation>.

BUITER, Willem. The Unfortunate uselessness of most ‘state of the art’ academic monetary economics. Vox Articles, 2009. DOI: 10.13140/2.1.3638.7208

CBO – Congressional Budget Office. Potential GDP and Underlying Inputs, 2022. Disponível em: <https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data>

CYNAMON, Barry; FAZZARI, Steven. Inequality, the Great Recession and slow recovery. Cambridge Journal of Economics, v. 40, n. 2, p. 373-399, mar. 2015a. DOI: <https://doi.org/10.1093/cje/bev016>

CYNAMON, Barry; FAZZARI, Steven. Rising inequality and stagnation in the US economy. European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, v. 12, n. 12, p. 170-182, 2015b. DOI: <https://doi.org/10.4337/ejeep.2015.02.03>

CYNAMON, Barry; FAZZARI, Steven. Secular Demand Stagnation in the 21st Century U.S. Economy. Preliminary draft for INET Secular Stagnation Conference, 2017. Disponível em: <https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/Cynamon-Fazzari-Secular-Demand-Stagnation-in-the-21st-Century-U.S.-Economy.pdf>.

EUROPEAN CENTRAL BANK. Key ECB interest rates, 2022. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

EGGERTSSON, Gauti; MEHROTRA, Neil; SUMMERS, Lawrence. Secular Stagnation in the Open Economy. *American Economic Review*, v. 106, n. 5, maio 2016.

FRED – Federal Reserve Bank of St. Louis. Real Gross Domestic Product (GDPCA), 2022. Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPCA>

FRED – Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Funds Effective Rate (FEDFUNDS), 2022. Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

FRITZ, M.; GRIES, T.; FENG, Y. Secular Stagnation? Is there statistical evidence of an unprecedented, systematic decline in growth? *Economics Letters*, v. 181, p. 47-50, 2019.

GARRIDO, Vivian; SERRANO, Franklin. A Hipótese da Estagnação Secular nas teorias do crescimento econômico: um labirinto de inconsistências teóricas. *Economia e Sociedade*, v. 30, n. 3, p. 845-868, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2021v30n3art03>.

GORDON, Robert. Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts The Six Headwinds. NBER Working Paper 18315, 2012.

GORDON, Robert. The turtle's progress: Secular stagnation meets the headwinds. *In: BALDWIN, Richard; TEULINGS, Coen. Secular Stagnation: Facts Causes, and Cures.* Londres: CEPR Press, p 47-59, 2014.

GORDON, Robert. Secular Stagnation: A Supply-Side View. *American Economic Review*, v. 105, n. 5, 2015.

HANSEN, A. Economic Progress and Declining Population Growth. *The American Economic Review*, v. 29, n. 1, p. 1-15, 1939.

HEIN, Eckhard. Secular Stagnation or Stagnation Policy? Steindl after Summers. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n.846, out. 2015.

JONES, Callum. Aging, Secular Stagnation and the Business Cycle. *IMF Working Paper* 18/67, mar. 2018

KEYNES, John Maynard. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.* Reino Unido: Macmillan Publishers, 1936.

KOO, Richard. The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics. *Real-world economics review*, n. 58. Nomura Research Institute, 2012.

KRUGMAN, Paul. How Did Economists Get It So Wrong? The New York Times, 2009. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html>. Acesso em: 03/05/2022

KRUGMAN, Paul. Bubbles, Regulation, and Secular Stagnation. The New York Times, 2013. Disponível em: <https://krugman.blogs.nytimes.com/2013/09/25/bubbles-regulation-and-secular-stagnation/>. Acesso em: 18/03/2022

KRUGMAN, Paul. Four observations on secular stagnation. *In*: BALDWIN, Richard; TEULINGS, Coen. Secular Stagnation: Facts Causes, and Cures. Londres: CEPR Press, p 61-68, 2014.

KRUGMAN, Paul. Good enough for government work? Macroeconomics since the crisis. Oxford Review of Economic Policy, v. 34, n. 1-2, p. 156-168, 2018.

KRUGMAN, Paul; EGGERTSSON, Gauti. DEBT, DELEVERAGING, AND THE LIQUIDITY TRAP: A FISHER-MINSKY-KOO APPROACH*. The Quarterly Journal of Economics, v. 127, n. 3, p. 1469-1513, ago. 2012.

LAVOIE, Marc. MMT, Sovereign Currencies and the Eurozone. Review of Political Economy, 2022. DOI: 10.1080/09538259.2022.2092996

LUCAS, Robert. Macroeconomic Priorities. The American Economic Review, v. 93, n. 01, mar. 2003.

LUZURIAGA, Manuel Cruz; TAVANI, Daniele. CLASSICAL POLITICAL ECONOMY AND SECULAR STAGNATION. FMM Working Paper n. 71, set. 2021.

MANKIW, Gregory. The Macroeconomist as Scientist and Engineer. Journal of Economic Perspectives, v. 20, n. 4, pp. 29-36, 2006. DOI: 10.1257/jep.20.4.29.

