

EM BUSCA DO CRESCIMENTO PERDIDO: EXPLICAÇÕES PARA A PERSISTÊNCIA DA CRISE ECONÔMICA DE 2007/2008 NOS PAÍSES DESENVOLVIDOS

Marcos Roberto Vasconcelos

Graduação em Ciências Econômicas. Doutorado em Teoria Econômica pelo Instituto de Economia da UNICAMP. Atualmente é professor associado do Departamento de Economia da Universidade Estadual de Maringá.

E-mail: mrvasconcelos@uem.br

Resumo

O presente artigo apresenta e examina algumas explicações para a dificuldade de recuperação dos países desenvolvidos no pós-crise econômica de 2007/08. Essa foi tão severa para as economias desenvolvidas que passou a receber o epíteto de a “Grande Crise”. Embora não tenha apresentada a mesma magnitude de queda nos níveis de atividade econômica e no emprego que a Grande Depressão de 1929, a duração dos efeitos da Grande Crise tem chamado à atenção de diversos economistas. Aqui se expõe três das principais hipóteses explicativas para tal fenômeno: a de estagnação secular; a de *headwinds*; e a de efeito histerese. Mesmo partindo de diferentes premissas, elas compartilham uma visão pessimista sobre a trajetória futura das taxas de crescimento econômico para as próximas décadas. Da mesma forma, apontam implicações e novos desafios para a condução da política econômica e para a própria teoria econômica.

Palavras-chaves: Crise Econômica; Ciclos; Crescimento Econômico; Países Desenvolvidos.

Abstract

The present article presents and examines some explanations for the difficulty of recovery of developed countries in the post-economic crisis of 2007/08. This was so severe for the developed economies that it happened to receive the epíteto of the Great Crisis. Although it did not present the same magnitude of decline in levels of economic activity and employment as the Great Depression of 1929, the duration of the effects of the Great Crisis has drawn the attention of several economists. Here we present three of the main explanatory hypotheses for this phenomenon: that of secular stagnation; headwinds; and that of hysteresis effect. Even assuming different assumptions, they share a pessimistic view of the future trajectory of economic growth rates for the coming decades. In the same way, they point out implications and new challenges for the conduct of economic policy and for economic theory itself.

Keywords: Economic Crisis; Business Cycles; Economic Growth; Developed Countries.

1 INTRODUÇÃO

Classificada como a mais grave crise econômica global desde o colapso da Bolsa de Valores de Nova Iorque em 1929, a crise financeira global de 2007/08 teve sua gênese na dinâmica das economias avançadas, em especial no mercado norte-americano de crédito imobiliário. Como se sabe, as interligações e relações cruzadas entre os diversos agentes financeiros, com destaque aos grandes bancos e seguradoras, disseminaram os efeitos da crise para todo o mundo¹. Passados dez anos daquela que ficou conhecida como a Grande Crise, seus efeitos ainda

¹ Para uma boa síntese dessa dinâmica ver Ramskogler (2014).

continuam em muitos países, com a recuperação do ritmo de produção e do nível de emprego demorando muito mais tempo que o observado em crises ocorridas nas últimas três décadas e se assemelhando ao verificado na recessão de 1929.

Vários são os estudos mostrando as consequências e a persistência dos efeitos negativos do choque de 2008 no longo prazo, principalmente suas implicações sobre a trajetória do Produto Interno Bruto (PIB) das economias avançadas. Por exemplo, Fatás e Summers (2015) estimam que, devido ao decréscimo das taxas de crescimento, a economia norte-americana somente alcançará em 2018 o patamar de PIB projetado pré-2008. Na Europa, os efeitos se mostram ainda mais acentuados tanto no nível quanto nas taxas de crescimento do PIB nos anos que se seguiram à Grande Crise.

Diante deste quadro, diversas hipóteses têm sido levantadas para explicar a persistência do efeito da crise. Autores como Gordon (2012), Kasparov e Thiel (2012) e Summers (2016), por exemplo, defendem que mudanças estruturais estabeleceram e continuam a impor um novo e mais baixo patamar de crescimento para as economias desenvolvidas. Já autores como Ball (2014) e Anzoategui *et al.* (2016) se contrapõem à ideia de mudança estrutural expondo que a própria crise gerou fatores capazes de explicar a lentidão na recuperação do dinamismo econômico. Tais observações deram impulso à hipótese da existência de um efeito *histereses* da recessão na economia.

Por sua vez, para Lo e Rogoff (2014) a Grande Crise se deu na forma de uma crise financeira, na qual, historicamente, as economias apresentam uma recuperação débil e lenta quando atingidas por este tipo de choque. Rogoff (2016) reforça tal entendimento ao expor que a mortífera retomada observada após 2008 nada teria de excepcional ou representaria um novo estado da economia, mas sim apenas o longo processo de desalavancagem dos agentes econômicos posterior a um super ciclo de dívida.

No presente artigo se busca fazer uma revisão bibliográfica com o intuito de apresentar e discutir, sem obviamente exaurir a temática, algumas das principais hipóteses explicativas apontadas para a lenta recuperação pós 2008 das economias desenvolvidas. Neste sentido, o artigo tem caráter introdutório sobre um dos temas mais recentes da economia, em especial da macroeconomia: como crises econômicas podem afetar a trajetória de longo prazo do PIB nacional. Com a intenção de indicar o comportamento econômico de algumas das economias desenvolvidas são utilizados dados referentes às taxas e às projeções de variações do PIB fornecidos pelo *World Economic Outlook*, publicação semestral do Fundo Monetário Internacional (FMI), verificando se a trajetória e as previsões do PIB para tais países tiveram mudanças estatisticamente relevantes entre o período anterior e posterior a 2009.

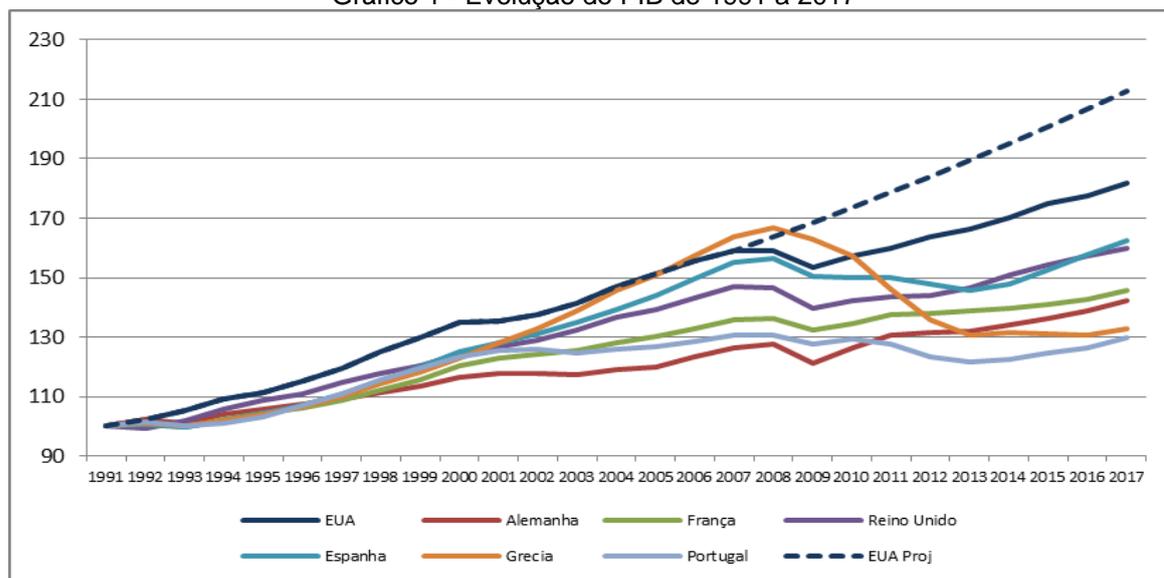
Além dessa introdução, o artigo está organizando em mais três seções. Na seção 2 são apresentadas as trajetórias das taxas de crescimento econômico de um conjunto de países desenvolvidos selecionados nos períodos pré e pós a Grande Crise de 2007/2008. Na seção 3, expõem-se as principais teorias ou hipóteses explicativas para a lenta retomada econômica. Por último, são apresentadas as considerações finais nas quais se apontam alguns aspectos pertinentes das hipóteses expostas ao longo do trabalho para o desenrolar da economia brasileira.

2 IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 NAS ECONOMIAS DESENVOLVIDAS

A ocorrência de ciclos econômicos, isto é, fases de aceleração e desaceleração da atividade econômica, reconhecida e estudada desde o início do desenvolvimento das economias capitalistas. Consideradas perturbações de curto prazo, as flutuações da economia, ocasionadas principalmente por choques de demanda, ocorreriam em torno de uma tendência de longo prazo de crescimento do produto determinada pela evolução da oferta dos insumos produtivos, capital físico e trabalho (qualificado e não qualificado), e da tecnologia disponível, conforme previsto no modelo de crescimento econômico de Solow (1956). Dessa forma, quedas do PIB seriam em curto espaço de tempo, de um a quatro semestres, seguidas por recuperações no nível e nas taxas de crescimento do produto capazes de colocá-lo novamente em sua trajetória de longo prazo.

De fato, tal dinâmica parece ser o padrão observado nas economias desenvolvidas ao longo das últimas décadas, estando a Grande Depressão de 1930 e a estagnação econômica do Japão desde a década de 1990 entre os casos atípicos. Por isso, a entrada da Grande Crise de 2008 no rol das exceções vem causando tanta surpresa nos economistas e governantes dos países desenvolvidos.

Gráfico 1 - Evolução do PIB de 1991 a 2017



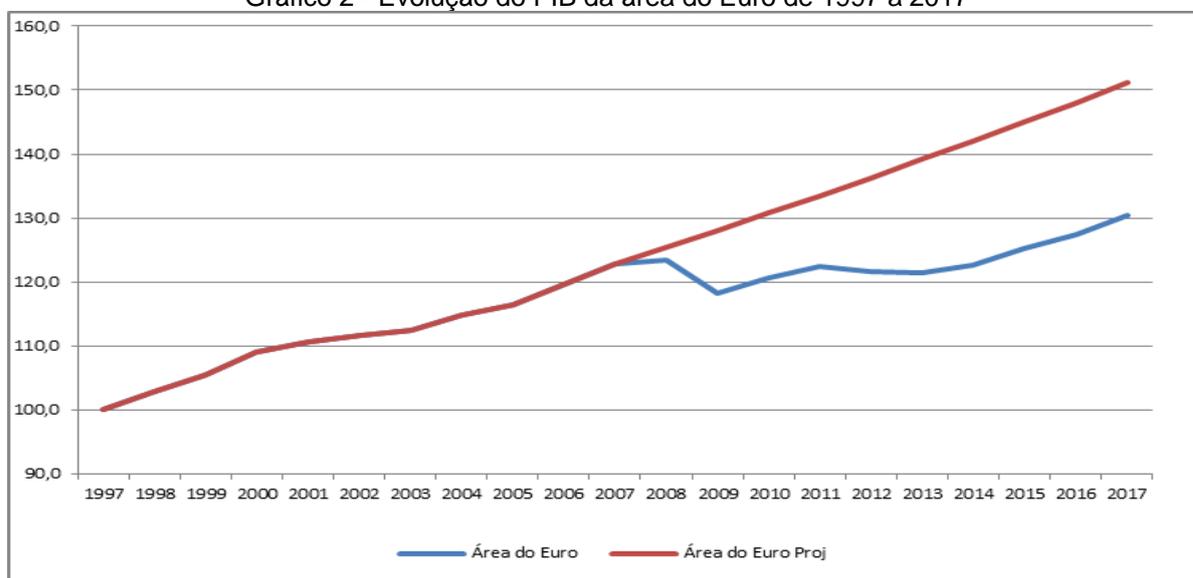
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *World Economic Outlook*, do Fundo Monetário Internacional.

Como indicado no Gráfico 1, a contração do PIB iniciada no biênio 2007/2008 gerou consequências que ainda persistiam no ano de 2018 em vários países desenvolvidos. Alguns, como Espanha, Portugal e Grécia, sendo este último o caso mais dramático, não tinham até 2015 conseguido recuperar o nível de PIB do pré-crise. O Reino Unido só conseguiu recuperar o patamar do seu PIB no ano de 2014. Mesmo países como EUA, Alemanha e França, que conseguiram reestabelecer a produção agregada três anos após o início da crise, notam que seus ritmos de crescimento estão muito aquém dos observados no período antecedente a 2007.

No Gráfico 1 projeta-se a evolução do PIB norte-americano se ele tivesse mantido, após 2008, a média de crescimento verificada no período de 1992 a 2007, como uma *proxy* da evolução do PIB potencial, considerando que neste período a inflação se manteve em patamar estável². Este cálculo indica que o PIB efetivo dos EUA em 2017 ainda estava 15% abaixo do projetado, o que significou, em valores daquele ano, o equivalente a US\$ 2,7 trilhões a menos, valor superior à soma dos PIBs das três maiores economias da América do Sul, Brasil, Argentina e Colômbia.

O efeito da Grande Crise de 2008 foi também acentuado no conjunto das economias da área do Euro, conforme verificamos no gráfico 2. Apenas sete anos após a eclosão da crise, a região conseguiu voltar ao patamar de PIB que tinha em 2007, mas as taxas de crescimento permanecem em níveis ainda anêmicos, em que pese o amplo esforço do Banco Central Europeu para estimular a atividade econômica.

Gráfico 2 - Evolução do PIB da área do Euro de 1997 a 2017



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *World Economic Outlook*, do Fundo Monetário Internacional.

De fato, em reação aos efeitos do colapso financeiro de 2008 sobre os níveis de atividade econômica e, conseqüentemente, sobre o emprego. Os governos dos Estados Unidos e das economias europeias lançaram uma série de ações de política econômica convencionais, tais como fortes reduções das taxas de juros de curto prazo e das alíquotas fiscais quanto a elevação de gastos públicos em ações de proteção, e também não convencionais, principalmente via ações de salvamento (*bailouts*) de grandes instituições financeiras (Bank of America, Citibank, AIG, Freddie Mac, Fannie Mae, Northern Rock)³ e não-financeiras (casos, por exemplo, do suporte dado pelo governo federal norte-americano às montadoras Chrysler e General Motors)⁴, mas também por meio de amplos programas de compras de ativos financeiros, hipotecários e não-hipotecários, (denominados de *Quantitative Easing 1, 2 e 3*, nos Estados Unidos) por parte dos bancos centrais com o objetivo de prover liquidez aos mercados e reduzir as taxas de juros de médio e de longo

² Neste período a inflação média nos EUA foi de 2,59% a.a, com desvio médio de 0,57.

³ Ver, p. ex., Bresser-Pereira (2009); Congleton (2009); Monteiro (2009) e Anderson e Gascon (2011).

⁴ Idem, ibidem.

prazo (MARTIN; MILAS, 2012). Por conta destas políticas, o Federal Reserve (banco central dos Estados Unidos), e.g., elevou seu passivo monetário de US\$ 850 bilhões, no terceiro trimestre de 2008, para mais de US\$ 4 trilhões, ao final de 2015. Medidas similares foram aplicadas pelos bancos centrais da zona do Euro e do Japão (HOFMANN; BOGDANOVA, 2012).

No entanto, apesar deste amplo e inédito conjunto de ações governamentais, como apontada nesta seção, a retomada da economia pós-crise de 2008 foi se mostrando arrastada e aquém das expectativas. Diante deste quadro, diversos economistas começaram a desenvolver análises e formular hipóteses para tentar entender o que estava se passando com as economias desenvolvidas nos anos pós-crise.

3 PRINCIPAIS EXPLICAÇÕES PARA LONGA RECUPERAÇÃO

A lenta e debilitada recuperação das economias desenvolvidas ao choque de 2008 impulsionou a formulação de várias hipóteses explicativas para tal fenômeno. Apresenta-se a seguir três das principais: a hipótese dos "headwinds", de Gordon (2012); a hipótese da estagnação secular, de Lawrence Summers (2016); e a hipótese de histereses, de Blanchard e Summers (1986).

Como exposto na introdução, o presente artigo não tem a pretensão de exaurir por completo a discussão sobre o tema. Assim, foi feita a opção de não abordar, por exemplo, a visão de Reinhart e Rogoff (2009), que, ao classificarem a Grande Crise como sendo uma crise eminentemente financeira, consideram inexistente qualquer excepcionalidade no tempo observado para eliminação dos seus efeitos sobre as economias. Igualmente, optou-se também por não apresentar a hipótese de desequilíbrio dos balanços patrimoniais (*Balance sheet recession*) de Koo (2009), a qual usa a experiência da longa estagnação da economia japonesa a partir da década de 1990 como base interpretativa para a debilidade das economias ocidentais no pós Grande Crise. Embora ambas correntes explicativas sejam importantes e lancem luz sobre aspectos relevantes para o entendimento do período após a Grande Crise e da própria dinâmica econômica moderna, elas não destacam significativas implicações de longo prazo para a trajetória econômica futura, tais quais as hipóteses a seguir apresentadas.

3.1 A HIPÓTESE DOS "VENTOS CONTRÁRIOS"

Gordon (2012; 2016) estabelece sua explicação e projeção para baixas taxas de crescimento do PIB das economias avançadas, em especial a dos EUA, na mudança de comportamento de alguns elementos fomentadores de ganhos de produtividade ao longo do século XX, mas que perderam força no começo do novo milênio. Assim, Gordon considera a lenta recuperação da Grande Crise não apenas como um demorado processo de retorno das economias ao ritmo de crescimento anterior a 2008, mas sim como um novo e longo momento da economia de permanente baixa expansão econômica.

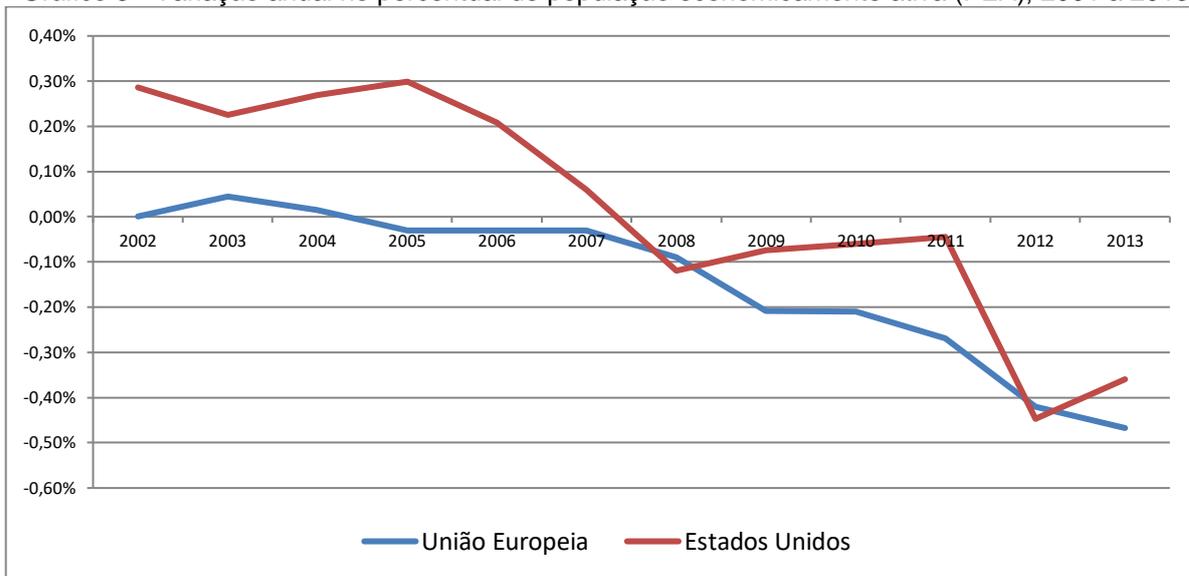
Ao realizar uma análise de longo prazo do comportamento das taxas de crescimento, Gordon (2012) destaca que desde 1750 a compreensão sobre a evolução da economia pode ser relacionada a três grandes fases de Revoluções Industriais impulsionadas e sustentadas por conjuntos de inovações tecnológicas: a primeira, que abrangeu o período de 1750 a 1830, foi incitada pela invenção da

máquina a vapor, de tecelagem e pela expansão das ferrovias; a segunda se concentrou no período de 1870 a 1900 e se assentou no desenvolvimento da eletricidade, do motor a combustão interna, das *utilities* (atividades de água e saneamento, distribuição de eletricidade, gás e telecomunicações), da química, das comunicações, da indústria do petróleo e do entretenimento, tendo os seus desdobramentos produzido efeitos positivos no crescimento, mesmo que decrescentes, até os anos 1980; a terceira revolução industrial começou em 1960 e se mantém até o presente baseada na computação, internet, telefones celulares etc.

A questão, segundo Gordon (2014), é que os efeitos mais expressivos sobre a produtividade do trabalho ou o padrão de vida da última revolução aconteceram entre 1996 e 2004. Ademais, enquanto a primeira e a segunda revolução demandaram a formação de grandes estoques de capital físico e, por isso, requereram elevados gastos em investimentos, a terceira revolução industrial vem se caracterizando por exigir volumes muito menores de capital físico, se configurando mais no desenvolvimento de novos sistemas e plataformas virtuais. De fato, muitas vezes as novas tecnologias estão tornando obsoletas determinadas formas de produção e distribuição de mercadorias a ponto de até mesmo destruir capital físico já instalado. Basta pensar no impacto dos livros eletrônicos sobre as grandes redes de livrarias, do *streaming* de música sobre a indústria fonográfica ou dos sites de notícias sobre os tradicionais jornais e revistas, inclusive sobre toda a rede de produção de insumos, bens finais e de distribuição do material anteriormente gerado nessas indústrias, e no comércio de diversos produtos de consumo via plataformas digitais. Por isso mesmo, Gordon conclui que mesmo antes da crise financeira de 2008 já eram observadas quedas nas taxas de crescimento de longo prazo do PIB potencial dos EUA e de outras economias avançadas.

Mas, somado ao fato de baixa requisição de capital físico da terceira revolução industrial, conforme destaca Gordon (2014), estão as evidências de que nos próximos anos as economias dos países avançados enfrentarão significativos “ventos de proa” (*headwinds*), ou seja, ventos contrários. Ou seja, forças adversas capazes de reduzir ainda mais as taxas de crescimento da economia, tais como o fim do bônus demográfico, reduzindo a população economicamente ativa (PEA) e também a taxa de participação no mercado de trabalho, a crescente desigualdade de renda e riqueza, o peso crescente do endividamento para os governos (este, na concepção de Gordon, um efeito colateral das tentativas dos governos em amenizar os efeitos da Grande Crise), proteções ambientais mais rígidas etc. Conforme se mostra no gráfico 3, de fato a taxa de expansão da PEA da União Europeia e dos EUA vem caindo no novo milênio, passando inclusive para variações negativas, a partir de 2005, no primeiro caso, e, de 2008, no segundo.

Gráfico 3 - Variação anual no percentual de população economicamente ativa (PEA), 2001 a 2013



Fonte: elaboração própria a partir de dados da OECD, "Main Economic Indicators Database".

Em suma, Gordon se contrapõe à tese de que a crise de 2008 tenha grande responsabilidade pelas baixas taxas de expansão do PIB verificadas nos últimos anos. Para ele, a causa principal é a redução do potencial das inovações e das frentes de acúmulo de capital da terceira revolução industrial gerarem crescimento econômico quando comparadas às observadas na primeira e, principalmente, na segunda revolução industrial. Neste sentido, o foco de Gordon é sobre a mudança no ritmo de expansão do PIB potencial. Assim, a Grande Crise apenas desnudou e acelerou uma tendência de mais longo prazo.

Por fim, é importante ressaltar que Gordon não considera a possibilidade de queda no ritmo de inovação tecnológica como elemento responsável pelo seu cenário de baixa evolução do produto potencial, até porque ele defende que o progresso tecnológico deverá manter taxa semelhante às observadas entre as décadas de 1960 e 2000. Como exposto, a questão principal é o menor potencial dessas novas tecnologias envoltas na terceira revolução industrial renderem gastos expressivos em investimentos físicos. Ademais, os avanços técnicos pelas próximas décadas enfrentarão os *headwinds* demográficos, educacionais, distributivos e de endividamento público.

3.2 A HIPÓTESE DA ESTAGNAÇÃO SECULAR

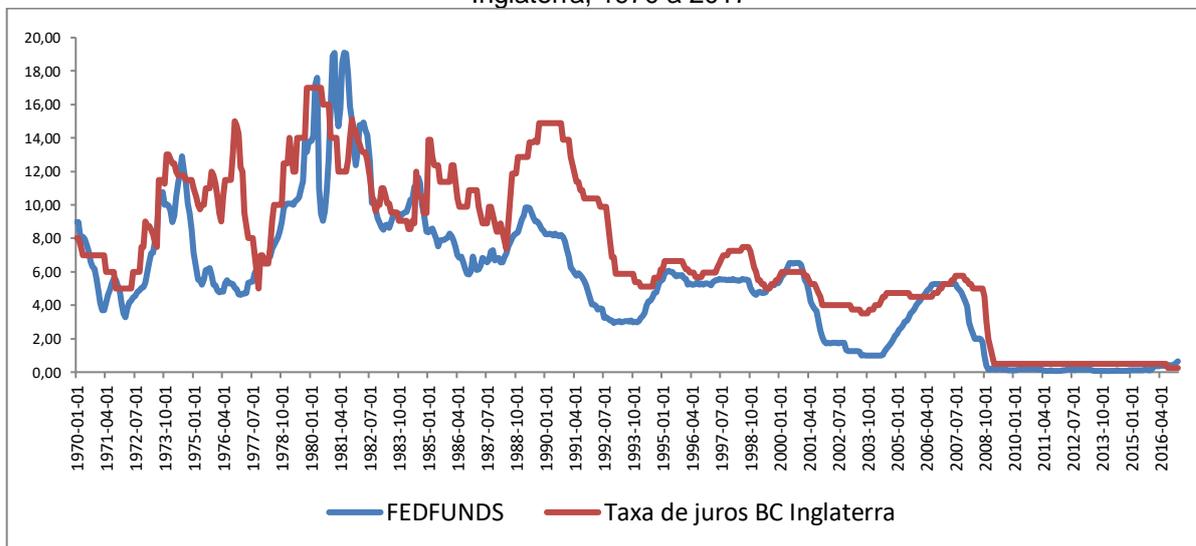
Em 2014, ao analisar o fenômeno da anêmica recuperação das economias avançadas no pós-crise de 2008, Lawrence Summers (2016) recuperou conceito de estagnação secular elaborado, em 1938, em uma conferência pública pelo economista norte-americano Alvin Hansen e, um ano depois, convertido em artigo acadêmico (HANSEN, 1939). É preciso ressaltar que a condição de estagnação secular caracteriza uma situação na qual a taxa de juros real necessária para igualar as variáveis macroeconômicas poupança e investimento precisa ser estabelecida em patamar muito baixo de forma a manter a economia com um nível de demanda agregada próximo ou igual ao do produto potencial. Ou seja, seria uma situação na qual acontece um excesso de poupança ante a demanda por recursos para

investimentos e, por conseguinte, uma deficiência crônica da demanda agregada capaz de levar o produto ao seu nível de pleno emprego.

Para os defensores dessa hipótese, as baixas taxas de juros praticadas nos Estados Unidos e Europa mesmo antes da eclosão da Grande Crise já eram um sinal da entrada das economias desenvolvidas na era da estagnação secular, mas cujo impacto sobre as taxas de expansão da atividade econômica foi camuflado graças à forte e insustentável expansão creditícia do período. E a posterior longa fase de taxas de juros próximas de zero, caracterizando uma situação de armadilha de liquidez (modernamente também denominada de restrição do limite inferior zero), e baixa inflação, apesar dos grandes incentivos monetários executados pelos bancos centrais dos Estados Unidos, da zona do Euro (Banco Central Europeu - BCE), da Inglaterra e mesmo do Japão, sinalizam uma nova “normalidade da economia”.

Afinal, mesmo com os aumentos das taxas de juros iniciados no final de 2015 pelo FED, posteriormente timidamente seguidos pelo BCE e Banco da Inglaterra, os patamares ainda permanecem distantes da média histórica, conforme pode ser observado no Gráfico 4. Por sua vez, como prova a situação da economia japonesa desde a década de 1990, em uma situação de estagnação secular a política monetária não parece ser capaz de sozinha retirar a economia do imobilismo. Ademais, o espectro da deflação parece estar mais presente e ameaçador, dado que significaria a elevação da taxa de juros real, distanciando ainda mais a taxa de juros corrente da de pleno emprego, ou seja, daquela capaz de equalizar os fluxos de poupança e investimento.

Gráfico 4 - Taxas de juros anuais de curto prazo dos Bancos Centrais dos Estados Unidos e da Inglaterra, 1970 a 2017



Fonte: elaboração própria a partir de dados do FED e do Banco da Inglaterra.

Segundo Summers (2016), nas últimas décadas, o envelhecimento da população e o aumento da expectativa de vida nos países desenvolvidos tem elevado substancialmente o volume de recursos poupados ao mesmo tempo em que se escassearam as oportunidades mais atrativas de investimentos ou que os empreendimentos ligados à nova economia não demandam grandes volumes de gastos em capital fixo. Portanto, entre os componentes da demanda agregada,

estaria ocorrendo uma desaceleração na expansão do consumo agregado que não seria contrabalançado pela aceleração da variável investimento.

Como já exposto, tal situação levaria a uma recorrente insuficiência de demanda e a incapacidade de a economia alcançar o pleno emprego, a menos que a taxa de juros real fique próxima de zero ou até mesmo em valor negativo, se estabelecendo este como o novo patamar de taxa de juros neutra, no sentido formulado por Wicksell. O problema desta solução, prossegue Summers (2016), é a sua provável capacidade de estimular a formação de bolhas na economia, o que tem o potencial de gerar mais instabilidade financeira nas economias desenvolvidas e obrigar os bancos centrais a adotarem medidas monetárias pouco convencionais. Ou seja, passa a existir um latente conflito entre alcançar o pleno emprego e manter a estabilidade financeira.

A questão da necessidade de manutenção de baixa taxa de juros e do seu impacto sobre a economia, em especial sobre o setor financeiro, também é um aspecto destacado por Krugman (2014), porém sob um aspecto contrário ao levantado por Summers (2016). Para Krugman (2014), exatamente por conta da experiência vivenciada na Grande Crise, os bancos centrais passaram a ter uma maior atenção sobre os ciclos de crédito e suas consequências, inclusive desenvolvendo um novo arsenal de política econômica, as chamadas políticas macroprudenciais⁵. Neste contexto ficou mais difícil observar situações futuras nas quais as expansões de oferta de crédito possam ajudar a impulsionar a demanda agregada e, assim, contribuir para fechar o hiato em relação ao produto potencial, tal como foi feito nos anos imediatamente anteriores à eclosão da Grande Crise.

É importante destacar que o conceito de estagnação secular formulado por Summers (2016) não pressupõe a paralisia na inovação tecnológica. Como sabemos, nos modelos de crescimento *a la Solow-Romer*, a taxa de expansão do produto no longo prazo está diretamente vinculado ao progresso tecnológico⁶. Na situação de estagnação secular, a inovação pode continuar ocorrendo e elevando o produto potencial, todavia sua incorporação ao sistema econômico não demandará volumes de investimentos suficientemente altos e capazes de absorver o fluxo de poupança gerado por uma população cada vez mais envelhecida. O resultado é deficiência na demanda agregada capaz de manter a economia em um estado permanentemente aquém ao do pleno emprego.

Neste aspecto, a hipótese de estagnação secular se aproxima da hipótese proposta por Gordon (2012), quando esse destaca entre as características da última revolução industrial a baixa demanda por investimentos em capital físico. No entanto, se a hipótese de estagnação secular direciona sua atenção mais para a insuficiência da demanda, a de *headwinds*, como exposto na seção anterior, destaca os fatores do lado da oferta. Assim, na primeira hipótese o problema estaria no aumento e permanência do hiato entre o produto efetivo e o produto potencial enquanto na segunda teria origem no próprio desempenho do PIB potencial. Por outro lado, as duas hipóteses destacam alguns fundamentos comuns a justificar a nova situação de baixo crescimento econômico, tais como a baixa necessidade de investimento em capital físico das novas fronteiras produtivas e a redução na taxa de expansão demográfica.

⁵ Para uma breve introdução às políticas macroprudenciais e suas potenciais consequências ver Vasconcelos (2017).

⁶ Ver Acemoglu (2009), capítulos 2 e 3.

3.3 A HIPÓTESE DO EFEITO HISTERESE

Outra explicação para o baixo desempenho de algumas economias nos anos seguintes à Grande Crise está no denominado efeito histerese da recessão. Ele foi originalmente desenvolvido por Blanchard e Summers (1986) ao analisarem a persistência das taxas de desemprego em determinadas economias europeias, em especial a da Espanha e Itália, nos anos 1980. Mais de duas décadas depois, o efeito histerese foi recuperado por diversos economistas como um conceito útil para explicar o comportamento das economias desenvolvidas no período posterior à Grande Crise.

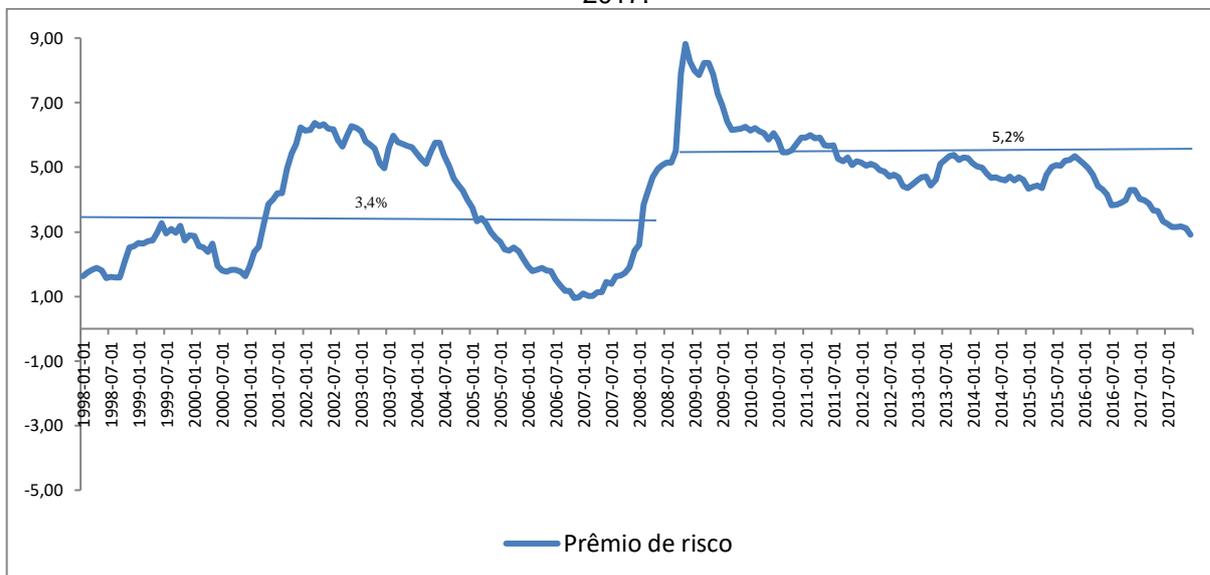
Como expõem Ball (2014) e Anzoategui *et al.* (2016), são vários os caminhos pelos quais tal efeito pode ocorrer ao afetar fatores do lado da oferta da economia. Desta forma, a tendência de crescimento de longo prazo não seria imune às oscilações cíclicas da demanda agregada, especialmente às crises econômicas de maior gravidade. A recessão econômica afetaria o próprio PIB potencial e sua taxa de expansão, pois ao deprimir as expectativas dos agentes econômicos reduziria a acumulação de capital, a própria taxa de participação na força de trabalho, o que impediria a qualificação de trabalhadores por meio do acúmulo de experiência e prejudicaria as atividades de progresso tecnológico via queda do processo de *learning by doing*, dos gastos de pesquisa e desenvolvimento (P&D) e da adoção de novas tecnologias.

Partindo de modelos de crescimento endógeno, Anzoategui *et al.* (2016) levantam a hipótese de que durante as crises econômicas ocorreria tanto diminuição na capacidade de gastos em investimentos de pesquisa e desenvolvimento (P&D) das empresas quanto na própria taxa de velocidade de disseminação das novas tecnologias produtivas. A partir de dados dos EUA e do Reino Unido, eles encontram evidências de que isso efetivamente ocorreu nestas duas economias, sendo que na segunda foi observada queda de 75% na velocidade da difusão tecnologia.⁷

Por outro caminho, Andrews *et al.* (2015) também conseguiram encontrar evidências do impacto da Grande Crise sobre a velocidade de incorporação de novas tecnologias. Usando dados de 23 países da OCDE relativos ao período de 2001 a 2009, os autores observaram que nos anos posteriores à crise de 2007/08 ocorreu acentuada ampliação do hiato tecnológico entre as empresas líderes no desenvolvimento tecnológico e as demais, chamadas de seguidoras. Com base nestas evidências, os defensores da hipótese de histerese afirmam que, embora a taxa de inovação tecnológica possa não ser gravemente afetada pela oscilação econômica, portanto não se reduzindo o ritmo de avanço da fronteira tecnológica, a disseminação destas inovações para a economia como um todo parece sim ser afetada. Como resultado, se compromete a taxa de crescimento do produto potencial.

⁷ Anzoategui *et al.* (2016) levantaram um conjunto de inovações técnicas efetivadas entre 1947 e 2003 e calcularam por quanto tempo tais inovações se disseminaram nos processos produtivos de empresas dos EUA e do Reino Unido.

Gráfico 5 - Spread entre taxa de juros dos títulos de três meses do governo dos Estados Unidos e rendimento médio dos títulos corporativos emitidos por empresas de risco BAA (Moody's), 1998 a 2017.



Fonte: elaboração própria a partir de dados do St. Louis Federal Reserve Bank.

Oulton e Sebastiá-Barriel (2017) sugerem uma potencial razão para a menor taxa de incorporação de novas tecnologias em períodos de crise econômica. Segundo esses autores, tais crises, especialmente as com dimensões financeiras, podem afetar a percepção de risco dos bancos e dos investidores (*risk-taking effect*), que passariam a exigir ou a embutir maior prêmio de risco em suas operações creditícias e, portanto, elevariam as taxas de juros dos empréstimos ou o rendimento esperado nos títulos de dívida, o que poderia prejudicar a capacidade de formação de capital das empresas. A partir disso ocorreria queda na taxa de investimento e, por conseguinte, na absorção de novas tecnologias por parte das empresas. Ao final, a taxa de expansão da produtividade total dos fatores (PTF) sofreria por longo tempo um viés de baixa ante ao observado no período pretérito à ocorrência da crise.

Efetivamente, os dados do Gráfico 5, que trazem um indicador tradicional de prêmio de risco, mensurada pela diferença de *spread* entre a taxa de juros dos títulos do Tesouro do governo dos Estados Unidos com prazo de três meses e o rendimento médio dos títulos privados corporativos classificados como de risco médio (BAA) pela agência Moody's, indicam aumento relativo nos custos de financiamento no período pós Grande Crise. Se for considerado setembro de 2008, com a quebra do banco de investimento Lehman Brothers, como o momento de intensificação da crise, no período de 10 anos anteriores a tal data o *spread* médio foi 3,45% a.a. ante o valor de 5,17% para os 10 anos subsequentes, o que expressa a alta relativa no custo de financiamento empresarial nos Estados Unidos. E conforme estimativas de Christiano *et al.* (2015), realizadas a partir de um modelo Novo Keynesiano para a economia norte-americana, o acréscimo e a persistência no *spread*, denominados pelos autores de "cunha financeira", explicariam parcela significativa da dinâmica econômica dos Estados Unidos no pós Grande Crise.

Portanto, a aceitação do conceito de *histereses* se afasta da visão convencional, no estudo da economia, de separar as teorias que explicam os ciclos econômicos daquelas que expõem os fundamentos para a trajetória de crescimento

de longo prazo. Os ciclos econômicos, ou os choques que lhes deram origem, teriam, em muitas situações, efeitos persistentes sobre o crescimento do PIB de longo prazo. Por outro lado, diferentemente das hipóteses de *headwinds* e de estagnação secular, a hipótese de histerese deixa espaço para a avaliação de que o efeito da Grande Crise sobre as taxas de crescimento econômico é significativo e negativo, mas que isso tende a se dissipar ao longo do tempo, não implicando ou significando uma adversidade estrutural para as economias maduras nas próximas décadas.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No presente artigo se expõem os impactos da Grande Crise sobre o desempenho das taxas de crescimento econômico das economias desenvolvidas. Os dados indicam lenta e tímida recuperação dessas taxas, em especial nos países europeus, mesmo passados quase dez anos da hecatombe econômica. Já os Estados Unidos, combinando políticas fiscal e monetária fortemente expansionistas, conseguiu retomar a trajetória de crescimento, mas ao custo de elevar a relação dívida pública/PIB de 73,5%, em dezembro de 2008, para 103,8%, em junho de 2018, e o total de ativos do FED de US\$ 800 bilhões para mais de US\$ 4 trilhões em igual período. A dúvida é a sustentabilidade desse excepcional arranjo ao longo dos próximos anos.

Tal situação tem levado à construção de diversas hipóteses explicativas. Aqui foram expostas as hipóteses de *headwinds*, de estagnação secular e de histereses. Ao seu modo, cada uma delas ajuda a entender os desafios das economias contemporâneas, não apenas dos países desenvolvidos, foco para os quais elas foram elaboradas, mas também dos países em desenvolvimento, tal qual o Brasil.

Por exemplo, a taxa de expansão populacional, elemento destacado na hipótese de *headwinds*, vem caindo fortemente no Brasil nos últimos anos, a ponto do chamado bônus demográfico já se exaurir entre a segunda e terceira década do novo milênio. Que impactos e desafios isso terá para o crescimento econômico do país nos próximos são ainda questões pouco compreendidas, embora seus efeitos previdenciários já comecem a ser vislumbrados em termos de custo fiscal.

Já os pressupostos da hipótese de estagnação secular parecem distante da realidade brasileira, tanto pela parcela da população ainda desejosa de elevar seu padrão de consumo quanto pelo volume de investimentos em infraestrutura ainda necessários no setor de infraestrutura. Ou seja, ainda há espaço para políticas convencionais que sejam capazes de reduzir o hiato entre a demanda agregada e o produto potencial. O real desafio é como elevar a taxa de expansão deste. E a hipótese de histerese ajuda a dimensionar o tamanho desta empreitada, em especial, o peso que a crise econômica vivenciada pelo país desde 2013 cobrará para a retomada do crescimento. Da mesma forma, ao ressaltar a importância das flutuações econômicas sobre a trajetória de crescimento de longo prazo, a hipótese de histerese indica a importância de as políticas de estímulo da economia serem conduzidas com parcimônia e sustentabilidade. Ou seja, volatilidade econômica não tem efeito neutro sobre a expansão de longo prazo.

REFERÊNCIAS

- ACEMOGLU, D. **Introduction to modern economic growth**. New Jersey: Princenton University Press, 2009.
- ANDERSON, R. G.; GASCON, C. S. A closer look: assistance programs in the wake of the crisis. **The Regional Economist** (Federal Reserve Bank of St. Louis), jan., 2011.
- ANDREWS, D.; CRISCUOLO, C.; GAL, P. **Frontier firms, technology diffusion and public policy: micro evidence from OECD countries**. OECD, 2015.
- ANZOATEGUI, D.; COMIN, D.; GERTLER, M.; MARTINEZ, J.. Endogenous technology adoption and R&D as sources of business cycle persistence. **NBER Working Paper**, n. 22005, Cambridge, MA, 2016.
- BALL, L. Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries. **NBER Working Paper**, n. 20185. Cambridge, MA, 2014.
- BLANCHARD, O. J.; SUMMERS, L. H. Hysteresis and the European unemployment problem, **NBER Macroeconomics Annual 1986, Volume 1** (Mit Press), 1986.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. A crise financeira de 2008. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 1, 2009.
- CHRISTIANO, L. J.; EICHENBAUM, M. S.; TRABANDT, M. Understanding the Great Recession. **American Economic Journal**, v. 7, n. 1, 2015.
- CONGLETON, R. D. On the political economy of the financial crisis and bailout of 2008-2009. **Public Choice**, v. 140, n. 3/4, 2009.
- FATÁS, A.; SUMMERS, L. H. The permanent effects of fiscal consolidations. **Discussion Paper CEPR**, n. 10902, 2015.
- HANSEN, A. H. Economic progress and declining population growth. **American Economic Review**, v. 16, n. 1, 1939.
- HOFMANN, B.; BOGDANOVA, B. Taylor rules and monetary policy: a global 'Great Deviation?' **BIS Quarterly Review**, set., 2012.
- KASPAROV, G.; THIEL, P. Our dangerous illusion of tech progress. **Financial Times**, 8 de novembro, 2012.
- KOO, R. C. **The holy grail of macroeconomics: lessons from Japan's great recession**. Singapore: John Wiley & Sons, 2009.
- KRUGMAN, P. Four observations on secular stagnation. In: BALDWIN, R; TEULINGS, C. Secular stagnation: facts, causes, and cures. **Centre for Economic Policy Research (CEPR)**, 2014.

GORDON, R. **The rise and fall of American growth: the U.S. standard of living since the Civil War**. New Jersey: Princeton University Press, 2016.

_____. The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections. **NBER Working Paper**, n. 19895, Cambridge, MA, 2014.

_____. Is U.S. economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds. **NBER Working Paper**, n. 18315. Cambridge, MA, 2012.

LO, S.; ROGOFF, K. Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six yers on. 13o. **Conferência Annual do BIS**, Suíça, 27 de junho, 2014.

MARTIN, C.; MILAS, C. Quantitative easing: a sceptical survey. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 28, n. 4, 2012.

MONTEIRO, J. V. Governança da crise econômica. **Revista de Administração Pública**, v. 43, n. 2, 2009.

OULTON, N.; SEBASTIÁ-BARRIEL, M. Effects of financial crises on productivity, capital and employment. **Review of Income and Wealth**, s. 63, s.1, 2017.

RAMSKOGLER, P. **Origins of the crisis: drawing the big picture**. OECD, 2014.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **This time is different: eight centuries of financial folly**. Princeton University Press, 2009.

ROGOFF, K. S. Debt supercycle, not secular stagnation. In: BLANCHARD, O.; RAJAN, R.G.; ROGOFF, K.S.; SUMMERS, L. H. **Progress and confusion: the state of macroeconomic policy**. The MIT Press, 2016.

SOLOW, R. M. A Contribution to the Theory of Economic Growth. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 70, n. 1, p. 65–94, 1956.

SUMMERS, L. H.. The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do About It. **Foreign Affairs**, vol. 95, n. 2, March/April Issue, 2016.

VASCONCELOS, M. R. Política macroprudencial: domando os ciclos financeiros. **Revista Espacios**, v. 38, n. 37, 2017.