MIAN, Atif; STRAUB, Ludwig; SUFI, Amir. Indebted Demand. CESifo Working Paper n. 8210, 26 mar. 2020.

MIAN, Atif; STRAUB, Ludwig; SUFI, Amir. The Saving Glut of the Rich. NBER Working Paper n. 26941, abr. 2021. DOI: 10.3386/w26941

NIKIFOROS, Michalis. Demand, Distribution, Productivity, Structural Change, and (Secular?) Stagnation. Levy Economics Institute Working Paper, jan 2020.

ONARAN, Özlem. Secular Stagnation and progressive economic policy alternatives. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, v. 13, n. 2, p. 229-240, 2016.

PODKAMINER, Leon. Economic stagnation in the Euro Area. *In: WRAY, Randall; DANTAS, Flavia. Academic Press, 2022, p. 159-180.*

ROMER, Paul. The Trouble With Macroeconomics. Stern School Business Working Paper, 14 set. 2016. Disponível em: <https://paulromer.net/trouble-with-macroeconomics-update/WP-Trouble.pdf>.

SETTERFIELD, Mark; KIM, Yun. Varieties of capitalism, increasing income inequality and the sustainability of long-run growth. *Cambridge Journal of Economics*, v.44, n. 3, maio 2020, p. 559-582. DOI: <https://doi.org/10.1093/cje/bez067>

SKOTT, Peter. Aggregate Demand Policy in Mature and Dual Economies. UMass Amherst Economics Working Papers, n. 279, 2019. DOI: <https://doi.org/10.7275/15717892>

STORM, Servaas. What Mainstream Economists Get Wrong About Secular Stagnation. Institute for New Economic Thinking. 21 dez. 2017a. Disponível em: <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/what-mainstream-economists-get-wrong-about-secular-stagnation>

STORM, Servaas. The New Normal: Demand, Secular Stagnation and the Vanishing Middle-Class. Institute for New Economic Thinking Working Paper n. 55, 17 maio 2017b.

STORM, Servaas. The Secular Stagnation of Productivity Growth. Institute for New Economic Thinking Working Paper n. 108, 12 dez. 2019.

STORM, Servaas. Why the Rich Get Richer and Interest Rates Go Down. Institute for New Economic Thinking. 13 set. 2021. Disponível em: <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/why-the-rich-get-richer-and-interest-rates-go-down>

SUMMERS, Lawrence. IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer. Washington DC, nov. 2013. Disponível em:

<http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer/>.

SUMMERS, Lawrence. Reflections on the new ‘Secular Stagnation Hypothesis’. *In*: BALDWIN, Richard; TEULINGS, Coen. *Secular Stagnation: Facts Causes, and Cures*. Londres: CEPR Press, p 27-38, 2014.

SUMMERS, Lawrence. Demand Side Secular Stagnation. *American Economic Review: Papers & Proceedings* 2015, v. 105, n. 5, p. 60-65, 2015.

SUMMERS, Lawrence. Secular Stagnation and Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 98, n. 2, p. 93-110, 2016

SUMMERS, Lawrence; STANSBURY, Anna. Whither Central Banking? Project Syndicate, *The World’s Opinion Page*, 23 ago. 2019. Disponível em: <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-bankers-in-jackson-hole-should-admit-impotence-by-lawrence-h-summers-and-anna-stansbury-2-2019-08>.

SUMMERS, Lawrence. Larry Summers sees risk of recession soon, ‘secular stagnation’ later. *Financial Post*, 23 dez. 2021. Disponível em: <https://financialpost.com/news/economy/larry-summers-sees-risk-of-recession-soon-secular-stagnation-later>. Acesso em: 29/05/2022.

SUMMERS, Lawrence; BLANCHARD, Olivier; CERUTTI, Eugenio. Inflation and Activity – Two Explorations and their Monetary Policy Implications. *IMF Working Paper* 15/230, nov. 2015.

SUSHANT, Acharya; BENGUI, Julien. Liquidity Traps, Capital Flows. *Federal Reserve of New York, Staff Report* n. 765, ago. 2018.

TAYLOR, Lance. The “Natural” Interest Rate and Secular Stagnation: Loanable Funds Macro Models Don’t Fit Today’s Institutions and Data. *Challenge*, v. 60, n. 1, p. 27-39, 11 jan. 2017. DOI: <https://doi.org/10.1080/05775132.2016.1272966>.

THWAITES, Gregory. Why are Real Interest Rates so Low? Secular Stagnation and the Relative Price of Investment Goods. *Bank of England Working Paper* n. 564, nov. 2015.

WORLD BANK. Inflation, consumer prices (annual %). Serie ID: FP.CPI.TOTL.ZG, 2022. Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>

WORLD BANK. GDP Growth (annual %). Serie ID: NY.GDP.MKTP.KD.ZG, 2022b.
Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>

WORLD BANK. GDP per capita growth (annual %). Serie ID: NY.GDP.PCAP.KD.ZG,
2022c. Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG>