



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

**“Uma Investigação sobre o Endividamento dos Trabalhadores
Norte-Americanos dos Anos 1980 aos Anos 2000”**

Lucas Azeredo da Silva Teixeira

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da UNICAMP para
obtenção do título de **Mestre em Ciências
Econômicas**, sob a orientação do **Prof. Dr.
José Carlos de Souza Braga**.

*Este exemplar corresponde ao original da
dissertação defendida por **Lucas Azeredo da
Silva Teixeira**, em 22/12/2010 e orientada pelo
Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga.*

CPG, 22/12/2010.

Campinas, 2010

**Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca
do Instituto de Economia/UNICAMP**

T235i Teixeira, Lucas Azeredo da Silva.
Uma investigação sobre o endividamento dos trabalhadores norte-americanos dos anos 1980 aos anos 2000/ Lucas Azeredo da Silva Teixeira. -- Campinas, SP: [s.n.], 2010.

Orientador: José Carlos de Souza Braga.
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Famílias – Dívidas. 2. Renda – Distribuição. 3. Crise financeira global, 2008-2009. I. Braga, José Carlos de Souza. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

11-027-BIE

Título em Inglês: *An inquiry on north-american workers indebtedness from the 1980's to the 2000's*
Keywords: *Household indebtedness ; Income distribution ; Subprime mortgage crisis, 2008-2009*

Area de Concentração : _____

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas

Banca examinadora: Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga
Prof. Dr. Frederico Mathias Mazzucchelli
Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

Data da defesa: 22-12-2010

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Dissertação de Mestrado

Aluno: Lucas Azeredo da Silva Teixeira

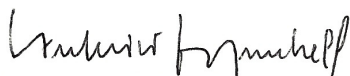
**“Uma Investigação sobre o Endividamento dos
Trabalhadores Norte-Americanos dos Anos 1980 aos
Anos 2000”**

Defendida em 22 / 12 / 2010

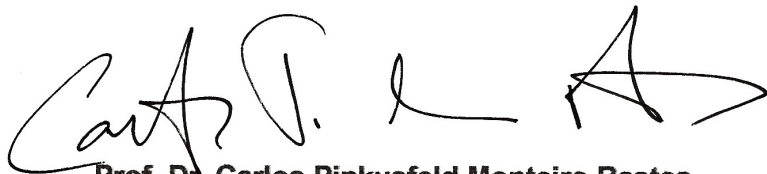
COMISSÃO JULGADORA



Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga
Instituto de Economia / UNICAMP



Prof. Dr. Frederico Mathias Mazzucchelli
Instituto de Economia / UNICAMP



Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos
UFF

A minha família.

*“Digo: o real não está na saída nem na chegada:
ele se dispõe para a gente é no meio da travessia”*

João Guimarães Rosa
Grande Sertão: Veredas

AGRADECIMENTOS

Agradecer nunca é uma fácil empreitada. Impõe a tarefa de decifrar todos aqueles que de alguma forma contribuíram com a minha formação durante o mestrado e com a jornada de elaboração desta dissertação.

Gostaria de agradecer, portanto, a todos os professores com os quais convivi ao longo do mestrado. Em especial, a José Carlos de Souza Braga, que aceitou a tarefa de me orientar, antes mesmo de haver decidido um tema. Essa ousadia reflete a confiança que depositou em mim e que espero haver correspondido com essa dissertação. Como aluno e como orientando, muito aprendi e continuarei aprendendo.

Frederico Mazzucchelli merece um agradecimento especial por tudo e algo mais. Se não foi o orientador desta dissertação, foi meu orientador em um sentido mais amplo. Sempre disposto a me escutar, conversar e aconselhar. Ouviu meus planos e minhas mudanças de planos, sempre com atenção, amizade e o seu bom humor característicos. Meus sinceros agradecimentos.

Agradeço imensamente a João Manuel Cardoso de Mello e Liana Aureliano, que me acolheram desde o primeiro momento da minha chegada a Campinas. Ambos desempenharam um papel fundamental na minha escolha por realizar o mestrado na Unicamp, quando me receberam na minha visita ao Instituto de Economia como aluno aprovado na Anpec. João Manuel, do seu jeito característico, convidou-me a estudar na “Escola de Economia Política de Campinas”. Não poderia ter tomado decisão mais acertada. E depois, proporcionaram-me minha primeira experiência docente, abrindo-me as portas da Facamp. Sempre lhes serei grato.

Gostaria de agradecer a Simone por ter participado da qualificação do projeto que originou essa dissertação e por suas valorosas sugestões. Marcos Antonio Macedo Cintra também presto meus agradecimentos. Sua atenciosa leitura do primeiro capítulo e suas sugestões bibliográficas em muito contribuíram para o resultado final deste capítulo.

Agradeço a todos os professores que tive aula durante o mestrado, em especial aos professores Ricardo Carneiro, Mariano Laplane e Rodolfo Hoffmann, por suas inspiradoras aulas e pelo exemplo que são. Aos professores Célio Hiratuka e Fernando Sarti, pelo convívio em minha passagem pelo Neit.

Agradeço ao professor Carlos Pinkusfeld Bastos por aceitar participar da banca de defesa desta dissertação e pelos valiosos comentários. E também a Franklin Serrano, pela permanente abertura ao diálogo e atenção, mesmo quando já não era mais seu aluno.

A todos os colegas da Unicamp e amigos que fiz. Aos moradores e frequentadores da república do Apolo: Adrian, Juan Ernesto, Rodrigo, Vitarque, Letícia, Juan, Bruninho, Adrian, Clara, Victoria, Luciano. Aos companheiros de república, Pedro, Marco e Raul, pelo prazer da convivência nos meus anos de Campinas. Aos meus companheiros de turma e de convívio no IE: Lucas Fontini, Filipe, Betinho, Jean, Letícia, Andrea, Vitor, Diegues, Taquinho. Ao Gabei, amigo desde os tempos de UFRJ. A Angeli, parceiro de artigos: um já está feito, muitos estão por vir.

Ao Geraldo, grande companheiro, que em nenhum momento me deixou desistir da luta. A Fabrício, pela amizade e pelo exemplo da sua inabalável fé no progresso do conhecimento e no avanço das idéias, também pela leitura e comentários de textos que vieram a constituir esta dissertação. A Gustavo, por sua generosidade. Sempre preocupado com seus amigos, apoiou-me em todos os momentos desta dissertação.

Agradeço também a Laura Carvalho, pelos papos, conversas, pela indicação do texto do Minsky, pouco conhecido, que foi muito útil para o capítulo 1 e pela sua inestimável ajuda com os dados do segundo capítulo.

Agradeço também aos meus queridos amigos do Rio, pelo apoio nessa jornada, e pela paciência pela minha ausência em diversos momentos: Fabrício, Pimenta, Ani, Pedro Estarque, Daniel, Lia, Thiago, Iam, Luisa, Miguel.

Paty Palencia, *te agradezco por tu amistad, sensibilidad y cariño por los tuyos.*

Aos amigos do IPEA: André Modenesi, Camila, Daniela, Carolzinha, Marcos Vinícius, Bárbara Caballero; a Rodrigo pela assistência de pesquisa. E especialmente a Félix António Manhiça, pela inestimável contribuição a essa dissertação: leu e comentou da

primeira a última página. Sua ajuda foi fundamental. A Roberto Pires Messemberg e ao Grupo de Análise e Previsões, por me haver concedido acesso à sua base dados. A Fernando Mattos, pelas conversas sobre o tema e as sugestões de bibliografia.

À Denise Gentil, com quem tive o prazer de primeiro ser seu aluno e depois virar parceiro de análises da conjuntura da economia brasileira.

Agradeço também a Salvador Werneck Vianna, meu amigo e chefe, que sempre depositou confiança no meu trabalho. Sem a sua ajuda e o seu apoio, com certeza a tarefa de realizar essa dissertação seria mais árdua.

A Flavia Risi, um raio em céu azul. Ter você ao meu lado tornou a tarefa de terminar essa dissertação muito menos penosa. Pelo amor, carinho e, sobretudo, paciência.

Aos meus pais, que sofreram comigo as angústias de se fazer uma dissertação, sempre confiando que esta chegaria a um bom término. Pelo que são e pelo que me proporcionaram, de aprendizado, carinho e respeito. Em uma jornada com essa, o apoio da família se faz fundamental. Estendo, portanto, meus agradecimentos aos meus irmãos Carlos, Lino, Clarissa e Carmem.

Às minhas avós, Lia e Iracema; ao meu avô Omar; à minha tia Maria Lúcia e à minha tinha Ligia.

Ao CNPq, pelo suporte financeiro. Assim como ao Programa Nacional de Pesquisa para o Desenvolvimento (PNPD – IPEA). Ao programa de mobilidade internacional Santander Banespa – Unicamp, que me permitiu realizar um semestre de estudos na *Universidad Complutense de Madrid*.

Ao Instituto de Economia da Unicamp e ao Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, e aos seus respectivos funcionários, por propiciarem um bom ambiente de aprendizado e formação.

RESUMO

Esta dissertação discute as origens do processo que mais chamou atenção na economia norte-americana, antes da eclosão da crise do *subprime*: o crescente endividamento do consumidor. Partindo da idéia de que este “modelo” da economia americana não poderia ser imitado por nenhum outro país, buscam-se as origens das assimetrias do sistema monetário internacional no ocaso de *Bretton Woods* e no surgimento do atual padrão monetário internacional. Em seguida, é exposta a trajetória de endividamento/enriquecimento líquido dos macrossetores institucionais da economia norte-americana, para, desta forma, mostrar um dos principais fatos estilizados da economia norte-americana: o crescente endividamento das famílias a partir dos anos 1980. Estas mantiveram, de forma geral, um padrão de gastos menor que o fluxo de rendas, de modo a terem um superávit financeiro (enriquecimento líquido) até então. A partir do início dos anos 1980, este superávit reduziu-se paulatinamente, devido ao crescente endividamento, alcançando valores negativos e crescentes, na segunda metade dos anos 1990. Segundo a hipótese adotada neste trabalho, as causas deste endividamento são encontradas na mudança na distribuição de renda (aumento da concentração) e nas desregulamentações e inovações financeiras, que se desenvolvem a partir do fim dos anos 1970. Tendo em vista que este aspecto vem sendo bem explorado na literatura especializada, a dissertação concentra sua explicação na mudança no padrão de distribuição de renda. Analisando por esse prisma, chega-se a conclusão que não se trata de endividamento das famílias, ou dos consumidores, mas, mais especificamente, dos trabalhadores norte-americanos, que tiveram que se endividar para financiar seus gastos, em um contexto de salários reais estagnados. Por fim, os rumos da economia norte-americana pós-crise são brevemente avaliados.

Palavras-chave: endividamento das famílias; concentração de renda; crise *subprime*; Estados Unidos.

ABSTRACT

The purpose of this dissertation is to discuss the origins of a critical process in the North American economy before the subprime crisis, namely, the increasing debt of households. Considering that north-american economic “model” couldn’t be copied by any other country, the origins of the asymmetries within the international monetary system(s) are pursued in the Bretton Woods case, as well as, the development of the current international monetary pattern. Then the net-borrowing path of institutional macro sectors are presented as contributing factors containing strong evidence for one of the more significant and stylized facts of North American economy, i.e. the growing debt of primarily American households since the 1980s. Prior to this, spending, in general, was notably less than their annual income flow, resulting in a financial surplus. Beginning in the 1980s, this surplus had been gradually reduced due to an increasing indebtedness and, in the second half of the 1990s, a mounting deficit was introduced. It is argued that the causes of this indebtedness are alterations in income distribution (an increased concentration of income) and the process of financial deregulation and innovation, developed in the late 1970s. Considering that the latter has previously been explored in great detail, this particular examination explores the changes on income distribution pattern. Based on this perspective, it is concluded that the indebtedness does not come from families or households in general but, more specifically, from North American workers, who had to finance their spending through an on-going stagnation, or even deterioration, of the real wages at their disposal. Further, the direction of the North American economy after the crisis is evaluated in the contexts of these findings.

Key-words: household indebtedness; income concentration; subprime crises; USA.

ÍNDICE

Introdução	1
Capítulo 1. Os Estados Unidos no Sistema Monetário Internacional: Dólar e Balanço de Pagamentos.....	05
1.1. Dois esquemas simplificados de análise de balanço de pagamentos: Minsky e Kindleberger	06
1.2. Do após guerra à volta da conversibilidade europeia: o período de escassez de dólares	10
1.3. As fragilidades de Bretton Woods e a sua crise: 1959-1973	16
1.4. O novo papel do dólar: 1979-2008	21
1.5. Considerações finais	28
Capítulo 2. Endividamento das Famílias Norte-Americanas – Análise dos Macrossetores.....	29
2.1. Arcabouço teórico básico: a análise dos saldos financeiros	29
2.2. Tendência e Comportamento Cíclico dos Saldos Financeiros dos Macrossetores Institucionais da Economia Norte-Americana no Pós-Guerra: o caso do endividamento das famílias	34
2.2.1. Endividamento líquido das famílias	36
2.2.2. Endividamento líquido das empresas	42
2.2.3. Endividamento líquido do setor público.....	45
2.2.4. Endividamento externo líquido da economia americana.....	46
2.2.5. A inter-relação dos saldos financeiros: “déficits-gêmeos” e a conexão entre o saldo externo e o endividamento das famílias	47
Capítulo 3. Distribuição de Renda e Endividamento	53
3.1. Anos dourados e sua crise	54
3.1.1. Anos dourados: distribuição de renda, crescimento e emprego	54
3.1.2. A crise dos Anos Dourados e a restauração liberal-conservadora.....	57
3.2. Comparando os Anos Dourados (1948 – 1973) com o período 1980 – 2007: crescimento, emprego e distribuição de renda	61
3.2.1. Crescimento e emprego	61
3.2.2. Distribuição de Renda	64
3.3. Endividamento dos Trabalhadores	75
Considerações Finais	83
Referências Bibliográficas	87

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Capítulo 1

Gráfico 1.1: Evolução das contas do balanço de pagamentos americano– de 1970 a 1979	21
Gráfico 1.2: Evolução das contas do balanço de pagamentos americano – de 1979 a 1992	23
Gráfico 1.3: Evolução das contas do balanço de pagamentos americano – de 1992 a 2006	26

Capítulo 2

Gráfico 2.1: Endividamento Líquido dos Macrossetores (% PNB): 1947 – 2009	36
Gráfico 2.2: Endividamento Líquido das Famílias (% PNB): 1947 – 2009	37
Gráfico 2.3: Consumo e Renda Disponível das Famílias (% PNB): 1954 – 2009	38
Gráfico 2.4: Evolução do Consumo por Categoria (% PNB): 1954 – 2009	39
Gráfico 2.5: Investimento Residencial (% PNB): 1954 – 2009	40
Gráfico 2.6: Gasto Total e Renda Disponível das Famílias (% PNB): 1954 – 2009	41
Gráfico 2.7: Endividamento Líquido das Empresas (%PNB): 1954 – 2009	43
Gráfico 2.8: Investimento Empresarial, Renda Empresarial e Crescimento do PNB	44
Gráfico 2.9: Endividamento Líquido do Setor Público (% PNB): 1954 – 2009	45
Gráfico 2.10: Endividamento Externo Líquido (% PNB): 1954 – 2009	46
Gráfico 2.11: Endividamento Líquido das Famílias, do Governo e do Setor Externo (% PNB): 1954 – 2009	50

Capítulo 3

Gráfico 3.1: Relação entre a renda do decil mais rico e o decil mais pobre	56
Gráfico 3.2: Evolução dos Salários Reais por Trabalhador (1953 = 100)	56
Gráfico 3.3 – Percentual de Sindicalização e Cobertura de Acordos Coletivos (setor manufatureiro)	60

Gráfico 3.4: Taxa de crescimento real do PNB (ao ano) e Taxa média de crescimento do PNB por período – de 1945 a 2007	62
Gráfico 3.5: Taxa de Desemprego da Economia Norte-Americana: 1948 – 2009	63
Gráfico 3.6: Renda Anual Média e Mediana: 1947 – 2009.....	65
Gráfico 3.7: Variação da renda anual dos trabalhadores (por quintis de renda): 1947 – 1973	67
Gráfico 3.8: Variação da renda anual dos trabalhadores (por quintis de renda): 1973 – 2000	68
Gráfico 3.9: Variação da renda anual dos trabalhadores (por quintis de renda): 2000 – 2006	68
Gráfico 3.10: Participação na renda por Quintil em anos selecionados: 1947, 1973 e 2007	69
Gráfico 3.11: Evolução da renda do último decil e dos percentis 90 e 95: 1947- 2007.....	70
Gráfico 3.12: Evolução da renda dos percentis 95 e 99 – de 1947 a 2007	71
Gráfico 3.13: Renda Real Média dos Trabalhadores entre 1948 e 2007 (nível, 1948 = 100).....	72
Gráfico 3.14: Distribuição da renda familiar: índice de Gini, 1947 – 2009	73

ÍNDICE DE TABELAS

Capítulo 1

Tabela 1.1: Balancete estilizado do Balanço de Pagamentos 07

Tabela 1.2: Balancete estilizado do balanço de pagamentos: 1945 – 1959..... 14

Capítulo 3

Tabela 3.1: Distribuição Funcional da Renda 64

Tabela 3.2: Estoque de dívida das famílias em proporção a renda pessoal disponível 76

Tabela 3.3: Comportamento do consumo das famílias nos anos de recessão:
1974 – 2001 77

Tabela 3.4: Distribuição de renda (líquida de impostos) por famílias..... 78

Tabela 3.5: Percentual de famílias endividadas por grupos de renda (quintis) 79

Tabela 3.6: Principais tipos de dívidas das famílias em percentual da renda disponível, por grupos de renda..... 80

INTRODUÇÃO

Durante os anos 1990 houve um intenso e duradouro crescimento econômico nos Estados Unidos. Foram os anos das novas tecnologias de informação e comunicação, da *nova economia*, de baixa inflação, de enriquecimento acionário. Ou, nas palavras de um ex-presidente do banco central americano, foram anos de “exuberância irracional”. Depois de uma moderada recessão em 2001, logo foram retomadas elevadas taxas de crescimento, no período 2002-2007. Elogiou-se, à época, a resiliência da economia norte-americana (Greenspan, 2007). Depois dessa longa trajetória de crescimento, os EUA passaram a viver uma das maiores crises da sua história, cujo único precedente é a Crise de 1929, a maior crise do capitalismo até os dias de hoje. A crise atual iniciou-se em 2007, como uma crise financeira, surgida no sistema de financiamento imobiliário, para, logo depois, se espalhar para o resto da economia e para o mundo.

Analisando de um plano mais abstrato, a crise não pode ser vista como um acidente de percurso de uma trajetória de crescimento equilibrado, pois o capital é dotado de uma dinâmica contraditória. Como afirmam Tavares e Belluzzo:

“A expansão do capital não se processa em forma de ‘crescimento sustentado’. Tem ciclos de acumulação, de incorporação de progresso técnico, de valorização e desvalorização do capital financeiro, e de deslocamento espacial. A conquista de novos mercados, a incorporação de novos consumidores e a expansão da força de trabalho a taxas de exploração variável, são forças imanentes da concorrência capitalista. Suas contradições são expressas concretamente em termos de deslocamentos sociais e políticos, que geram crises periódicas no sistema.” (Tavares e Belluzzo, 2004: 112).

Como bem nos lembra Braga (2009), essa foi, provavelmente, a crise mais previamente anunciada de todo o pós-guerra. Não faltaram estudos apontando que a economia norte-americana estava se “afogando” em dívidas, questionando a sustentabilidade desse processo, do ciclo de preços de imóveis e do próprio crescimento econômico. O que surpreendeu de fato foi a extensão da crise, o montante de dívidas privadas acumuladas e o rastro deixado no sistema financeiro por essa ampliação do

crédito. Um dos processos que mais chamou atenção foi justamente o crescente endividamento das famílias. A dívida total destas, em proporção da renda pessoal disponível, aumentou de 72%, em 1980, para 140%, em 2006.

Já está mapeado e estudado na literatura econômica o que tornou *possível* tal elevação do endividamento das famílias: a desregulamentação e as inovações financeiras, que datam de fins dos anos 1960, mas se amplificaram e aprofundaram a partir dos anos 1970 e 1980, de forma que, no final da década de 1990, todo o sistema de regulação financeira engendrado no esteio do *Crash* de 29, a partir do *Glass-Steagall Act*, já estava desmontado (Braga e Cintra, 2004; Cintra e Cagnin, 2007b). A mudança na natureza do negócio bancário, a concorrência entre instituições bancárias e não-bancárias e as diversas inovações financeiras transformaram as operações de crédito junto às famílias em operações estratégicas para os bancos (Cagnin 2009a e 2009b; Cintra e Cagnin (2007b). Além disso, essa literatura mostra como os ciclos de ativos ampliaram a capacidade de endividamento das famílias, que se percebiam mais ricas.

Não foi dada, ainda, a devida atenção no *porque* das famílias terem se endividado tanto. É nesta lacuna deixada pela literatura que a presente dissertação se insere, objetivando contribuir para um melhor entendimento dos determinantes do processo de endividamento experimentado pelas famílias a partir da década de 1980. Entende-se que este determinante está relacionado com uma das contradições do padrão de crescimento econômico experimentado pela economia norte-americana nesse período: a crescente desigualdade na repartição dos benefícios gerados neste processo. Como veremos adiante, a renda real para grande parte dos norte-americanos estagnou desde os anos 1980. As famílias precisaram, portanto, endividar-se para financiar seus gastos, devido a essa situação de rendimentos estagnados.

O objetivo desta dissertação é, desta forma, analisar o crescente endividamento dos norte-americanos nas últimas décadas, tendo como hipótese que este recaiu com mais intensidade sobre os trabalhadores e não sobre as classes mais abastadas.

Buscaremos, no primeiro capítulo, entender a posição dos EUA no desenho geopolítico e econômico mundial e a sua atual capacidade de crescer sem apresentar restrições de balanço de pagamentos. Para compreender a origem e o funcionamento do

atual sistema monetário internacional, voltaremos ao imediato pós-guerra, para analisarmos a construção do sistema de Bretton Woods, sua estrutura, suas fragilidades e suas crises, e como os EUA se situavam dentro dele, através do seu balanço de pagamentos e do papel desempenhado pelo dólar. Parte-se do entendimento de que o avanço do endividamento das famílias norte-americanas só foi possível, em um contexto de crescente endividamento externo, devido à posição singular ocupada pelos EUA no atual sistema monetário internacional.

No capítulo seguinte, trata-se de proceder a uma análise de longo prazo, para todo o período do pós-guerra, dos macrossetores institucionais da economia norte-americana: famílias, empresas, setor público e setor externo. Com isso, objetiva-se destacar a particularidade do padrão de comportamento das famílias no período que se inicia na década de 1980. Justifica-se, dessa forma, o escopo e o corte temporal deste trabalho.

No terceiro capítulo, comparamos o perfil de distribuição de renda dos Anos Dourados (1947 – 1973) com o período atual que se inicia, como já dito, nos anos 1980. Para tanto, apresenta-se, em linhas gerais, o ambiente econômico que tornou possível o ciclo virtuoso de crescimento, geração de emprego e distribuição de renda que caracterizou o primeiro período e mostra-se como que na sua crise está a chave explicativa para o período seguinte. Em seguida, é feita uma comparação dos dois períodos, em termos de crescimento, emprego e geração de renda. Ainda neste capítulo, relaciona-se o novo perfil de distribuição de renda com o perfil de endividamento, ressaltando que este é maior nas classes menos abastadas, concluindo, pois, que o crescente endividamento recaiu sobre os trabalhadores, que não se beneficiaram do aumento da renda global.

Por último, os principais argumentos desse trabalho serão sintetizados na conclusão.

Cabe destacar o método aqui empregado, de recorrentemente debruçar-se sobre o passado para entender o tempo presente. Parte-se do princípio que as atuais estruturas, que o atual *modus operandi* da economia norte-americana são determinados historicamente e socialmente. Portanto, para se entender como se chegou ao atual estado de coisas, deve-se buscar entender sua história.

CAPÍTULO 1

OS ESTADOS UNIDOS NO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL: DÓLAR E BALANÇO DE PAGAMENTOS

A proposta deste capítulo é analisar a evolução do balanço de pagamentos dos Estados Unidos e as transformações do papel internacional desempenhado pelo dólar do imediato pós-guerra até a constituição do padrão monetário internacional contemporâneo. A atual configuração do sistema monetário e financeiro internacional (SMI) permite a economia norte-americana operar sem qualquer restrição externa, particularidade que coloca o país numa posição singular em relação ao mundo. Essa nova característica foi fundamental para o padrão de crescimento observado recentemente na economia que teve como um de seus traços distintivos o crescente endividamento das famílias norte-americanas.

O presente capítulo tem por objetivo apresentar o SMI como uma construção histórica, remetendo assim ao imediato pós-guerra para esclarecer a sua atual situação. Serão analisados os distintos momentos porque passou a economia internacional para mostrar como o SMI evolui de Bretton Woods e sua crise ao atual padrão dólar flexível, financeiro e fiduciário. Na primeira seção serão apresentados dois esquemas simplificados de balanço de pagamentos, baseados nos trabalhos de Minsky (1983) e Klindleberger (1987), que serão usados como base das análises das contas externas dos Estados Unidos ao longo deste capítulo. Na segunda seção será analisada a volta à conversibilidade no pós-guerra com a hegemonia do dólar após a conferência de Bretton Woods e a posição dos Estados Unidos no cenário internacional como financiador das economias debilitadas com a II Guerra Mundial e, portanto, aparecendo como credora líquida na economia internacional. Na terceira seção é analisado o fim do modelo de Bretton Woods, com a queda do lastro ouro-dólar, e a deterioração das contas externas dos Estados Unidos. A quarta seção avalia a reação do governo americano frente à crise dos anos 1970 com a reafirmação da centralidade do dólar no sistema monetário internacional. A consequência destas mudanças foi a consolidação da posição singular do país no SMI e a eliminação da sua restrição externa, logrando assim manter um crescimento econômico sem se preocupar com o

desempenho das contas externas. Na última seção são tecidas as conclusões sobre o capítulo.

1.1 Dois esquemas simplificados de análise de balanço de pagamentos: Minsky e Kindleberger

Nesta seção, exporemos brevemente os dois esquemas analíticos que serão utilizados para estudar a estrutura do balanço de pagamentos dos Estados Unidos. Um foi proposto por Minsky (1983) e serviu de base para análises posteriores do autor, mesmo não o explicitando claramente, como, por exemplo, em Minsky (1994). O outro foi proposto por Kindleberger (2007, original de 1987), usado, por exemplo, por Serrano (2002). Esses dois esquemas não são excludentes e, portanto, serão utilizados de forma alternada, de acordo com algum elemento que se queira explicitar.

O balanço de pagamentos simplificado proposto por Minsky vem do seu peculiar modo de ver o comportamento das unidades econômicas através dos seus fluxos de caixa. Assim, pensando para as relações econômicas internacionais, um endividamento em moeda estrangeira implica em pagamentos a serem feitos nesta moeda. Os recursos para se efetuar tais pagamentos podem ter quatro origens distintas.

- (i) Superávit na conta comercial
- (ii) Empréstimos
- (iii) Venda de ativos
- (iv) Estoque de dólares

Para fins da discussão sobre o sistema monetário internacional, podemos eliminar o quarto item, pois, de fato, nenhum país guarda dinheiro físico em suas reservas, mas sim ativos líquidos, em geral, títulos da dívida de curto prazo do governo que emite a moeda-chave do sistema. Assim sendo, superávit na conta comercial, empréstimos e venda de ativos são as maneiras relevantes de que um país dispõe para obter recursos monetários para cumprir seus compromissos financeiros.

Esses ativos podem ser caracterizados de dois modos: pela moeda em que estão denominados e pela sua maturidade (e conseqüente liquidez). Para Minsky (1983), olhando para o SMI do após guerra, a manutenção de reservas em ativos de curto prazo denominados em dólares por parte das autoridades monetárias estrangeiras e pelos bancos norte-americanos transnacionalizados era um elemento crítico para determinar o raio de ação do *Federal Reserve* (o banco central norte-americano, doravante *Fed*). A relação entre essas reservas e a demanda por ativos denominados em dólares por parte das instituições bancárias *off-shore*, assim como movimentos exacerbados de compra e venda desses ativos, influenciaria a taxa de juros norte-americana.

Empréstimos, por sua vez, refletem expectativas de rendas futuras. Para as finanças internacionais, isso significa conta corrente superavitária, ou, da maneira simplificada que expõe Minsky, conta comercial superavitária. Se o mundo se endivida pesadamente em dólares e, conseqüentemente, tem de pagar juros denominados nessa moeda, então tem de possuir um superávit comercial (em bens e serviços) grande o suficiente para obter os dólares necessários para efetuar tais pagamentos. Isto é, os EUA têm de “criar espaço” na sua pauta de importações, através de déficits, para gerar dólares o suficiente para o resto do mundo.

Para entender melhor essas relações, vamos analisar o balanço de pagamentos americano no pós-guerra, a partir de um balancete simplificado, que se trata de uma adaptação do proposto por Minsky (1983), e buscar entender o papel desempenhado pelo dólar.

Tabela 1.1 – Balancete estilizado do Balanço de Pagamentos

Balanço de Pagamentos	EUA	Resto do Mundo
I. Bens e Serviços	+	-
II. Juros e Dividendos	+	-
III. Transferências Unilaterais	+	-
IV = I+II+III. Transações Correntes	+	-
V. Capital de Longo Prazo	+	-
VI. Capital de Curto Prazo	-	+
VII = IV + V + VI. Balanço de Pagamentos	0	0

Fonte: Adaptado de Minsky (1983). Elaboração própria.

Os sinais positivos e negativos lançados no balancete são apenas ilustrativos. Uma conta que seja superavitária para os Estados Unidos, necessariamente será negativa para o resto do mundo. E, caso as 3 primeiras contas tenham um saldo agregado negativo, a conta de capital de curto prazo, que é a conta que garante o equilíbrio, será positiva. E vice versa.

Do ponto de vista de fluxo de caixas, uma unidade econômica tem de ser capaz de pagar seus custos a partir da suas receitas correntes. Do ponto de vista do balanço de pagamentos, a conta comercial deve ser superavitária para poder arcar com os compromissos de pagamentos de juros e dividendos.

O capital de longo prazo é o investimento externo direto e as negociações com títulos, bônus e ações, novos ou já existentes. O capital de curto prazo é o componente que garante o equilíbrio. Podem ser “crédito bancários”, ativos líquidos ou ouro. Ativos líquidos são a base das reservas em qualquer padrão monetário. Como afirma Kindleberger (2007), capital de curto prazo é a verdadeira moeda internacional.

Explicado em linhas gerais o esquema de Minsky, podemos passar ao de Kindleberger (2007)¹. Para tanto, parte-se da identidade básica de balanço de pagamentos:

$$X - M + RLX - VALP = VO + VACP$$

Em que X e M são as exportações e importações, respectivamente, de bens e serviços não-fatores – representado em (I.) na Tabela 1; RLX é a renda líquida enviada (ou recebida) ao exterior (II. e III.); e VALP é a variação dos ativos de longo prazo, ou seja, o saldo dos fluxos de capital de longo prazo (V.). Do outro lado da equação, VO é a variação do estoque de ouro e VACP é a variação de ativos externos de curto prazo, ou seja, o saldo do fluxo de capitais de curto prazo² (VI.).

O interessante deste esquema é que permite ver como as diferentes situações de balanço de pagamento implicam em ajustes com ou sem movimento de ouro³. Olhando do ponto de vista do país que emite a moeda-chave, enquanto seu saldo em transações correntes (IV.) for superavitário, ou pelo menos equilibrado, todo déficit de balanço de

¹ As siglas da equação de balanço de pagamentos serão usadas em português, conforme Serrano (2002).

² Notemos que um sinal negativo para as duas variáveis de fluxos de capital (VACP e VALP) significa saída de capital e um sinal positivo, entrada de capital.

³ Para análise convencional do Sistema Monetário Internacional, ver Triffin (1972).

pagamentos, que ocorreria caso os fluxos de capital de longo prazo fossem deficitários, pode ser equilibrado com entrada de capitais de curto prazo. Desta forma, o passivo externo líquido desse país não se alteraria. O aumento dos passivos de curto prazo no exterior seria compensado por um aumento dos ativos de longo prazo. A única alteração seria em relação às diferentes maturidades de ativos e passivos⁴. Ilustrando isso com as equações, podemos excluir as variáveis referentes às transações correntes:

$$(- VALP) = VO + VACP$$

Nesse caso, o ouro não precisa variar para que haja equilíbrio no balanço de pagamentos, portanto teremos:

$$VACP - VALP = 0$$

Vê-se, pois, que o país que emite a moeda-chave não precisa perder necessariamente suas reservas em ouro. E, como consequência, os demais países acumulam ativos de curto prazo em suas reservas, denominados nesta moeda.

Observemos o que acontece se houver déficits em transações correntes. Caso isso ocorra, teremos:

$$X - M + RLX < 0$$

Modificando equação de modo a deixar claro esse déficit:

$$X - M + RLX = VO + VACP + VALP$$

Assim, vemos que a variação do passivo externo líquido será positiva. Ou seja, mesmo que se evite a saída de ouro, este país estará captando no curto prazo mais do que investe a longo. Assim por mais que o ouro não se mova, seu direito de propriedade muda de mãos. Esse tipo de financiamento pode ter limites e, em algum momento, seus credores podem querer converter suas dívidas em ouro, pressionando o seu câmbio. E, se a paridade da divisa-chave com ouro for uma característica essencial das relações econômicas internacionais, esse sistema monetário internacional estará à beira de uma crise.

Vistos esses dois esquemas analíticos, podemos passar aos fatos históricos.

⁴ Essas diferenças de prazo levaram a proposições sobre o país que emite a moeda-chave funcionar como o “banqueiro do mundo”.

1.2. Do após guerra à volta da conversibilidade européia: o período de escassez de dólares

Como afirma Gowan (1999), o modo de produção capitalista não é condição suficiente para que haja um sistema monetário internacional. Este surge do fato político, e também econômico, de que existem Estados Nacionais distintos, com moedas distintas. E de que, dentro dos Estados Nacionais existem grupos que desejam fazer negócios com outros Estados, ou com outros grupos dentro desses. O primeiro sistema monetário internacional propriamente dito foi o padrão-ouro, que surgiu da imposição da supremacia britânica e de um acordo tácito entre os demais Estados. A Inglaterra havia determinado a paridade entre a libra esterlina e o ouro e os demais países que quisessem fazer parte deste SMI deveriam determinar uma taxa fixa de câmbio entre a sua moeda e a libra esterlina (e, conseqüentemente, ao ouro).

O caráter tácito desse SMI se deve a ausência de instituições formais supranacionais que o garantisse, tampouco haviam sido assinados tratados a esse respeito. Já o caráter impositivo emerge, pois, no século XIX, quando se constituiu tal padrão, não havia concorrentes a Inglaterra. Portanto, aqueles desejosos de fazer negócios com a *City* Londrina, principal praça financeira do mundo, e beneficiar-se dos investimentos ingleses, principal exportador de capitais, deveriam submeter-se às regras impostas por eles. Lembremos, por meio de Polanyi (1980), que a finança internacional era co-administradora do mercado de câmbio durante o padrão-ouro, junto aos Estados Nacionais e aos bancos centrais⁵. As regras mencionadas eram: taxas de câmbio fixas (e não reajustáveis), livre mobilidade de capitais e livre fluxo de comércio⁶. Por conseqüência, os países deviam alinhar suas políticas monetárias àquela praticada pelo Banco da Inglaterra. Como bem nos lembra Minsky: “Um corolário da integração financeira é a necessidade de convergência dos objetivos de política econômica dos Estados nacionais” (1994: 32). Desta forma, o mecanismo de ajuste do balanço de pagamentos dos países se dava pelo manejo da taxa de

⁵ “O padrão-ouro e o constitucionalismo eram os instrumentos que tornaram conhecida a voz da *City* de Londres em muitos países menores que adotaram esses símbolos de adesão à nova ordem internacional.” (Polanyi, 1980: 32).

⁶ Chang (2004) critica a interpretação de que houve, de fato, livre comércio.

juros e pelos movimentos internacionais de capitais, e não por variações no nível de preços, alterações na taxa de câmbio real e seus efeitos sobre a conta comercial⁷.

Se o SMI é filho da política e da economia e é expressão, portanto, das relações de poder entre os Estados Nacionais, nada mais simbólico, pois, que o sistema monetário prevalecente no pós II Guerra Mundial. Este não foi fruto de um acordo tácito, como fora o padrão-ouro, mas de um acordo explícito entre os países ocidentais, com data e local de nascimento: julho de 1944, Bretton Woods New Hampshire, Estados Unidos da América. Assim, pode-se afirmar que a conferência de Bretton Woods institucionalizou a sucessão de hegemonias: a Inglaterra perde protagonismo, para dar lugar aos Estados Unidos; sai a libra esterlina, firma-se o dólar como moeda internacional; o Banco da Inglaterra passa para o *Federal Reserve (Fed)* o ônus e os bônus de ser o responsável pelo manuseio do instrumento-chave de controle do SMI, a taxa de juros de curto prazo. Mais do que isso, a economia norte-americana passa, também, a ser o prestador (e gastador) de última instância e fornecedor de liquidez, crédito e investimento externo direto (IED) (Belluzzo, 1997). Isso também pode ser exemplificado pela proeminência nos debates de Bretton Woods dos representantes dos EUA e da Inglaterra: Dexter White e John Maynard Keynes, respectivamente.

Ainda com os acontecimentos econômicos dos anos 1920 e 1930 muito frescos na memória, os EUA e a Inglaterra se reuniram na mencionada conferência de Bretton Woods para determinar qual seria a arquitetura do sistema monetário internacional. Foi decidido nessa conferência que as taxas de câmbio seriam fixas, porém ajustáveis. A razão de taxas fixas foi a lembrança dos anos 30, em que os países, como tentativa de sair da crise econômica da Grande Depressão sem precedentes que os assolava, passaram a fazer desvalorizações competitivas. Com todos os países tomando esse tipo de medida, o ambiente econômico internacional dos anos 30 tornou-se ainda mais instável. As taxas deveriam ser ajustáveis de acordo com desequilíbrios fundamentais da economia. Caso houvesse esses “desequilíbrios fundamentais”⁸, a taxa de câmbio deveria ser reajustada

⁷ Ver Triffin (1972).

⁸ É interessante notar que nunca foi definido o que seriam esses “desequilíbrios fundamentais”.

para tornar conciliáveis os dois objetivos de política econômica, quais sejam, o equilíbrio externo e o equilíbrio interno (alto crescimento, alto emprego e baixa inflação).

A divisa-chave do sistema era o dólar, que tinha uma paridade fixa com o ouro. O sistema estava ancorado no ouro como reserva, porém, na prática, os contratos estavam denominados em dólar e os países, em geral e com exceção dos próprios Estados Unidos, acumulavam dólares e ativos denominados em dólares, e não ouro.

O tema-chave do pós-guerra era o crescimento econômico, a manutenção de elevados níveis de emprego e a reconstrução européia, devastada pela II Guerra Mundial. Para se alcançar tais objetivos, era necessária a participação ativa dos Estados Nacionais nas economias, através, por exemplo, da coordenação das políticas econômicas (monetária e fiscal). A autonomia da política monetária, necessária para tanto, só era possível, em um cenário de taxas de câmbio fixas, com a presença de restrição à mobilidade internacional de capitais. Esta era mais umas das características básicas do regime de Bretton Woods.

Além disso, este regime tinha uma institucionalidade própria. Foram criados o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial (BIRD, na sigla em inglês) e uma tentativa de uma organização mundial de comércio, que não vingou, havendo apenas um Acordo Geral sobre Comércio e Tarifas (GATT, na sigla em inglês). O FMI era o responsável por monitorar a economia mundial, para evitar que os países implementassem políticas econômicas que desestabilizassem o sistema internacional, e conceder empréstimos para países que sofressem de problemas temporários de balanço de pagamentos. Caso os problemas fossem persistentes, esses países deveriam reajustar as taxas de câmbio, sob supervisão do Fundo. Já o BIRD deveria atuar na reconstrução da Europa, mas, desde o princípio, desempenhou um papel secundário.

Com as informações em tela, já podemos ver como funcionava o ajuste de balanço de pagamento dos países. No caso de desajustes estruturais, as taxas de câmbio deveriam ser realinhadas, com autorização prévia e supervisão do FMI. Em caso de desajustes entendidos como conjunturais, os países receberiam um financiamento do FMI, com a condição de que corrigissem a política macroeconômica, pois esta deveria ser a responsável pelo mencionado desequilíbrio. Na prática, veremos que não foi bem assim. Divisas-chave, como a libra, tinham suas paridades sustentadas, às vezes, pelos Estados Unidos. E os

países centrais, em geral, evitavam desvalorizar suas moedas, pois dada a necessidade de aviso prévio ao FMI e a autorização do mesmo, tal ação poderia ser interpretada como sinal de fragilidade externa e incapacidade de manejar de forma correta sua política macroeconômica (Eichengreen, 1996).

Como afirmam Baer *et al.* (1995), o acordo de Bretton Woods institucionalizou a hegemonia americana, ao criar um sistema monetário internacional em que o dólar era o ativo de reserva e desempenhava o papel de referencial internacional. Assim, a política monetária americana tornou-se responsável pela gestão monetária e financeira mundial.

Esclarecidas essas questões preliminares, podemos examinar mais claramente o balanço de pagamentos dos Estados Unidos no pós-guerra.

No imediato pós-guerra, os Estados Unidos emergem como única potência industrial, dado que Japão e Europa estavam devastados pela guerra. Esses países tinham ampla necessidade de importação, não apenas de bens básicos para a sua população, mas de equipamentos de capital para reformar sua infraestrutura de produção e iniciar a sua reconstrução econômica. E, enquanto não houvesse recuperação industrial, não teriam capacidade de exportação. Além disso, quase não possuíam reservas internacionais. Ou seja, não tinham como pagar pelas tão necessárias importações.

Os Estados Unidos eram o único país industrializado não atingido pela guerra e, ainda mais, sua produção industrial e agrícola aumentou significativamente durante esta época. Havia, ainda, uma necessidade de exportar para manter o crescimento da renda e o alto nível de emprego, dado que o fim da mobilização militar implicou a redução do gasto público. Em 1946 e 1947, por exemplo, os EUA tiveram um grande excedente comercial (Moffitt, 1984: 25 - 26). Nesse contexto, de necessidade de recuperação da capacidade produtiva européia, cabia aos EUA serem superavitários na conta comercial, pois a Europa tinha ampla necessidade de importações de todas as espécies – sua produção estava completamente desestruturada. Assim sendo, retomando o balancete estilizado na Tabela 1, podemos lançar um sinal positivo na conta comercial norte-americana.

Por outro lado, era preciso uma fonte de financiamento para a reconstrução da Europa. O Banco Mundial, que foi criado para tanto, teve, desde o berço, um papel secundário (pelo baixo volume de recursos disponíveis). O que veio a suprir essa lacuna foi

o Plano Marshall, implementado pelos EUA, que fez vultosos aportes financeiros à Europa. Devemos ter em mente, é claro, que não se tratou de benevolência norte-americana, nem um mero cumprimento da máxima “não se faz negócios em mundo de pobres”. O Plano tinha uma motivação geopolítica fundamental: a Guerra Fria que se iniciava. Tratava-se, portanto, de recuperar a Europa para evitar que o comunismo crescesse em importância nesses países. Entre 1948 e 1952 os Estados Unidos doaram US\$ 11,6 bilhões e emprestaram US\$ 1,8 bilhões aos países europeus (Solomon, 1979), mais do que gastaram o FMI e o Banco Mundial juntos (Moffitt, 1984: 26). Estes fatos, representados no balancete, significam o lançamento de um sinal negativo na conta de transferências e de capital de longo prazo.

É importante se ter em mente que as transferências e o capital de longo prazo mais que compensavam o superávit de bens e serviços, de modo que os EUA equilibravam seu balanço de pagamento com a entrada de capital de curto prazo. Esse capital de curto prazo tomou a forma de saldos bancários e títulos do Tesouro americano detidos por não residentes. Esses títulos formaram as reservas dos bancos centrais dos demais países e, por consequência, formaram as reservas dos sistemas bancários estrangeiros.

Tabela 1.2 – Balancete estilizado do balanço de pagamentos: 1945 – 1959

Balanço de Pagamentos	EUA	Resto do Mundo
I. Bens e Serviços	+	-
II. Juros e Dividendos	0	0
III. Transferências Unilaterais	-	+
IV = I+II+III. Transações Correntes	+	-
V. Capital de Longo Prazo	-	+
VI. Capital de Curto Prazo	+	-
VII = IV + V + VI. Balanço de Pagamentos	0	0

Fonte: Adaptado de Minsky (1983). Elaboração própria.

Alternativamente, utilizando o modelo de Kindleberger, pode-se perceber que os EUA possuíam um superávit em transações correntes e, portanto, a importação de capital de curto prazo era menor que a exportação de capital de longo prazo. Os EUA eram, pois, credores líquidos do resto do mundo e não sofriam alterações nas suas reservas em ouro.

Como bem definiu Minsky (1983), esse era um regime de benefícios mútuos. A conta comercial superavitária garantia emprego, lucro e crescimento para a economia norte-americana; as transferências e o capital de longo prazo ajudavam a reconstrução européia e o endividamento de curto prazo americano fornecia a base das reservas dos bancos centrais do resto do mundo.

A exportação de capital norte-americana gerou um fluxo de juros e dividendos para os EUA. Isso, em um contexto de superávits comerciais, requeria maiores investimentos de longo prazo, mais transferências unilaterais e uma menor importação de capital de curto prazo. O significado disso seria um menor acúmulo de reservas por parte dos países europeus, o que implicaria a continuação da situação de escassez de dólares, limitando o desenvolvimento das relações econômicas internacionais. O que de fato aconteceu foi que os Estados Unidos apresentaram em diversos anos déficits globais de balanço de pagamentos, gerando liquidez para o resto do mundo, mas sem apresentar déficits em transações correntes sistemáticos, ou seja, sem fragilizar o papel internacional do dólar.

Foi neste contexto que os países europeus se mobilizaram para a criação da União Européia de Pagamentos. Essa instituição funcionava com uma caixa de compensação do comércio entre os países europeus, para que não houvesse necessidade de usar o dólar em cada transação. E, adicionalmente, passaram a discriminar contra importações da zona dólar (EUA e todos que usavam dólares como meio internacional de pagamento). Além disso, os EUA forçaram a desvalorização das principais moedas dos países europeus, de modo a aumentar sua competitividade externa. Em 1949, a desvalorização dessas moedas foi, em média, de 30% (Eichengreen, 1996).

Para os Estados Unidos, a questão que se apresentava era a possível emergência de uma estrutura de balanço de pagamentos, que não lhe permitiria conciliar os objetivos internos e externos de sua política econômica, quais sejam a necessidade de se manter a

estabilidade internacional e o crescimento da renda nacional e a manutenção de um elevado nível de emprego. Nesse momento, anos 1950, esse risco ainda não havia se manifestado.

Do ponto de vista do modelo de Kindleberger, os EUA tinham déficits globais de balanço de pagamentos, mas eram superavitários em transações correntes, assim garantiam liquidez para o resto do mundo, sem por em risco o papel dólar como moeda internacional. Além disso, suas importações representavam um empuxo de demanda efetiva para as economias européias. Em 1959, os países europeus já haviam acumulado reservas, aumentado sua produção industrial e suas exportações, conseguindo manter uma situação próxima ao pleno emprego. Este ano marcou a volta à conversibilidade desses países e o fim da escassez de dólares.

As reservas mundiais aumentaram nesse período em US\$ 7 bilhões através de dívidas de curto prazo, com os EUA incorrendo em déficit de US\$ 1,1 bilhões em média, por ano, de 1949 a 1959 (Solomon, 1979). Como a quantidade de ouro monetário global pouco aumentou, vemos que isso se deu graças ao acúmulo de dólares, ou, mais precisamente, de ativos denominados em dólares. Assim os Estados Unidos criaram dinheiro para o resto do mundo, aumentando suas obrigações com o resto do mundo.

O dólar, moeda crédito desde o início (Guttman, 1994), concretizou-se, pois, como moeda de reserva do sistema monetário internacional de Bretton Woods. Até um autor conservador como Eichengreen, pôde perceber uma característica básica desse regime monetário: *“the postwar monetary regime was an asymmetric system in which the United States and the dollar played exceptional roles”* (Eichengreen, 1996: 107).

1.3 As fragilidades de Bretton Woods e a sua crise: 1959-1973

Nos anos 1960, a situação de balanço de pagamentos nos EUA se deteriora continuamente. Por conta do sucesso da reconstrução européia, em 1971, pela primeira vez em décadas a economia norte-americana apresenta déficit comercial (Moffitt, 1984), que, neste mesmo ano, transformam-se em déficits em transações correntes⁹. Além disso, até os

⁹ Este déficit em transações correntes foi episódico. Os EUA só passaram a apresentar déficits em transações correntes sistemático nos anos 1980.

capitais de curto prazo começam a migrar em direção ao mercado de *eurodólares*¹⁰. Essa saída se deu porque este mercado de divisas era *off-shore* e, portanto, desregulado. Desta forma estava, efetivamente, fora do espaço econômico dos EUA e fora da regulação de qualquer das autoridades monetárias de qualquer país. Enquanto isso, nos EUA vigorava um teto para taxas de juros (denominado *regulation Q*), que limitava os ganhos possíveis do capital financeiro. Essa saída de recursos financeiros acima mencionada foi possível, em um ambiente de controles de capital, pela internacionalização do capital, produtivo e bancário, norte-americano. Adicionalmente, essas empresas passaram a reter saldo em dólares no exterior, ampliando as operações do euromercado.

Nesse contexto, em que o volume de dólares no mundo, fora do controle do *Fed*, aumenta enormemente graças às operações de crédito no euromercado, começam especulações contra o dólar, no mercado privado de ouro, em Londres. Esses movimentos especulativos tomam a forma de aumento do preço do ouro e conseqüentemente pressionam para a desvalorização do dólar. Para mitigar essas pressões, os EUA começam a vender ouro no mercado privado para estabilizar seu preço. O controle do preço do ouro era fundamental, pois as autoridades monetárias dos outros países poderiam ter ganhos de arbitragem trocando suas reservas em dólares junto aos EUA, pela taxa oficial, e revendendo no mercado livre (Eichengreen, 1996).

Tem de se ter em mente, também, que, para os formuladores de política econômica, nesse momento, a alteração da paridade do dólar com o ouro era inimaginável, pois se pensava que desestabilizaria o SMI. Portanto, eram válidos os custos da intervenção neste mercado.

Estas intervenções no mercado privado de ouro deram origem ao *pool* do ouro (Moffitt, 1984). Este foi formalizado em 1961, através de um acordo dos EUA e mais sete países. Assim, alivia-se o peso sobre os EUA, pelo compromisso dos demais bancos centrais de não converterem suas reservas em dólares e de todos efetuarem aportes de ouro nesse mercado privado, a fim de estabilizar seu preço. Inglaterra, Suíça e os países da comunidade européia contribuíram com 40% do ouro vendido no mercado londrino. Porém,

¹⁰ Cabe lembrar que a origem do mercado de eurodólares está nos depósitos em dólares feitos pela União Soviética, particularmente em bancos ingleses, tentando, pois, evitar um confisco de suas reservas em um eventual conflito armado com os EUA.

como os Estados Unidos não pareciam propensos a ajustar seu balanço de pagamentos – que, para não alterar a paridade dólar-ouro, deveria ser feito através de medidas recessivas – os países europeus estavam cada vez menos dispostos a sustentar a posição do dólar. Em 1967, a França¹¹, de acordo com a sua posição histórica contrária a um SMI apoiado em uma divisa de um país, saiu do *pool* do ouro. Com o fim deste arranjo, foi criado o sistema em duas camadas (*two tiers sytem*), em que o preço privado do ouro poderia subir, mas continuaria constante para transações oficiais, entre autoridades monetárias.

Para analisar essa trajetória de fragilização do dólar, devemos olhar, também, para o que estava ocorrendo com a outra divisa de reserva, a libra. Os anos 1960 na Inglaterra foram marcados por uma política de *stop and go*, pois, dada a taxa de câmbio prevalecente, havia uma contradição entre o equilíbrio interno e o externo. O crescimento econômico levava a uma fragilização do balanço de pagamentos inglês e, para equilibrá-lo, tomavam-se medidas restritivas que minavam o crescimento econômico. Mas não apenas a política econômica era importante para evitar crises externas, como a ajuda externa também o foi.

Foi cogitado, ainda nos anos 1940, tornar a libra conversível e flutuante, mas essa proposta foi recusada, pois tinham receio de que a sua flutuação fosse instável, com consequência sobre a taxa de inflação e de emprego. De fato, experimentou-se por um mês a conversibilidade da libra (julho de 1947), o que provou ser um fracasso (Mazzucchelli, 2011: 56). Além disso, os EUA tinham clareza de que a libra era a última linha de defesa do dólar. E assim, temiam que os efeitos de uma possível desvalorização da libra contaminassem o dólar, aumentando as pressões sobre sua moeda. Portanto, os Estados Unidos capitanearam a defesa da moeda inglesa, enquanto foi possível, emprestando recursos financeiros e incentivando os demais países europeus a fazerem o mesmo. Porém, em 1967, a libra desvalorizou (Solomon, 1979).

Nesta situação, o debate sobre uma reforma monetária internacional floresceu. Os países europeus, mais fortes economicamente depois da sua rápida reconstrução, não queriam mais um sistema monetário internacional assimétrico, em que a moeda de um país desempenhasse o papel de divisa-chave. Além disso, os EUA não podiam, dentro das regras de Bretton Woods, desvalorizar o dólar, e seus aliados não queriam suportar o peso do

¹¹ De acordo com Moffitt (1984), a França sabotou o *pool*, acumulando ouro, o que levou os EUA a não cessarem as intervenções no mercado privado.

ajuste do dólar através de valorizações das suas moedas. Assim sendo, (re) surgiu a proposta por uma moeda verdadeiramente internacional, os Direitos Especiais de Saques (ou *Special Drawing Rights*, SDR, na sigla em inglês). Os Estados Unidos vetaram essa proposta, pois significaria reintroduzir a restrição externa na economia americana, o que ia contra o objetivo perseguido por diferentes governos americanos¹².

Já a França tinha a proposta de uma volta ao padrão-ouro, atrelada a sua posição usual de manter grandes partes das suas reservas em ouro. Entretanto, uma volta a este padrão, além de reforçar a restrição externa da economia norte-americana, aumentaria o poder dos países produtores de ouro, sendo o maior deles a União Soviética. Não era do interesse dos Estados Unidos, no meio da Guerra Fria, aumentar o poder desse país, em particular.

Nesse contexto, parecia estar ocorrendo em toda sua plenitude o problema apontado por Triffin. Os déficits de balanço de pagamentos dos Estados Unidos eram cruciais para garantir a liquidez necessária para a expansão da economia mundial. Porém, esses déficits aumentavam a relação dólares/reservas em ouro, gerando um problema de que se ocorresse uma corrida em direção ao ouro, os EUA não teriam reservas o suficiente para atender a todos, sendo obrigados a desvalorizar sua moeda.

Já Serrano (2002) aponta que o dilema de Triffin não seria o verdadeiro dilema enfrentado pela economia norte-americana. Este, para ser verdadeiro, dependeria de uma hipótese “monetarista” sobre o sistema monetário internacional, qual seja, a de que a velocidade de circulação do ouro fosse constante, já que a oferta de ouro crescia muito mais lentamente do que o volume demandado pelas relações econômicas internacionais. Serrano afirma que de fato ocorria o “dilema de Nixon”. Por um lado, a economia americana perdia competitividade externa, como pode ser visto pelos seus déficits comerciais, o que aumentava seu passivo externo. Por outro, não poderia desvalorizar o dólar em relação ao ouro, dentro das regras de Bretton Woods, sem comprometer sua posição internacional. Não devemos esquecer que a alternativa de ajustar o balanço de pagamentos por meio de

¹² É interessante notar, que os formuladores de política econômica dos EUA tinham clareza da necessidade de se liberar da restrição de balanço de pagamentos para fins de melhor operação da política econômica visando às necessidades domésticas da economia norte-americana. Nas discussões internas do governo Kennedy, o debate ia na direção de se pensar em mudanças do sistema monetário internacional de modo a “liberar instrumentos políticos internos nos Estados Unidos que pudessem ser mais dinamicamente utilizados no combate à recessão” (Solomon, 1979: 59).

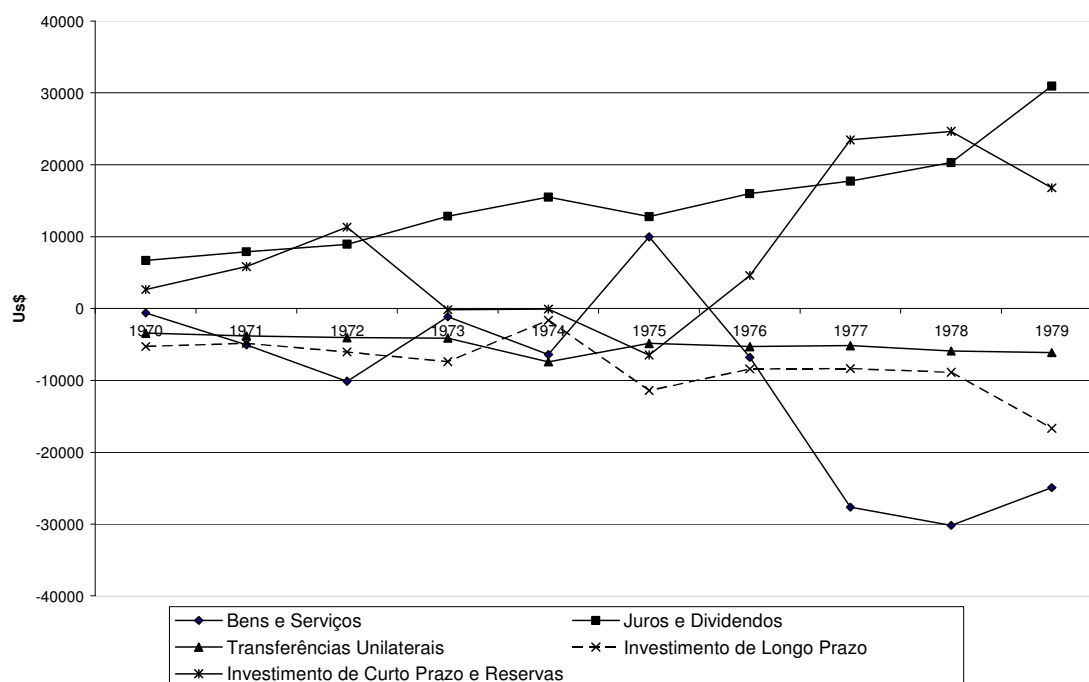
políticas recessivas, para reduzir o déficit comercial, e manter a taxa de câmbio nominal, nunca foi levada em consideração seriamente pelo governo norte-americano, pois a prioridade da política interna era justamente garantir o crescimento e elevados níveis de emprego.

Como os países europeus se recusavam a fazer um movimento coordenado de valorização de suas moedas, a solução encontrada pelo governo Nixon foi, em 1971, fechar a *gold window*, suspendendo a conversibilidade do dólar, e sobretaxar em 10% todas as importações americanas. Esse movimento tinha como objetivo desmonetizar o ouro, retirando o seu papel de ativo de reserva do sistema monetário internacional. E, em 1973, iniciou a flutuação do dólar, enterrando de vez o sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods, para assim o dólar poder desvalorizar e aumentar a competitividade externa da economia norte-americana.

O período 1973-1979 foi turbulento para a economia internacional. Além desses movimentos descritos, de ruptura do SMI vigente, em 1973 ocorreu o primeiro choque do petróleo, que proporcionou brutal aumento de preço dessa *commodity*, com conseqüências recessivas e inflacionárias para as economias, em geral.

Como se pode observar no Gráfico 1.1 a seguir, o saldo de comércio exterior norte-americano, que havia se recuperado ligeiramente em 1973, reduz-se um pouco mais e, a partir de 1974, aumentam as exportações de capital de curto prazo. Isso é em parte explicado pela nova situação de inconvertibilidade e flexibilização das taxas de câmbio, que ensejou ondas especulativas, em um momento de expansão da liquidez internacional, pela expansão do volume de recursos financeiros no mercado *off-shore* de *eurodólares*. Com o aumento do preço do petróleo, houve uma redistribuição de renda no plano internacional dos países consumidores de petróleo para os países produtores. Estes últimos foram reciclar seus excedentes financeiros justamente nos mercados desregulados de *eurodólares*, dando origem aos chamados *petrodólares*. Além disso, a relativamente baixa taxa de juros americana, assim mantida para propiciar a desejada desvalorização do dólar, incitou a especulação com *commodities* em geral – além do já mencionado petróleo (1973/74), matérias primas e alimentos.

Gráfico 1.1: Evolução das contas do balanço de pagamentos americano – de 1970 a 1979



Fonte: FMI. Elaboração própria

Dentro desse contexto turbulento dos anos 1970, em 1979 ocorre um novo choque do petróleo. Ao final dessa década, a economia mundial chega altamente instável, com inflação crescente e baixo crescimento.

1.4 O novo papel do dólar: 1979-2008

Em 1979, a “reliquia bárbara”, como Keynes chamava o ouro, já estava definitivamente expurgada do sistema monetário internacional. A operação engendrada no período 1971-1973 fora um sucesso neste sentido. Entretanto, a posição internacional do dólar como moeda de reserva internacional estava comprometida (Teixeira, 2000), apesar de continuar a exercer a função de meio internacional de pagamentos e de unidade de conta (as *commodities*, por exemplo, seguiam precificadas em dólar). Persistia uma crise de confiança no dólar, fruto de seguidos déficits globais de balanço de pagamentos,

engendrando uma especulação contra o dólar, o que enfraquecia ainda mais seu papel com padrão monetário internacional (Braga e Cintra, 2004).

Os bancos centrais diversificavam as suas reservas, reduzindo a participação de ativos denominados em dólar, e os gestores privados de riqueza recompunham seus portfólios, especulando com outras moedas e ativos reais. Além disso, o sistema bancário americano, que tinha progressivamente se liberado do controle do *Fed*, realizava suas operações financeiras no circuito *off-shore* de dólares, devidos às relativamente baixas taxas de juros prevalecentes nos Estados Unidos, que, com a aceleração da inflação, implicava taxas de juros reais negativas.

Nessa situação de fragilidade do dólar, o debate sobre uma nova arquitetura monetário-financeira internacional ganhou ainda mais força. Esse debate progrediu na direção de se eliminar o dólar como divisa-chave do sistema monetário internacional e torná-lo apenas mais uma moeda. O significado disso seria reintroduzir a restrição de balanço de pagamentos dos EUA, impondo limites à gestão das suas políticas macroeconômicas, monetária, fiscal e cambial. Era isso que indicava a reunião mundial do FMI, em Belgrado, em setembro de 1979.

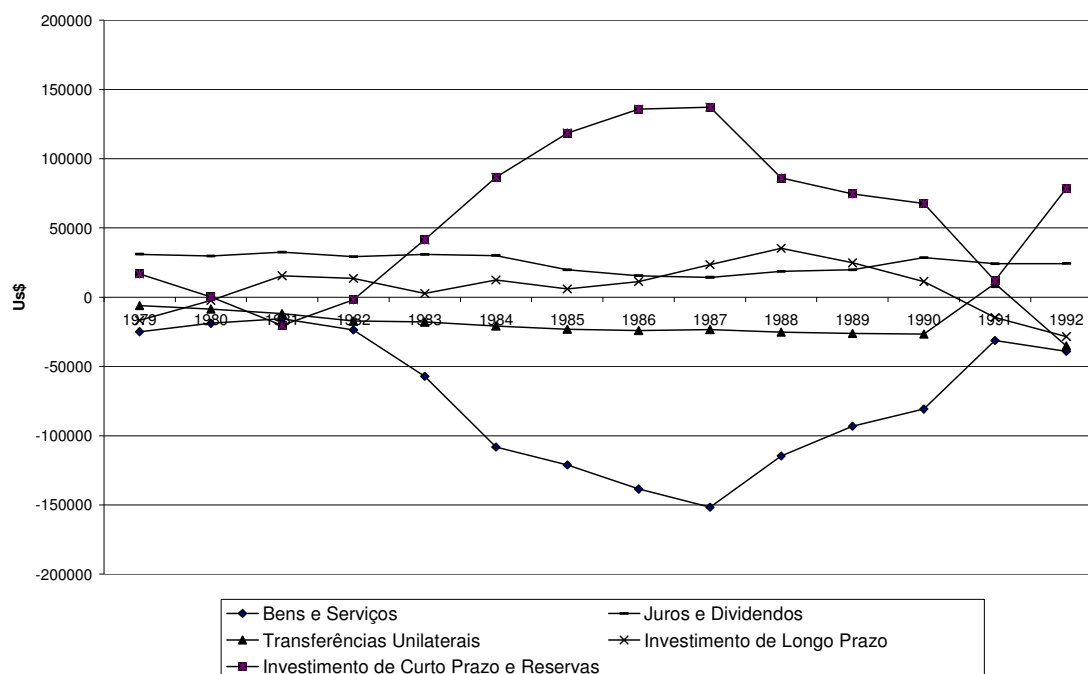
O então presidente do *Federal Reserve*, Paul Volcker, percebendo o significado das modificações propostas, proporcionou uma reviravolta na política econômica norte-americana, sob a forma de um “choque monetário-financeiro” (Braga e Cintra, 2004: 265), iniciando a chamada “diplomacia do dólar forte” (Tavares, 1997). Alterou a condução da política monetária, passando a controlar os agregados monetários, em vez da concepção usual de controlar a taxa de juros de curto prazo, e provocou um forte aumento das taxas de desconto praticadas pelo *Fed*. Isso implicou um duplo movimento, com um único objetivo: restaurar a centralidade do dólar no sistema monetário internacional. O duplo movimento consistia em atrair todos os capitais do mundo para os EUA, forçando uma valorização da moeda americana, e re-enquadrar os seus parceiros comerciais (Alemanha, França e Inglaterra), que especulavam contra o dólar, e o grande capital norte-americano¹³, que havia se espalhado por todo mundo e abandonado suas posições em dólares para especular com

13 Sobre o tema de reenquadramento dos “sócios capitalistas” e do capital norte-americano que se transnacionalizava, ver o texto clássico de Tavares (1997).

ativos reais e outras divisas.¹⁴ Essas grandes corporações haviam transferido sua demanda por crédito para suas agências no exterior, escapando assim da regulamentação do *Fed* e dos efeitos da sua política monetária.

A disputa entre o *Fed* e os gestores de riqueza líquida se estendeu por cerca de quatro meses (Teixeira, 2000), quando finalmente foi vencida pelo primeiro. Esta vitória não foi imune de conseqüências. A migração massiva de capitais de curto prazo para os Estados Unidos acabou com a liquidez do euromercado, implodindo-o. Essa contração de crédito, associada à elevação do patamar das taxas de juros internacionais, impediu a rolagem das dívidas dos países, em especial da periferia latino-americana e do bloco socialista, e ampliou os custos financeiros das mesmas. Entretanto, tamanha foi a violência do choque de juros, que inclusive o fluxo de capitais de longo prazo reverteu, passando a ser atraído para os EUA. Os EUA passam, pois, de credores líquidos a devedores líquidos do resto do mundo, em 1988/9, como indicado pelo Gráfico 1.2 abaixo.

Gráfico 1.2: Evolução das contas do balanço de pagamentos americano – de 1979 a 1992



Fonte: FMI. Elaboração própria

¹⁴ Este movimento também serviu para enfrentar a indisciplina do mundo do trabalho. Este ponto será melhor analisado no capítulo 3.

Esta importação de capital de curto prazo significou um enorme aumento da dívida pública norte-americana. Devemos lembrar que o cenário onde esta trama se desenrola é o do golpe (final) na União Soviética pretendido pela administração Reagan, realizado por meio de elevação dos gastos públicos militares, causando, inclusive, déficits fiscais. Essa dívida pública crescente, além de permitir o financiamento externo da economia americana e a valorização do dólar, serviu para melhorar a composição das carteiras dos bancos que haviam se enredado nos empréstimos dos países periféricos, já mencionados. Assim, esses bancos trocavam essa dívida de baixa qualidade, pela dívida de maior qualidade, a dívida pública americana. Esta, sendo interna ou externa, tinha risco zero de *default*, pois era paga em dólar, moeda emitida pelo Estado norte-americano, agora sem lastro, sem compromisso de conversibilidade em coisa alguma (ouro) fora do controle dos EUA. Como afirma Tavares (1997: 35), a dívida pública americana se tornou, de fato, o principal elemento de estabilidade do mercado monetário e de crédito internacional.

Neste ponto podemos verificar como se operam as condições de liquidez do sistema mundial, através da estrutura do balanço de pagamentos do país que emite a moeda-chave. Lembrando do balanço de pagamentos estilizado de Minsky (1983), observamos que o resto do mundo se torna deficitário em pagamentos de juros e dividendos. Os Estados Unidos são “forçados”, então, a incorrer em maiores déficits comerciais para gerar dólares para o resto do mundo. Neste caso, foi a conta comercial “fluida” para se ajustar aos rígidos pagamentos de juros, determinados contratualmente. Isso está claro no Gráfico 2, onde podemos visualizar que foram constantes os superávits em juros e dividendos e crescente o déficit comercial norte-americano.

Esse movimento de consolidação do dólar como moeda internacional impetra os *Treasury bills* (títulos do Tesouro norte-americano) como ativo líquido de última instância, impondo-os aos detentores de excedentes em dólar (Tavares e Belluzzo, 2004: 125). E os EUA livram-se em definitivo da conversibilidade do dólar em ouro, atraindo capitais para o seu mercado, mesmo quando posteriormente passam a praticar taxas de juros mais moderadas, fenômeno acentuado nos anos 1990, na gestão de Alan Greenspan no *Fed*.

Na segunda metade dos anos 1980, arrefece a política do dólar forte, que começa a se desvalorizar, apoiada na coordenação das políticas macroeconômicas, sob o comando

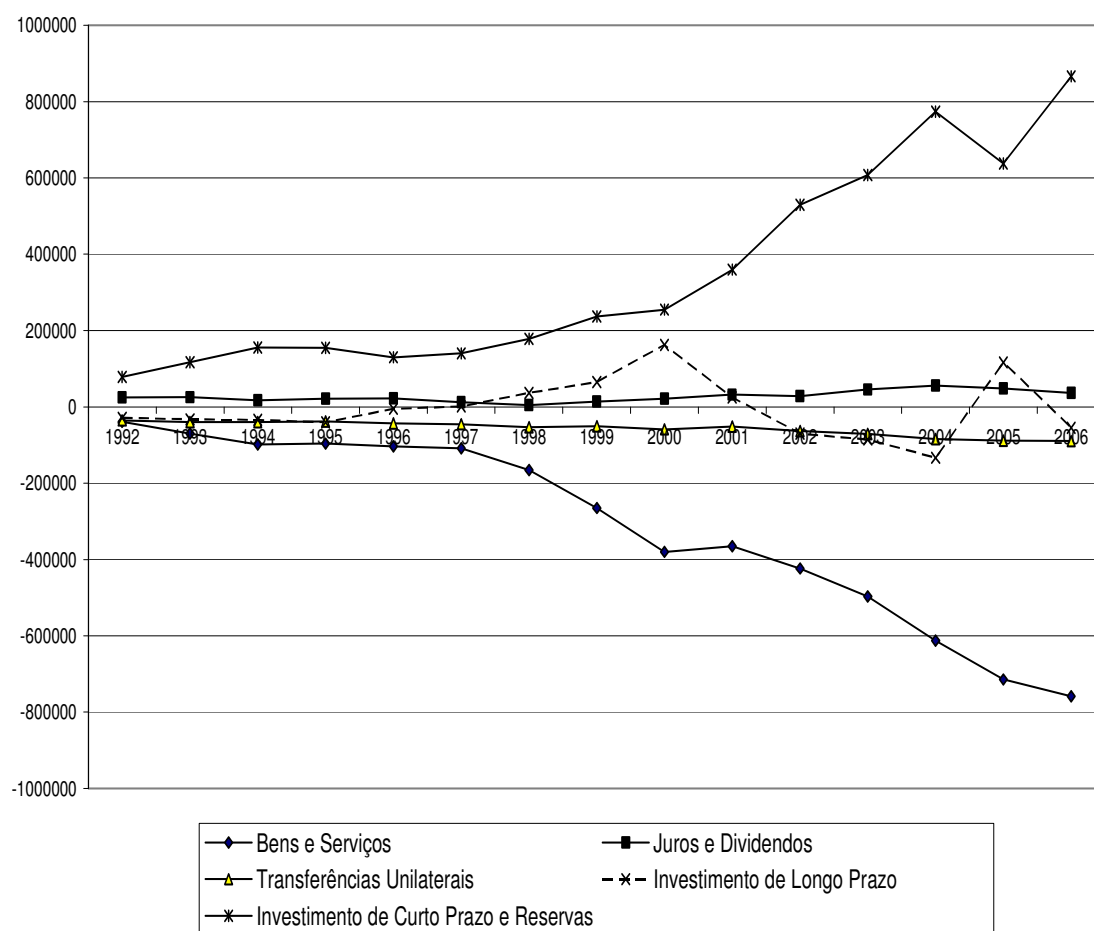
norte-americano, consubstanciada nos acordos do Plaza (1985) e do Louvre (1987). Dada essa desvalorização e a queda da rentabilidade dos títulos públicos americanos, devido à reduzida taxa de juros do *Fed*, em conjunção com as inovações financeiras que vinham acelerando desde os anos 1970, esses títulos públicos deixam de ser ativos de rentabilidade primária e passam a lastrear o movimento de securitização, que se desenvolve depois da liberalização dos mercados financeiros, que tem como marco o *big bang* da *City* londrina (1986).

Agora, os EUA podem controlar a paridade do dólar com as demais moedas, simplesmente através do manuseio da sua taxa de juros, sem temer uma fuga da sua moeda. Quando o dólar se desvaloriza, os demais países perdem competitividade em relação aos EUA e os efeitos inflacionários são mínimos para a economia americana, pois os preços das *commodities* (petróleo, inclusive) são denominados em dólar. Por outro lado, quando o dólar valoriza, apesar dos EUA perderem competitividade externa, não há problemas de restrição externa e não precisam se preocupar com o déficit em conta corrente, pois sempre haverá aqueles interessados em títulos públicos americanos, representando uma fonte de financiamento estável do seu balanço de pagamentos. Acrescenta-se a isso que o dólar valorizado permite os EUA modernizarem seu parque industrial com importações baratas e comprar insumos básicos a baixo preço, auxiliando no controle inflacionário.

Além do que foi dito acima, a estabilidade da posição internacional do dólar é dada por outras razões. Como destaca Brunhoff (2005: 79), dois terços do comércio internacional são realizados em dólar, consolidando sua posição com meio de pagamento e unidade de conta. Nos mercados de câmbio, cerca de 80% das operações entre bancos são feitas com dólar em uma das pontas (Brunhoff, 2005: 79). Adicionalmente, grande parte do passivo externo norte-americano é denominado em dólar, então é impossível que os EUA, emissores desta moeda, não tenham recursos para pagá-la. Passivo este, cuja taxa de remuneração é determinada a partir da taxa de juros de curto prazo praticada pelo Banco Central norte-americano. Ou seja, os EUA determinam a taxa de juros de sua própria dívida. Nunca é demais lembrar que este é o único país do mundo que possui esta posição ímpar.

Ainda de acordo com Brunhoff (2005: 79), o dólar passa a ser visto como um porto seguro dos mercados de ativos financeiros internacionais, demandado pelos investidores internacionais nas mais diversas circunstâncias. Isso pode ser visto pelo que ocorreu nos 1990 e 2000 (vide gráfico a seguir). Os EUA incorreram em crescentes déficits comerciais e, concomitantemente, o influxo de capital de curto prazo aumentou de forma intensa.

Gráfico 1.3: Evolução das contas do balanço de pagamentos americano – de 1992 a 2006



Fonte: FMI. Elaboração própria

Assim constituiu-se um padrão-dólar flexível, financeiro e fiduciário (Prates e Cintra, 2008). Flexível, pois a taxa de câmbio pode flutuar livremente. Como afirma Serrano:

“A outra vantagem para os Estados Unidos da ausência de conversibilidade em ouro é a eliminação pura e simples da sua restrição externa. Agora, os Estados Unidos podem incorrer em déficits em conta-corrente permanentes e crescentes sem se preocuparem com o fato de seu passivo externo líquido estar aumentando, uma vez que esse passivo “externo” é composto de obrigações denominadas na própria moeda americana e não conversíveis em mais nada”. Serrano (2002: 251).

O caráter fiduciário se deve a não haver mais lastro em nenhuma mercadoria. Como destaca Teixeira:

“As mudanças operadas na economia monetária internacional (...) dizem respeito a uma mudança da natureza do equivalente geral, que deixa de estar referido a qualquer mercadoria real e passa a ter uma existência exclusivamente fiduciária.” (Teixeira, 2000: 9).

Como bem caracteriza Hudson (2003) – e reafirmado por outros autores como Tavares e Belluzzo (2004) - trata-se de um padrão internacional baseado no *US Treasury Bill*, título da dívida do Tesouro norte-americano, que passa a ser o ativo internacional de máxima liquidez.

E, por último, seu caráter financeiro emerge do fato que a riqueza financeira está denominada em dólar e depende da liquidez internacional desta moeda para poder expandir. De acordo com Tavares e Melin:

“Em outras palavras, as transações comerciais das grandes empresas transnacionais e os preços praticados mundialmente estão denominados em dólar, qualquer que seja a paridade cambial vigente nos mercados nacionais. Isto significa que o dólar não é mais um padrão de valor no sentido tradicional dos regimes monetários internacionais anteriores (padrão ouro-libra e padrão ouro-dólar), mas cumpre, sobretudo, o papel mais importante de moeda financeira em um sistema desregulado onde não existem paridades cambiais fixas, vale dizer, onde não há padrão monetário rígido.” (Tavares e Melin, 1997: 64-5).

1.5 Considerações finais

Vimos que um dos mecanismos básicos de geração de liquidez para a economia mundial utilizado pelos EUA foi o déficit comercial. Isso era necessário para manter a posição do dólar e a estabilidade do sistema monetário internacional. A implicação disso é que o país emissor da moeda-chave, no caso os Estados Unidos, não pode contar com o comércio exterior para garantir seu crescimento da renda e elevados níveis de emprego e lucro. A solução encontrada no período de crescimento de 2001-2007, para uma situação em que os Estados Unidos se encontram livres de restrições de balanço de pagamentos, será investigada no capítulo a seguir.

Michael Moffit (1984) afirmou que os EUA se beneficiaram mais que proporcionalmente dos arranjos de Bretton Woods, consolidando sua posição de nação mais rica do mundo. No atual sistema monetário (e financeiro) internacional, os EUA se beneficiam ainda mais, pois suas assimetrias foram exacerbadas, como explicitado ao longo desse capítulo. Em particular, para os fins desta dissertação, interessa perceber que a economia norte-americana passou a funcionar sem restrição externa. Esta posição permitiu que os EUA crescessem, ao longo dos anos 1990 e 2000, não apenas com déficits globais de balanço de pagamentos, mas com déficits em transações correntes. Qualquer outro país não apresentaria crescimento sustentável por tão longo período de tempo nessas condições, sem a manifestação da restrição externa. A questão que se apresenta é que uma marcante característica deste crescimento foi a mudança no padrão de endividamento das famílias norte-americanas. Tal mudança e sua explicação serão analisadas nos capítulos seguintes.

CAPÍTULO 2

ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS NORTE-AMERICANAS – ANÁLISE DOS MACROSSETORES

Durante os anos 1980 e durante os anos 2000, os EUA conviveram com os chamados *déficits gêmeos*: nas contas públicas e em transações correntes. Recentemente, a partir do final na década de 1990, chamou atenção de alguns analistas econômicos e pesquisadores a redução da poupança privada norte-americana e o endividamento das famílias. Estas análises falham em apresentar uma visão global do assunto, baseando-se apenas em apreciações parciais da questão. Na primeira seção deste capítulo, portanto, será feita uma breve exposição do arcabouço analítico que consideramos mais apropriado para a exposição destes fenômenos, presente em trabalhos como dos Santos (2004), Godley (1999), Papadimitriou *et al.* (2006) e Barbosa- Filho *et al.* (2008).

Na segunda seção, será aplicada essa abordagem aos dados das contas nacionais norte-americanas e analisado os resultados apresentados. Através destas análises será possível verificar alguns padrões de comportamento dos setores e suas mudanças de trajetórias. Na terceira seção, analisando a interrelação entre os setores, poderemos avaliar de forma adequada alguns mitos em questão, como é o caso da discussão acerca dos *déficits gêmeos*. O resultado que mais se destaca no período recente (a partir dos anos 1980) é a mudança radical na trajetória de endividamento das famílias, demandando, pois, uma análise mais aprofundada, que será feita no capítulo 3, do porque desta transformação e algumas das suas implicações à dinâmica macroeconômica e à instabilidade financeira. A quarta seção apresenta as conclusões referentes ao capítulo.

2.1 Arcabouço teórico básico: a análise dos saldos financeiros

Nesta seção será exposto um modelo básico, inspirado em alguns dos desenvolvimentos recentes da macroeconomia keynesiana, em particular aqueles conhecidos como “*New Cambridge Economics*”¹⁵, macroeconomia estruturalista¹⁶ e os

¹⁵ Uma expressão bem acabada desta corrente encontra-se em Godley e Cripps (1983; Macroeconomics).

modelos de “consistência fluxo-estoque”¹⁷, (SFC, na sigla em inglês)¹⁸. A idéia fundamental, e comum a essas três vertentes, é dividir a economia em macrossetores institucionais: setor público, setor externo e setor privado. Como poderá ser visto mais adiante, enriquecerá a análise dividir o setor privado entre famílias e empresas. A partir dessa conceitualização, serão analisados os saldos financeiros de cada um desses setores, que nada mais são do que a renda de cada setor subtraído de seus gastos. Aqueles que gastarem acima de sua renda estarão contraindo mais dívidas do que adquirindo ativos, ou seja, apresentarão um aumento da sua dívida líquida. De forma simétrica, aqueles que estiverem gastando menos que a sua renda, terão um enriquecimento líquido – acúmulo de ativos. É fundamental destacar, que o modelo aqui exposto trata-se, de fato, de um modelo contábil. Serão expostas apenas as relações contábeis que nos servirão de base para organizar as estatísticas das contas nacionais norte-americanas e fundamentam a forma de exposição dos dados nas seções seguintes.

Esta conexão entre fluxos e estoques é de fundamental importância para se analisar a economia norte-americana no período recente. Isto porque sua idéia básica é de que a conduta dos macrossetores da economia não depende apenas dos fluxos de renda, mas também dos estoques acumulados de riqueza e dívida. Isso será muito útil, como veremos, para a análise do padrão de gastos das famílias norte-americanos e sua relação com a riqueza imobiliária e o seu endividamento. Assim sendo, tentaremos empreender uma análise que vá além dos fluxos econômicos e que atente para como estes impactam (aumentando ou reduzindo) os estoques de riqueza e dívidas, e, desta forma, como esta interação repercute na dinâmica macroeconômica. Ou seja, o esforço é de caminhar em direção a uma macroeconomia da riqueza.

¹⁶ Como exemplo de uma síntese dessa vertente, veja-se, de Lance Taylor, *Reconstructing Macroeconomics* (Taylor, 2004).

¹⁷ A principal referência para os modelos SFC é o livro de Godley e Lavoie, no qual propõem os autores, conforme indica o próprio subtítulo do livro, uma abordagem integrada do crédito, dinheiro, renda, produção e riqueza (Godley e Lavoie, 2006). Para uma primeira aproximação a essa tradição e uma análise de suas origens keynesianas, ver Macedo e Silva e dos Santos (2008).

¹⁸ Essas classes de modelos, evidentemente, não são incompatíveis entre si. Para uma sugestão de compatibilização, por exemplo, da *new Cambridge economics* e dos modelos SFC, ver dos Santos e Macedo e Silva (2009).

O nosso modelo parte da identidade contábil básica de determinação da renda:

$$C + I + G + X \equiv Y \equiv C + S + T + M \quad (1),$$

onde C representa o consumo; I, o investimento privado; G, o gasto público; X, exportações; Y a renda nacional; S, a poupança; T, os impostos; e M, as importações. Com base no Princípio da Demanda Efetiva, podemos mostrar, não apenas uma identidade contábil, mas também uma causalidade: o gasto determina a renda.

$$C + I + G + X \rightarrow Y \quad (2).$$

Subtraindo da renda nacional as importações para se ter a renda interna bruta (YIB) ou, se equivalente, o produto interno bruto (PIB), teremos:

$$PIB \equiv YIB \equiv C + I + G + X - M \quad (3).$$

Para se chegar aos balanços patrimoniais, é necessário mais algumas manipulações algébricas, tais que:

$$YIB - C - I - T + RLRE \equiv (G - T) + (X - M + RLRE) \quad (4),$$

onde RLRE é a renda líquida recebida do exterior e T é a participação líquida do governo na renda, representando, portanto, recolhimento de impostos, pagamento de juros e outras formas de transferências de renda. Apresentando de outra forma a mesma identidade:

$$SP \equiv DP + STC \quad (5),$$

onde $SP = (YIB - C - I - T + RLRE)$ é o superávit financeiro privado, DP $(G - T)$ é uma medida de déficit financeiro público e STC $(X - M + RLRE)$ é o saldo em transações correntes. Ou seja, cada um desses elementos mede o resultado financeiro agregado de cada macrossetor da economia.

Por simplicidade, podemos escrever o endividamento líquido de cada macrossetor em separado:

$$NB_i = E_i - Y_i = I_i - S_i = -NL_i \quad (6),$$

onde o endividamento líquido de cada setor i (NB_i) é igual ao seu gasto (E_i) menos sua renda (Y_i), sendo, por definição, equivalente em módulo ao do enriquecimento líquido.

A restrição imposta pela identidade contábil acima indicada é que todos os saldos financeiros somem zero, isto é:

$$\sum NB_i = 0 \quad (7).$$

Esses fluxos de endividamento/enriquecimento vão impactar os estoques dos macrossetores. Deste ponto de vista, podemos descrever os balanços patrimoniais da seguinte forma estilizada:

$$P_A \ A = D + E \quad (8).$$

Do lado esquerdo, temos a riqueza bruta das famílias, com seus ativos (A) e seus respectivos preços (P_A). Do lado esquerdo, temos o passivo, subdividido em dívidas (D) e patrimônio líquido (E).

Cabe salientar, como o fazem dos Santos e Macedo e Silva (2010), que saldos financeiros negativos nos dizem tão somente que o balanço patrimonial do seu respectivo macrossetor está se tornando mais ilíquido e com uma estrutura financeira mais frágil – com o oposto ocorrendo, em caso de saldos positivos. Isso ocorre porque necessariamente esse macrossetor deverá se financiar pela venda de algum ativo e/ou aumento do endividamento, de forma que a relação entre ativos financeiros e passivo financeiro se reduzirá¹⁹, independentemente se está ocorrendo um enriquecimento ou empobrecimento do macrossetor, pois nada nos diz sobre eventuais ganhos ou perdas de capital.

Nunca é demais ressaltar que as manipulações algébricas feitas acima fazem perder o sentido de causalidade do princípio da demanda efetiva, ressaltando o caráter contábil deste modelo. Assim sendo, não é possível apontar uma direção de causalidade unívoca, a priori, entre os saldos financeiros. O sentido de causalidade será restaurado, nas seções seguintes, a partir de uma cuidadosa análise dos dados, com apoio da literatura aplicada sobre o tema. Caberá, no entanto, ao próximo capítulo uma análise mais detalhada do que se acredita ser uma das principais razões do crescente endividamento das famílias. Não obstante, essas equações trazem algumas implicações interessantes e já é possível pensar o impacto desses fluxos em algumas variáveis de estoque. A equação 5 estabelece que a poupança líquida privada é igual ao saldo em conta corrente mais o saldo do orçamento

¹⁹ Para um exemplo numérico, ver dos Santos e Macedo e Silva (2010: 8-9).

público. Se há déficit em conta corrente, ocorre uma alteração no estoque de ativos estrangeiros; um superávit no orçamento do governo, por sua vez, implica em uma variação no estoque de dívida pública; e o saldo privado acarretará mudanças no estoque (líquido) de riqueza privada.

Para a análise do crescimento e da crise da economia americana, muito associada ao comportamento peculiar das famílias, é necessário separar o saldo privado (SP) nos setores empresarial e familiar, como anteriormente mencionado, pois seus comportamentos potencialmente são (e de fato o foram) muito distintos. Desta forma, temos, pois, quatro saldos setoriais. O saldo das famílias representa variação em seu estoque de riqueza. E a poupança líquida do setor empresarial representa, também, mudança líquida no estoque de riqueza empresarial.

Como afirmam Guttman e Plihon (2008), cada saldo representa “injeções” ou “vazamentos” de demanda e, simetricamente, indicam entradas e saídas de fluxos financeiros, permitindo analisar como cada setor afeta a riqueza agregada da economia. Se o setor tiver um saldo positivo, contribuirá para aumentos da sua riqueza, e caso tenha um saldo negativo, isso indicará que esse setor necessitará recorrer a fundos disponíveis em outros setores da economia²⁰ e, portanto, haverá uma mudança no lado do “passivo” no balancete deste setor.

Esta análise dos saldos financeiros é, à primeira vista, um exercício de estática comparativa: pode-se comparar a situação de cada saldo em dois momentos distintos do tempo. Entretanto, como aqui fizemos, conjugamos os fluxos de saldos financeiros com seus respectivos estoques. E estes são importantes elementos de elo entre diversos períodos: dívidas adquiridas em um determinado período deverão ser pagas nos períodos subseqüentes. Além disso, ativos acumulados gerarão rendas e ganhos (ou perdas) de capital, que alteram a configuração do sistema. Desta forma, como afirmam dos Santos e Macedo e Silva (2010: 13), cada posição de curto período traz consigo as sementes do período seguinte, que, portanto, será inevitavelmente diferente. Compreender a dinâmica de formação de estoques será de fundamental importância para se empreender um estudo sobre

²⁰ Convém lembrar que uma análise ainda mais acurada requer a inclusão do setor financeiro e dos fluxos de crédito. Tal constatação é respaldada pela idéia expressa em Guttman e Plihon (2008) de que “o sistema de crédito é uma força ativa na formatação do padrão de crescimento de nossa economia” (*ibid*, 584).

a economia norte-americana em sua recente evolução. Dessa forma, será possível discutir algumas das teses acerca do crescimento econômico americano, por exemplo, a de que teria havido uma forte deterioração do resultado financeiro do setor privado da economia, alavancando os gastos privados e levando a um endividamento insustentável desse setor, o que estaria na raiz da crise atual.

2.2 Tendência e Comportamento Cíclico dos Saldos Financeiros dos Macrossetores Institucionais da Economia Norte-Americana no Pós-Guerra: o caso do endividamento das famílias

Nesta seção iremos analisar o comportamento dos saldos financeiros (endividamento líquido) dos macrossetores institucionais da economia americana no período do pós-guerra. Com isso visamos mostrar algumas quebras de tendências dessas trajetórias e chamar atenção para as características peculiares do atual ciclo, que serão analisadas na seguinte seção. Adiantando o resultado aqui encontrado, uma característica de destaque dos ciclos de crescimento da economia americana a partir dos anos 1980 é o perene e crescente endividamento das famílias americanas. Nas páginas seguintes, mostraremos seu comportamento de longo prazo. E no capítulo 3 veremos as razões e origens desse endividamento.

Os saldos financeiros são calculados a partir de variáveis de fluxo, em termos gerais, dados pela diferença entre a despesa e a renda do setor²¹, que possuem uma correspondência na variação do volume de um estoque, endividamento líquido, ou seja, a diferença entre endividamento total e ativos totais. Deste modo poderíamos utilizar os dados de renda e gasto das contas nacionais americanas, *National Income and Product Accounts* (NIPA), calculado pelo *Bureau of Economic Analysis* (BEA), ou, de forma equivalente, as mudanças nas posições financeiras dos setores calculados pelo *Fed*, constantes no *flow of funds* (FOF). Neste trabalho, optamos pelos dados do NIPA²².

²¹ Ou, partindo das igualdades contábeis, investimento menos poupança.

²² Como apontam Barbosa-Filho *et al.* (2005 e 2008), as estimativas de endividamento líquido do FOF e do NIPA, por advirem de uma identidade contábil, deveriam ser iguais. Diferenças ocorrem devido a razões técnicas e erros e omissões. A maior discrepância, por exemplo, ocorre no setor cooperativo não-financeiro, chegando a 10% da sua poupança bruta.

O NIPA desagrega os dados em três setores institucionais: governo, setor externo e setor privado, constando, neste último, famílias e empresas. A fusão destes dois traz algumas complicações à análise, pois, como veremos, seus padrões de endividamento líquidos são distintos, em geral, e, em especial, no ciclo pós-crise de 2001, em que as empresas reduziram o endividamento líquido, através de cortes no investimento, e as famílias seguiram se endividando, dando, desta forma um singular e importante impulso ao crescimento econômico^{23 24}. Uma maneira de lidar com este problema, e, assim, separar o setor privado em famílias e empresas, é considerar que todo o investimento residencial é feito pelas famílias, enquanto todo o investimento não residencial é feito pelas empresas. Segundo, Barbosa-Filho *et al.* (2005 e 2008), isto não difere muito do que de fato acontece²⁵. Para desagregar a poupança privada, calculamos a poupança empresarial por resíduo a partir da poupança pessoal contabilizada nas contas nacionais norte-americanas.

Olhando o Gráfico 2.1, podemos ver como se comportou o endividamento líquido de cada macrossetor no período: i) o governo foi na maior parte do tempo deficitário (com notável exceção no fim do governo Clinton); ii) a economia norte-americana foi sistematicamente superavitária com o resto do mundo até os anos 1980, quando essa situação se inverteu²⁶; iii) o saldo financeiro líquido do setor empresarial flutuou em torno de zero, se endividando em termos líquidos em pouco mais da metade das observações (124 trimestres dentro de um total 222); iv) as famílias apresentaram saldos financeiros positivos (ou seja, endividamento líquido negativo) sistematicamente, durante grande parte do período analisado. No entanto, a partir dos anos 1980, este saldo começou a se reduzir até que, a partir da metade da década de 1990, torna-se negativo, em termos líquidos, ou seja,

²³ Neste trabalho, os dados de investimento e poupança utilizados estão na sua forma “bruta”, isto é, não se subtrai nenhuma estimativa de depreciação do estoque de capital.

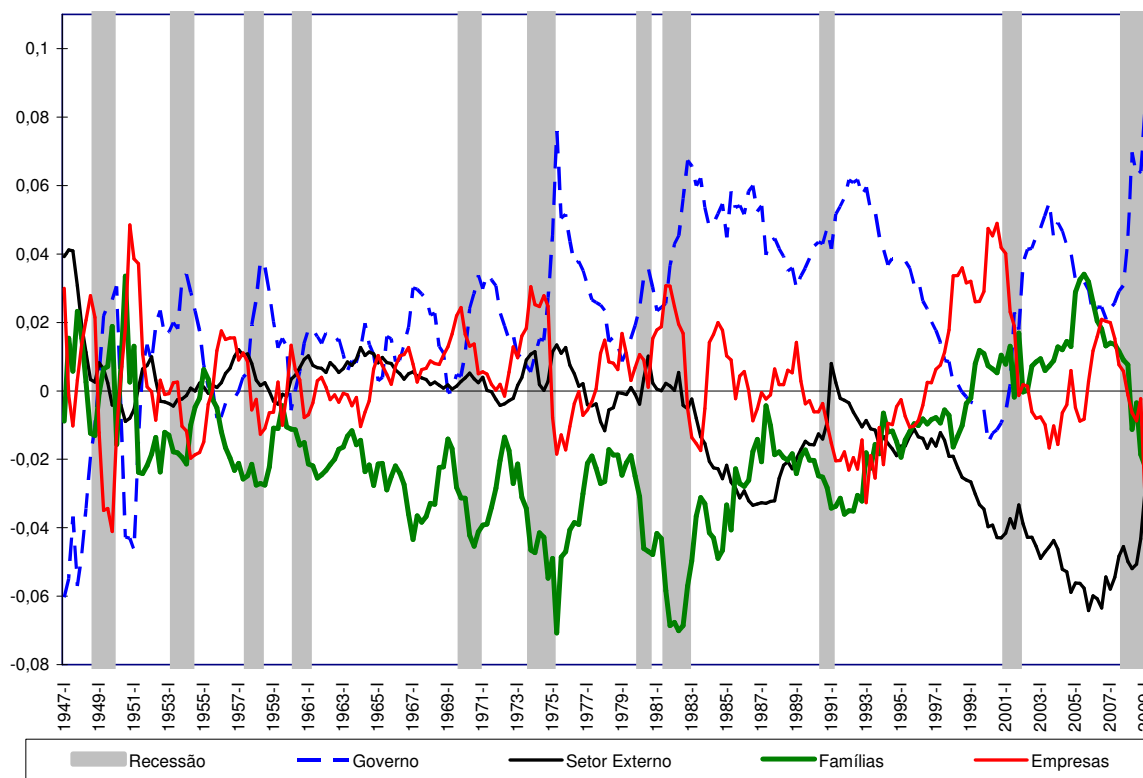
²⁴ Esse comportamento peculiar dos gastos das famílias, liderando a recuperação econômica norte-americana a partir de 2001 (como mostra Kotz, 2008), levou Belluzzo (2006) a introduzir um novo conceito: a forma de consumo especificamente capitalista, em que as decisões de gastos encontram-se descoladas da renda corrente das famílias, mas sim ligadas à valorização (e a expectativa de valorização) da sua riqueza.

²⁵ Para uma forma alternativa de desagregar o setor privado, ver dos Santos (2004). Este autor sugere usar as contas FOF, decompondo-o em “setor corporativo não financeiro”, “famílias e organizações sem fins lucrativos”, “setor de firmas não corporativas” e “setor de bancos comerciais”. Se o método que será aqui utilizado tem o defeito de não considerar o investimento residencial feito pelas empresas, a proposição de dos Santos falha ao reunir no mesmo macrossetor gastos de natureza muito distinta, como os realizados por organizações não governamentais e os realizados pelas famílias (dos Santos, 2004: 32).

²⁶ Para a construção do gráfico foi usado o conceito de “endividamento líquido do resto do mundo” para evitar a sobreposição de curvas. Esse conceito é igual em módulo ao endividamento externo líquido dos EUA.

as famílias começam a se endividar de forma crescente até o fim da bolha imobiliária e o início da crise *subprime*.

Gráfico 2.1: Endividamento Líquido dos Macrossetores (% PNB): 1947 - 2009



Fonte: NIPA, BEA. Elaboração: própria.

Procedamos, pois, à análise agora de cada setor.

2.2.1 Endividamento líquido das famílias.

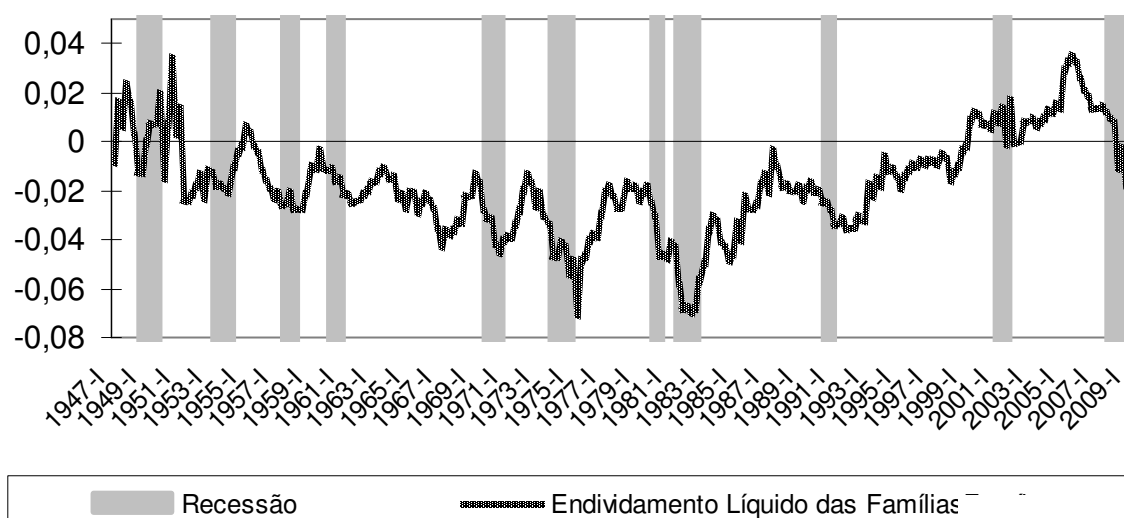
Como já mencionado acima, uma característica das famílias, é que o seu investimento é basicamente imobiliário. Outra característica distintiva, é que as famílias não podem se financiar através de “oferta pública de ações”, como uma empresa faria. Apesar de não haver na literatura nenhuma hipótese teórica forte sobre o comportamento deste macrossetor, autores que trabalham com modelos de consistência entre fluxos e

estoques afirmam que se pode esperar que seu saldo financeiro seja positivo ou, pelo menos neutro, no longo prazo, para evitar uma deterioração contínua da sua situação financeira, como de fato ocorreu nos anos 2000 (dos Santos e Macedo e Silva, 2010: 7).

Como pode ser visto no Gráfico 2.2, as famílias norte-americanas foram durante a maior parte do tempo superavitárias em seus saldos financeiros, acumulando riqueza líquida. Esta situação foi revertida no final dos anos 1990, mais precisamente, a partir do segundo trimestre de 1999.

O endividamento líquido das famílias atinge o seu menor nível, em torno de -7% do PNB, duas vezes, em meados dos anos 1970 e começo dos anos 1980, ou seja, ocorreu enriquecimento líquido das famílias. E o seu maior nível atingiu cerca de 3,4% do PNB, em 2005, durante ciclo de crescimento dos anos 2000. Cabe destacar, que antes disso, o maior nível de endividamento líquido das famílias havia sido de 0,5% do PNB, em meados dos anos 1950.

Gráfico 2.2: Endividamento Líquido das Famílias (% PNB): 1947 – 2009

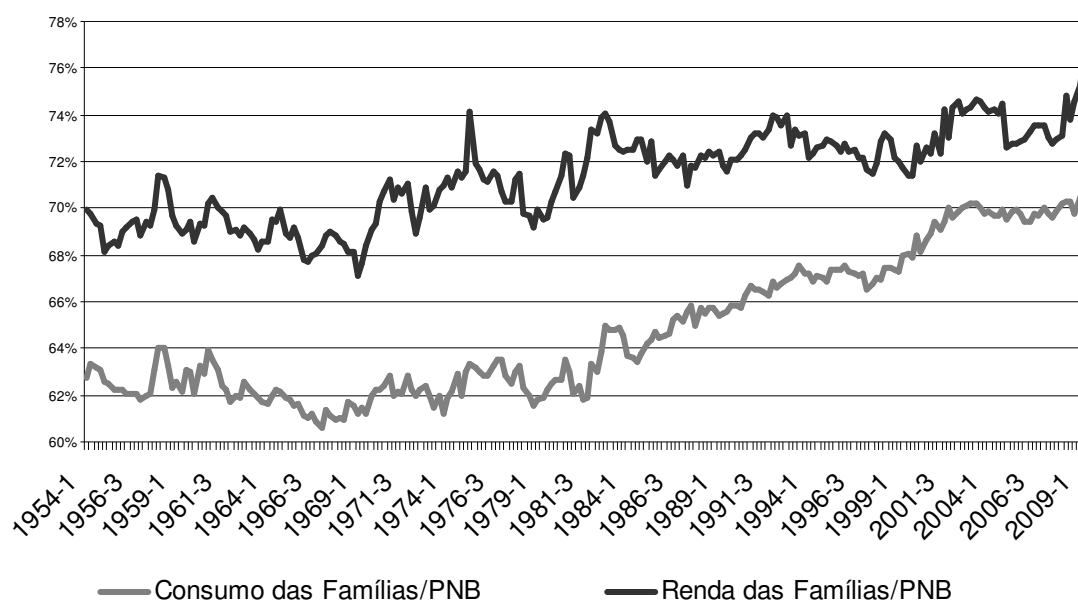


Fonte: NIPA, BEA: Elaboração: própria.

O comportamento do endividamento pode ser explicado pelo comportamento dos gastos das famílias, tanto em consumo, quanto em investimento residencial. Como podemos ver no Gráfico 2.3 abaixo, o consumo apresenta uma tendência de aumento a

partir dos anos 1980, quando passou a crescer mais rápido que a renda disponível das famílias, com uma aceleração no fim dos anos 1990 e início dos anos 2000.

Gráfico 2.3: Consumo e Renda Disponível das Famílias (% PNB): 1954 – 2009.

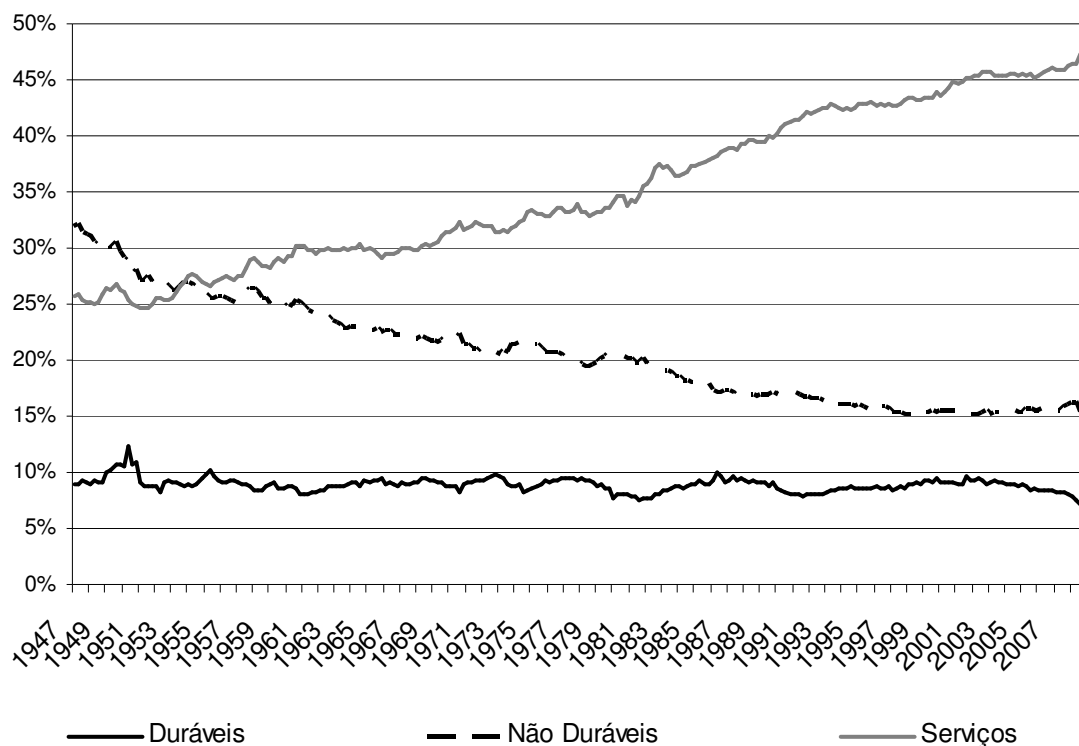


Fonte: NIPA, BEA. Elaboração: própria.

A causa do aumento do consumo foi basicamente a elevação dos gastos em serviços²⁷, que mais que compensou a redução dos gastos em não-duráveis, como se pode observar no Gráfico 2.4 abaixo. Verifica-se, também, que o consumo de duráveis permaneceu praticamente constante ao longo de todo período.

²⁷ Barbosa-Filho *et al.* (2008: 633) mostram que o gasto em serviço que mais cresceu foram as despesas médicas.

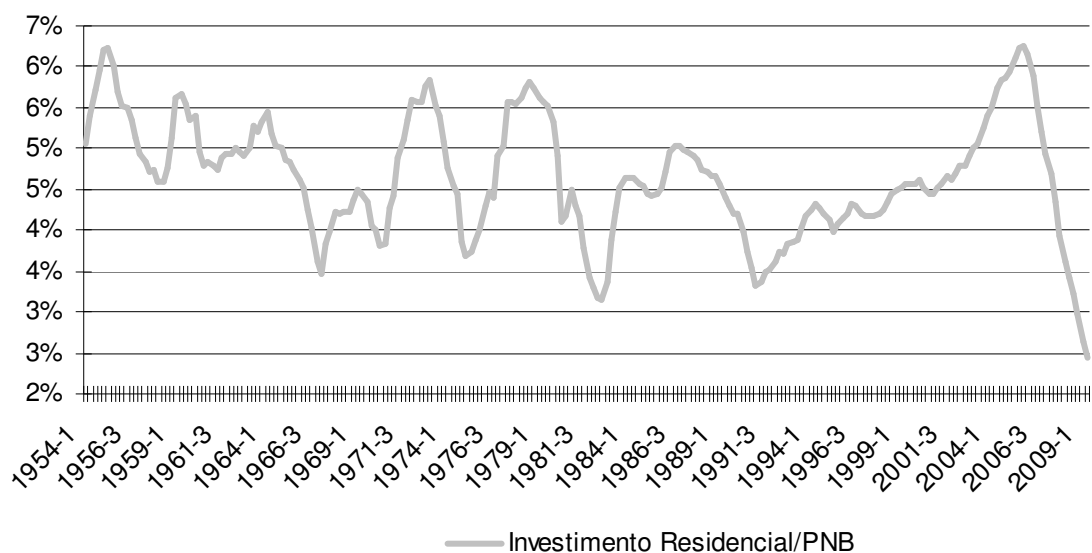
Gráfico 2.4: Evolução do Consumo por Categoria (% PNB): 1954 – 2009



Fonte: NIPA, BEA. Elaboração: própria.

Além dos gastos em consumo, houve também um grande ciclo de investimento residencial, que se inicia ainda nos anos 1990 e acelera nos anos 2000, como pode ser visto no Gráfico 2.5 abaixo.

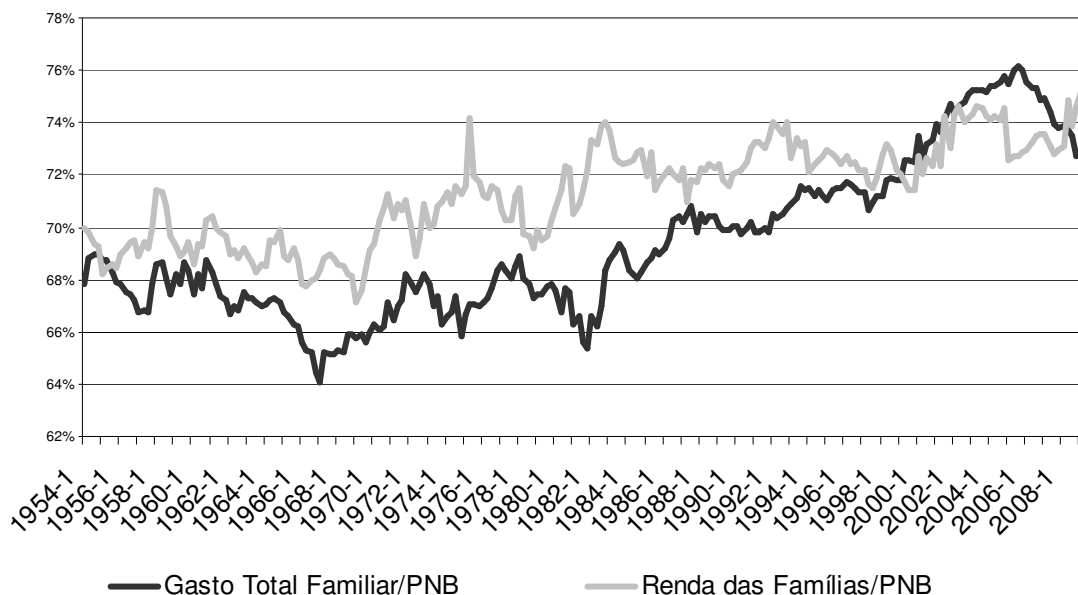
Gráfico 2.5: Investimento Residencial (% PNB): 1954-2009



Fonte: NIPA, BEA. Elaboração: própria.

Desta forma, os gastos familiares totais (consumo mais investimento residencial) cresceram de forma acelerada, ultrapassando a renda disponível das famílias (Gráfico 2.6). Isso nada mais significa, como já dito, que elas passaram a se endividar (ou vender ativos) para financiar seus gastos.

Gráfico 2.6: Gasto Total e Renda Disponível das Famílias (% PNB): 1954 – 2009



Fonte: NIPA, BEA. Elaboração: própria.

Observando os ciclos econômicos, podemos ver que, em geral o endividamento das famílias esteve à frente do ciclo econômico, com claro comportamento pró-cíclico. A aquisição líquida de ativos, em proporção da renda, é crescente durante ou logo depois de recessões. E é durante as recessões que a aquisição de ativos atinge seus maiores valores²⁸.

Testes econométricos empreendidos por Barbosa-Filho et al. (2008)²⁹ indicam uma correlação positiva entre o endividamento líquido das famílias e a utilização da capacidade instalada³⁰ contemporânea e até quatro períodos adiante. Ou seja, em termos estatísticos, o endividamento líquido das famílias “puxa” o ciclo econômico.

De acordo com o observado nos gráficos 1.1 e 1.2 os testes destes autores também indicam que o investimento residencial também puxa o ciclo econômico. Já a poupança não

²⁸ Como afirma Keynes (1936), na reversão do ciclo, após o colapso da eficiência marginal do capital, ocorre uma queda na propensão a consumir e um aumento da preferência pela liquidez.

²⁹ Neste trabalho, Barbosa-Filho *et al.* realizam teste econométricos para averiguar o comportamento dos saldos financeiros de todos os setores institucionais e suas interrelações. Seus resultados serão explorados ao longo desse capítulo.

³⁰ A medida de utilização da capacidade utilizada por esses autores é a razão entre o PIB corrente e a sua tendência, calculada a partir da utilização do filtro Hodrick-Prescott (HP), que produz uma série “alisada” do PIB, por meio de médias móveis ponderadas.

apresenta correlação significativa com a tendência. Como os saldos financeiros são calculados pela diferença entre investimento e poupança, a conclusão a que se chega é que endividamento líquido das famílias é comandado pela dinâmica do investimento residencial. O comportamento do consumo apresenta um caráter anti-cíclico, porém não é contrabalanceado por aumento da poupança familiar, mas sim pelo aumento da arrecadação do governo. Com será discutido adiante, a arrecadação do governo é pró-cíclica.

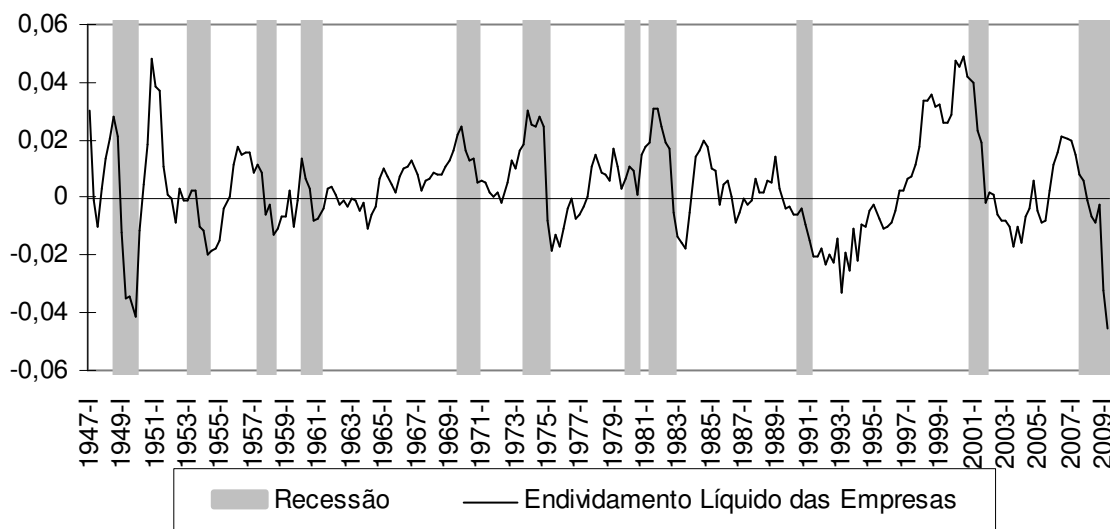
Ainda seguindo Barbosa-Filho *et al.* (2008), seus testes econométricos indicam uma quebra estrutural na evolução do endividamento líquido das famílias nos anos 1980, precisamente no primeiro trimestre de 1983. Não é difícil perceber isso visualizando o Gráfico 2.2, quando a aquisição líquida de ativos começa a reduzir. Esta quebra estrutural no padrão de endividamento líquido das famílias reforça a necessidade de um estudo mais aprofundando das suas causas, que será realizado no próximo capítulo. Pode-se apontar como umas das principais causas para essa quebra estrutural as inovações e desregulamentações financeiras, que ocorreram nos EUA, muito bem analisadas por autores como Cintra, Braga e Cagnin³¹. Além disso, como veremos no capítulo seguinte, a mudança no padrão de distribuição de renda, que também tem como marco os anos 1980, são de fundamental importância para se explicar essa quebra estrutural e a radical mudança no padrão de endividamento das famílias.

2.2.2 Endividamento líquido das empresas

Analisando o endividamento líquido das empresas, pode-se ver, de acordo com o Gráfico 2.7 abaixo, que este apresentou, de forma geral, flutuações em torno de zero. Seu comportamento é pró-cíclico, com o investimento e a poupança das empresas com padrão semelhante ao comportamento das famílias. Os menores níveis de endividamento líquido ocorrem contemporaneamente (ou com alguma defasagem) em relação aos pontos baixos dos ciclos econômicos e os maiores níveis de endividamento ocorrem contemporaneamente (ou puxam) o pico do ciclo.

³¹ Ver, por exemplo, Braga e Cintra (2004), Cintra e Cagnin (2007) e Cagnin (2009).

Gráfico 2.7 – Endividamento Líquido das Empresas (%PNB): 1954 - 2009



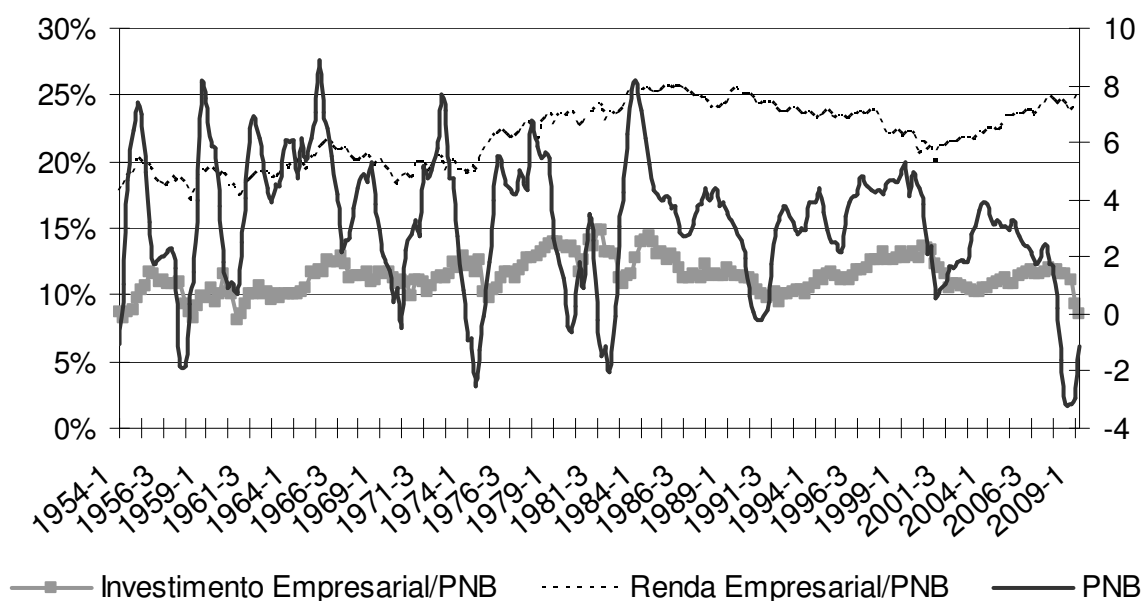
Fonte: NIPA, BEA. Elaboração própria.

Analisando o Gráfico 2.8, podemos ver que o comportamento do investimento, em relação ao ciclo econômico, é consistente com teorias do investimento baseadas no efeito acelerador, pois, como podemos ver, o investimento reage com alguma defasagem ao crescimento do PIB. Testes econométricos de Barbosa-Filho *et al.* (2008) corroboram essa visão. Estes autores encontram correlação positiva do investimento com a utilização da capacidade. Deste ponto de vista, os anos 1990 adquirem um caráter peculiar, pois o investimento veio à frente do crescimento do produto, algo estranho às teorias mencionadas. Além disso, o investimento e a poupança têm um comportamento semelhante, explicando conjuntamente a dinâmica do endividamento líquido das empresas. Deve-se lembrar que a poupança empresarial é formada basicamente por lucros líquidos de impostos, dividendos e juros, desta forma apresenta comportamento pró-cíclico.

É interessante notar, que essa relação entre poupança e investimento empresarial foi um pouco distinta nos anos 1990 e 2000. O investimento aumentou em um momento de queda da poupança empresarial (lucros retidos), elevando o endividamento empresarial no fim dos anos 1990. Com o estouro da bolha acionária da “nova economia” e a crise de 2001, o setor empresarial privado ajustou seu endividamento líquido com uma forte queda

do investimento, que reagiu timidamente, na visão mais otimista, a recomposição da renda empresarial (ou seja, ao aumento dos lucros).

Gráfico 2.8 - Investimento Empresarial, Renda Empresarial e Crescimento do PNB



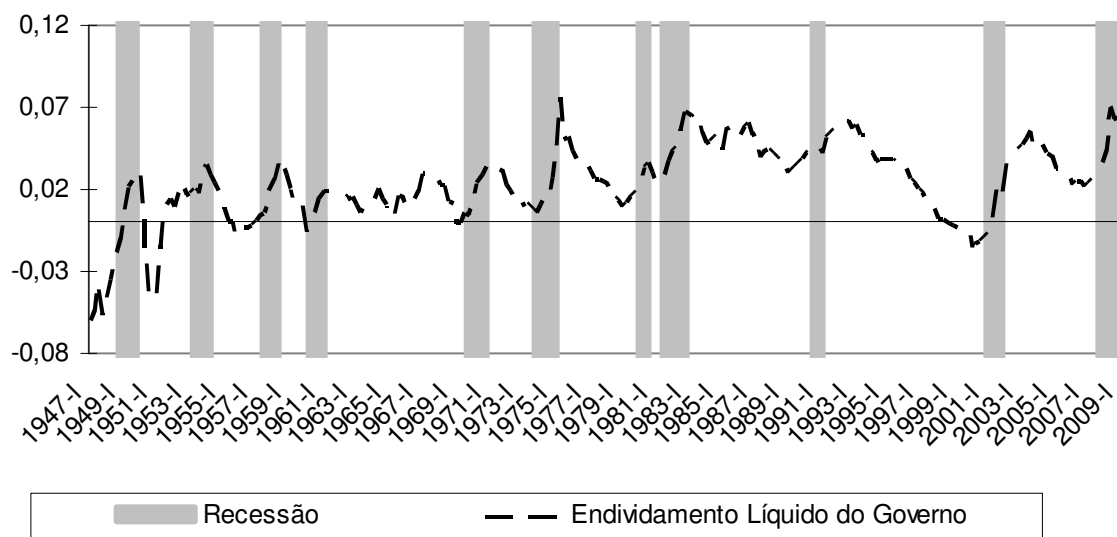
Fonte: NIPA, BEA. Elaboração própria.

Estudo de Barbosa-Filho e Taylor (2006) aponta que a economia norte-americana apresentou, em todo o pós guerra, um padrão de crescimento *profit-led*, no sentido que o aumento dos lucros estimula a formação bruta de capital. Isso, entretanto, não se verificou nos anos 2000. Após a crise de 2001, o lucro empresarial recuperou já a partir de 2003, mas a reação do investimento não foi tão pujante como nos anos 1990. Dessa forma, o investimento privado não-residencial pouco contribuiu para a recuperação econômica de 2002 em diante.

2.2.3 Endividamento líquido do setor público

O setor público norte-americano manteve uma tendência de endividamento no período, com um comportamento anti-cíclico dos seus saldos financeiros. Tal comportamento se deve, em parte, aos estabilizadores automáticos, como, por exemplo, as transferências às famílias – a principal forma na qual essas transferências se dão é o *medicare*, a previdência e o seguro-desemprego. Além disso, como vimos (e veremos, no caso do endividamento externo), os outros saldos têm um comportamento pró-cíclico. Se, de acordo com a identidade contábil, todos os saldos devem somar zero, o comportamento dos outros saldos impõe um comportamento anti-cíclico ao saldo financeiro do governo, pois, como afirma Serrano (2008), os déficits (e superávits) públicos são em grande medida endógenos, pois a arrecadação é positivamente correlacionada ao nível de atividade. Este fato está de acordo com a visão keynesiana de que seria uma função do governo de amenizar as flutuações cíclicas.

Gráfico 2.9: Endividamento Líquido do Setor Público (% PNB): 1954 - 2009

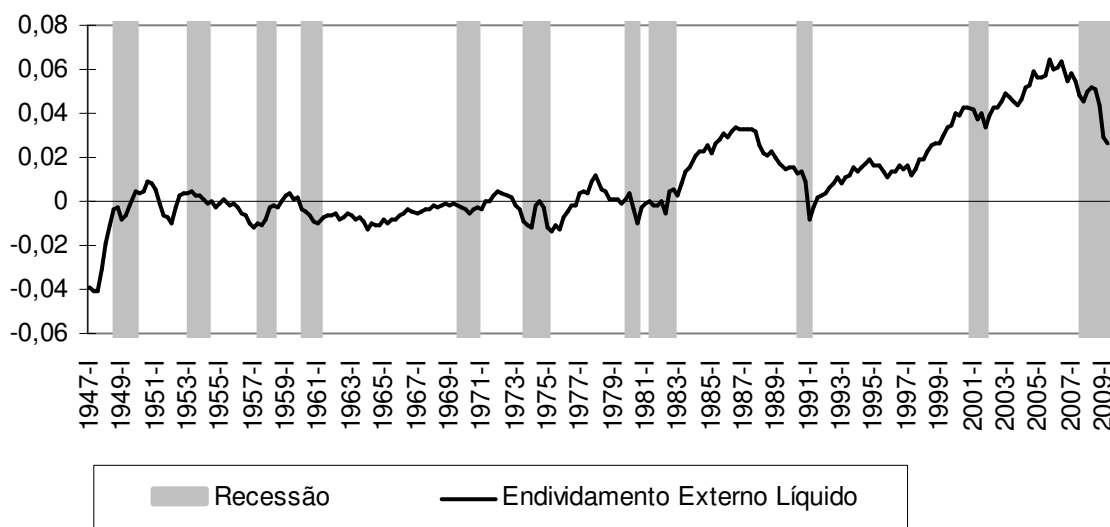


Fonte: NIPA, BEA. Elaboração própria.

2.2.4 Endividamento externo líquido da economia americana

Os EUA mantiveram superávits sistemáticos em transações correntes do pós-guerra, até o início dos anos 1980³², com exceção dos anos de 1959 e 1971. A partir de então, passaram a apresentar recorrentes déficits, sendo 1991 a única exceção de 191, superávit este causado pela recessão desse ano³³. Como acabamos de indicar, o déficit em transações correntes possui um padrão pró-cíclico. Esses déficits preocuparam (e preocupam) bastante os analistas econômicos, fossem ortodoxos (como IMF, 2006), fossem heterodoxos (como muitos economistas ligados ao Levy Institute). Estes estavam preocupados sobre a insustentabilidade dos crescentes déficits externos. Por conta disso, o debate se ateve a como se daria o ajustamento de balanço de pagamentos: depreciação suave do dólar (*soft-landing*) ou violenta (*hard-landing*). Como procuramos mostrar no capítulo anterior - porém não é ocioso enfatizar - esses déficits não representam uma ameaça, nem à economia norte-americana, em geral, tampouco ao dólar, em particular.

Gráfico 2.10: Endividamento Externo Líquido (% PNB): 1954 - 2009



Fonte: NIPA, BEA. Elaboração: própria.

³² Com exceção dos seguintes anos: 1950, 1953, 1959, 1971, 1972, 1977, 1978 e 1979.

³³ Além disso, houve transferências unilaterais dos países que arcaram com parte da Guerra do Golfo (do Santos, 2004: 38).

Os testes econométricos de Barbosa-Filho *et al.* (2008) apontam para um quebra estrutural na evolução temporal de endividamento externo líquido no início dos anos 1980, precisamente no primeiro trimestre de 1983, quando podemos ver que este assume, nitidamente, uma tendência a ser positivo e crescente. Essa quebra estrutural coincide com o que foi considerado no primeiro capítulo com o surgimento do novo sistema monetário internacional. O novo papel que o dólar assume representa o alcance do objetivo da política econômica norte-americana no pós-guerra, qual seja, livrar-se da restrição externa ao crescimento (Serrano, 2004), para, desta forma, manter a autonomia das suas políticas macroeconômicas, sustentando o crescimento econômico e elevados níveis de emprego. Desta forma, a política macroeconômica pôde ser gerida dos anos 1980 aos anos 2000 sem se preocupar com o ajuste de balanço de pagamentos, fosse por via do câmbio, fosse via recessão.

2.2.5 A inter-relação dos saldos financeiros: “déficits-gêmeos” e a conexão entre o saldo externo e o endividamento das famílias

Durante a administração Reagan, nos anos 1980, a economia norte-americana gerou, simultaneamente, déficits públicos e externos (Tavares, 1997). Os déficits públicos foram causados pelo aumento expressivo dos gastos militares, fruto da estratégia de Reagan de ganhar, em definitivo, a guerra fria (Serrano, 2004). Já os déficits externos foram causados pela valorização do dólar, fruto da diplomacia do dólar forte de Paul Volcker, pelos superávits comerciais gerados pela periferia latino-americano (em seu esforço de gerar divisas para pagamento dos crescentes encargos da sua dívida) e, também, pela recuperação da economia norte americana, que volta a crescer a partir de 1983. O fato destes déficits terem aparecido conjuntamente lhes rendeu o nome de *déficits gêmeos* (Blecker 1992; Rock 1991, *apud* Wray 2006,) e fez surgir um amplo debate em torno deste tema entre analistas econômicos e *policy makers*.

Por trás deste nome há uma explicação, baseada na abordagem conhecida como fundos emprestáveis, sistematizada a partir de efeitos de *crowding-out*. Segundo Wray (2006: 1), o governo, ao incorrer em déficits públicos (poupança negativa), estaria se apropriando de poupança privada, deixando muito pouco para o investimento privado

doméstico, que teria, por sua vez, que recorrer a poupança externa, que nada mais é que o déficit em transações correntes. O resultado seria maiores taxas de juros e menor crescimento. Desta forma, o governo causaria o endividamento externo. A solução seria promover o aumento da poupança doméstica, tanto privada, quanto pública³⁴.

Nos anos 1990, este tema perdeu importância, à medida que a administração Clinton foi reduzindo os déficits públicos, chegando a incorrer em superávits fiscais no fim da sua administração. O debate até mudou de direção, com autores como Stiglitz (2003) e Blinder (1997) afirmando que teria ocorrido uma bem sucedida “contração fiscal expansionista”. O aumento da poupança pública teria liberado recursos da economia (de novo a visão de fundos emprestáveis), proporcionando uma queda da taxa de juros de longo prazo (que refletiria na de taxa de curto prazo), que acarretaria um aumento dos gastos privados no curto prazo, maior que a queda do gasto público, e uma recomposição da demanda no longo prazo em prol de mais investimentos “produtivos” (não incluídos os investimentos residenciais), aumentando assim o produto potencial da economia. É curioso notar que esses mesmos autores se surpreendem ao verificar empiricamente o que sua teoria prediz, pois afirmam ser o único caso na história em que de fato haveria ocorrido a dita “contração fiscal expansionista” (Blinder, 1997)³⁵.

Os dados e alguns testes econométricos citados por Serrano e Braga (2006) não corroboram a interpretação da “contração fiscal expansionista”: não há relação estável da poupança pública com a taxa de juros de longo prazo; as datas do anúncio da política fiscal não casam com a redução da taxa de juros; os testes de causalidade entre as taxas de juros de curto e longo prazo não são conclusivos; e, adicionalmente, há uma ampla literatura mostrando a falta de sensibilidade do investimento produtivo à taxa de juros³⁶.

Nos anos 2000, o déficit público voltou durante a presidência de George W. Bush, devido ao que podemos chamar de seu keynesianismo “bélico e bastardo”. O presidente

³⁴ Cabe salientar que Barbosa-Filho *et al.* (2006) apresentam uma versão um pouco diferente para teoria por trás dos déficits gêmeos. Segundo estes autores, um maior déficit público geraria criação doméstica de moeda e, conseqüentemente, a demanda agregada aumentaria. Feitas as hipóteses de que há pleno emprego dos fatores e de que a economia é aberta, vigorando algo como “a lei do preço único” (paridade do poder de compra), o aumento de demanda se condensaria em déficit comercial. (Barbosa-Filho *et al.*, 2006: 2).

³⁵ “*Yet the notion that what used to be called “contractionary” fiscal policies may in fact be expansionary is fast becoming part of the conventional policy wisdom, mostly on the basis of a single observation: the success of the Clinton budget plan in 1993*” (Blinder, 1997: 242).

³⁶ Ver, por exemplo, a resenha da literatura empírica sobre a função investimento de Chirinko (1993).

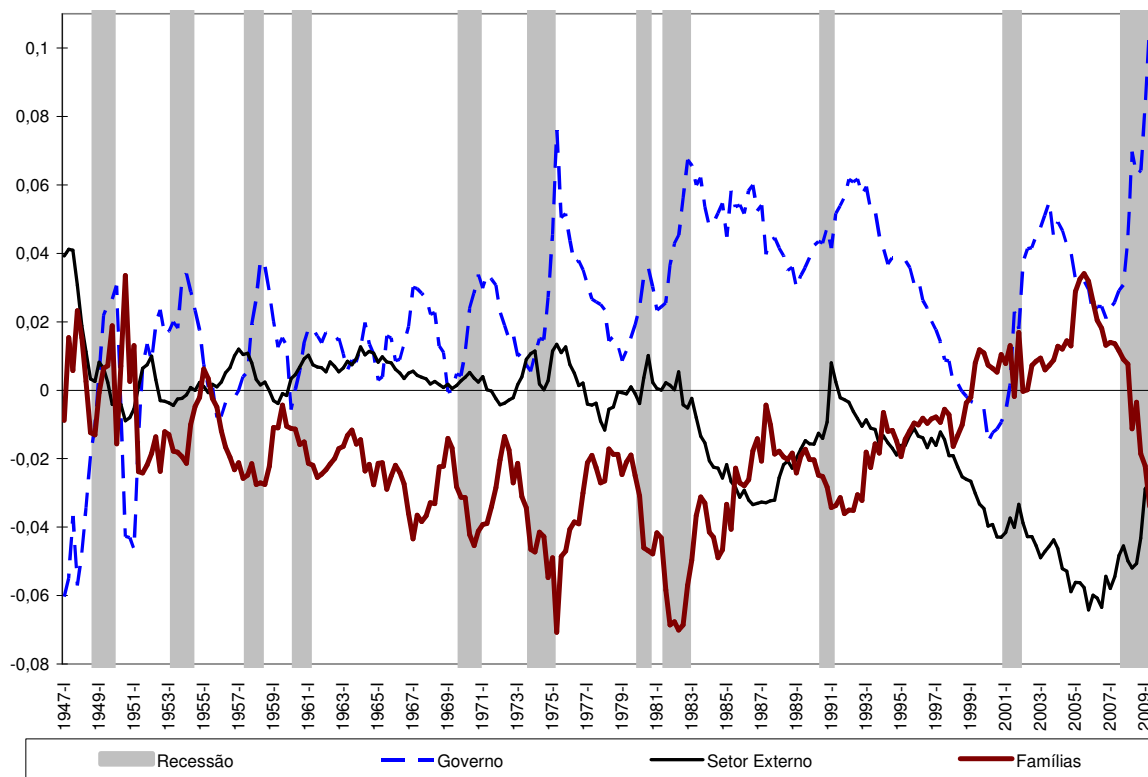
Bush cortou impostos dos mais ricos, com a JGTRRA (*Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation*), que reduziu a taxação sobre dividendos e ganhos de capital, e ampliou os gastos militares na sua “guerra contra o terror”, iniciada após os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001. E, como o déficit em transações correntes, de fato, não apenas nunca havia deixado de existir, como foi ampliado, voltou-se ao debate sobre os déficits gêmeos.

É interessante notar, que não apenas os economistas do *mainstream* e *policy-makers* norte-americanos embarcaram nessa discussão, como economistas heterodoxos também tomaram parte no debate, como Wray (2006). Os economistas do *mainstream* apontam que os déficits não seriam sustentáveis e que a solução se daria via mercado – desvalorização do dólar. Já alguns economistas heterodoxos, em especial os ligados ao Levy Institute (como Godley *et al.*, 2005 e Papadimitriou *et al.* 2006a e 2006b) consideravam que a persistência dos déficits tornaria os ativos em dólares menos atraentes e que os bancos centrais dos países superavitários não poderiam acumular títulos do tesouro norte-americano indefinidamente. E a solução desse problema seria via política econômica, que buscasse desvalorizar o dólar e aumentar as exportações americanas. O aumento das exportações seria necessário não apenas para corrigir o déficit externo, mas também por ser uma fonte alternativa de demanda agregada e, assim, aliviar o peso sobre a política fiscal da manutenção de taxas de crescimento razoáveis e elevado nível de emprego, insustentável devido ao conservadorismo fiscal de expressivas camadas da população e de políticos.

Quanto a isso, há críticas de duas ordens. Em primeiro lugar, há um excesso de “macroeconomicismo”, não há uma visão de economia política que perceba a posição especial - o atual “privilégio exorbitante”, para usar a expressão de Charles de Gaulle - dos EUA no presente sistema monetário internacional, tratando-o como um país qualquer, e não como o emissor da divisa-chave, que possui as características de ser flexível, financeira e fiduciária. Porém, como vimos no capítulo 1, os EUA possuem uma condição especial. Todo o seu passivo externo é denominado na sua própria moeda e, portanto, não pode ficar nunca em uma situação de insolvência. Passivo este, cuja taxa de remuneração é determinada a partir da taxa de juros de curto prazo praticada pelo Banco Central norte-americano. Ou seja, os EUA determinam a taxa de remuneração de sua própria dívida. Nunca é demais lembrar que este é o único país do mundo (e na história) que possui esta posição ímpar, de não possuir restrição externa.

Ao mesmo tempo, falham em perceber que os déficits públicos não são os causadores dos déficits em transações correntes. Empiricamente, visualizando o Gráfico 2.11, percebemos que, em todo o período, os déficits gêmeos só parecem ocorrer em dois períodos, acima mencionados: governos Reagan e George W. Bush. Os testes econométricos de Barbosa-Filho *et al.* (2008: 631-634) indicam que o principal causador dos déficits em transações correntes é o endividamento líquido das famílias, com o governo tendo um distante segundo lugar e o endividamento das empresas sendo praticamente irrelevante. Levando em consideração a quebra estrutural que ocorre na série nos anos de 1983, os autores empreendem seus testes econométricos nas duas séries em separado, 1954-83 e 1983-2004, e a conclusão a que chegam é ainda mais surpreendente. No segundo período, apesar dos dois famosos casos de déficits gêmeos, a correlação entre déficit público e em transações correntes desaparece. A teoria dos déficits gêmeos explica parcialmente o déficit externo no primeiro período.

Gráfico 2.11: Endividamento Líquido das Famílias, do Governo e do Setor Externo (% PNB): 1954 - 2009



Fonte: NIPA, BEA. Elaboração: própria.

Neste primeiro período, o padrão de endividamento líquido privado tem como contrapartida o déficit público e o saldo financeiro das empresas. No segundo período, os saldos financeiros líquidos das famílias vão reduzindo até se tornarem negativos nos anos 1990 e os déficits em transações correntes vão se tornando cada vez maiores. Os testes de correlação apontam na direção esperada e os testes de causalidade indicam que o endividamento das famílias *causa* o endividamento externo³⁷.

Neste sentido, cabe salientar que apenas um país com posição privilegiada que os EUA possuem no atual sistema monetário internacional, o endividamento das famílias, refletindo em crescente déficit externo, poderia ir tão longe. Os EUA, como já mencionado, não possuem restrição externa ao seu crescimento. Desta forma puderam sustentar por um longo período de tempo um crescimento baseado em substancial endividamento das famílias. Este endividamento das famílias é parte fundamental da explicação do crescimento da economia norte-americana. Agora, cabe explicar porque as famílias se endividaram tanto. Ao capítulo seguinte caberá essa tarefa.

³⁷ Cabe salientar que a causalidade do consumo para o déficit externo norte-americano deve-se não apenas ao padrão de consumo, mas, principalmente, ao novo padrão de produção norte-americano que se estabelece a partir dos anos 1980, com o movimento de realocização das fábricas para países em desenvolvimento.

CAPÍTULO 3

DISTRIBUIÇÃO DE RENDA E ENDIVIDAMENTO

O presente capítulo avalia, em detalhe, a análise efetuada no segundo capítulo desta dissertação sobre a alteração no padrão de endividamento das famílias. A hipótese aqui esposada é que as mudanças no perfil da distribuição de renda que ocorreram na economia norte-americana a partir do fim dos Anos Dourados desempenharam um papel fundamental na explicação na mudança do padrão de endividamento das famílias. Em uma situação de renda estagnada, a forma de se financiar os gastos foi o endividamento, possível em um contexto de desregulamentação e inovações financeiras. Este capítulo possui um duplo objetivo, em primeiro lugar, pretende mostrar a mudança no perfil da distribuição de renda que ocorre na economia norte-americana a partir dos anos 1980, em comparação com o que ocorria nos anos dourados do capitalismo (1948 – 1973). A partir disso, espera-se alcançar o segundo objetivo: mostrar que o endividamento não foi das “famílias” ou dos “consumidores”, mas, na verdade, dos trabalhadores, que foram preteridos na distribuição de renda a partir da década de 1980.

Para tanto, na primeira seção, será apresentado, de forma sintética, o ambiente econômico que tornou possível o ciclo virtuoso desse período. Depois, na segunda seção, os dois períodos serão comparados em termos macroeconômicos em geral (crescimento e emprego) e em termos de distribuição de renda mais detalhadamente. Com isso, além de dados de endividamento por faixas de renda, pretende-se mostrar a hipótese aqui defendida de que o endividamento das famílias norte-americanas, tão propalado por diversos analistas, recaiu, de fato, sobre os trabalhadores norte-americanos.

3.1 Anos dourados e sua crise

3.1.1. Anos dourados: distribuição de renda, crescimento e emprego

Do pós-guerra até a década de 1970, a economia norte-americana viveu os seus *Anos Dourados*³⁸. Conciliou, neste período, elevadas taxas de crescimento do seu produto nacional bruto, alto nível de emprego e aumento do padrão de vida da população, mediante aumento dos salários reais e redução na desigualdade na distribuição de renda. Deve-se destacar que os Anos Dourados não foram fruto do “livre mercado”, mas de um arranjo institucional baseado em políticas econômicas intervencionistas e em regulamentações e regulações – do mercado de trabalho, dos sistemas bancário e financeiro e dos fluxos internacionais de capitais.

Uma característica primordial dos Anos Dourados foi o estabelecimento de um novo contrato social entre trabalho e capital, acordado também nos diversos grupamentos políticos. Este contrato foi feito diante de um temor muito grande que o fim da mobilização para a guerra jogasse a economia americana de volta a depressão dos anos 1930, mas

“por maiores que fossem as divergências quanto à forma de condução da política econômica e à natureza da intervenção governamental, havia, ao final da guerra, um consenso claro nos EUA quanto à necessidade de evitar a repetição das mazelas da Grande Depressão” (Mazzucchelli, 2010: 1).

Constituíam parte fundamental deste novo contrato social dois compromissos: o compromisso rooselvetiano (Bastos, 2005) e o compromisso social-democrata (Mattos, 2009). Por meio do compromisso rooseveltiano, o Estado se empenharia em gerar o maior nível de emprego possível. Por meio do segundo, o Estado se comprometeria a servir de árbitro da relação capital-trabalho, articulando os interesses das grandes empresas e dos sindicatos. Assim, definiu-se um regime de relações de trabalho e um regime salarial, com vistas a aumentar os salários reais de acordo com os ganhos de produtividade.

O primeiro ponto, que sinalizava claramente o comprometimento das classes dirigentes em não permitir à volta aos tempos da grande depressão, foi o compromisso selado no esteio da Grande Depressão dos anos 1930, que chamamos acima de

³⁸ Como afirma Cardoso de Mello, e pretendemos ressaltar neste capítulo, “é preciso ter claro que os Trinta Anos Gloriosos se caracterizaram pela sua excepcionalidade” (Cardoso de Mello, 1997: 18).

compromisso rooseveltiano (Bastos, 2005). Este compromisso tinha como objetivo precípua o maior nível de emprego possível. Tal compromisso foi formalizado no *Employment Act*, de 1946, que :

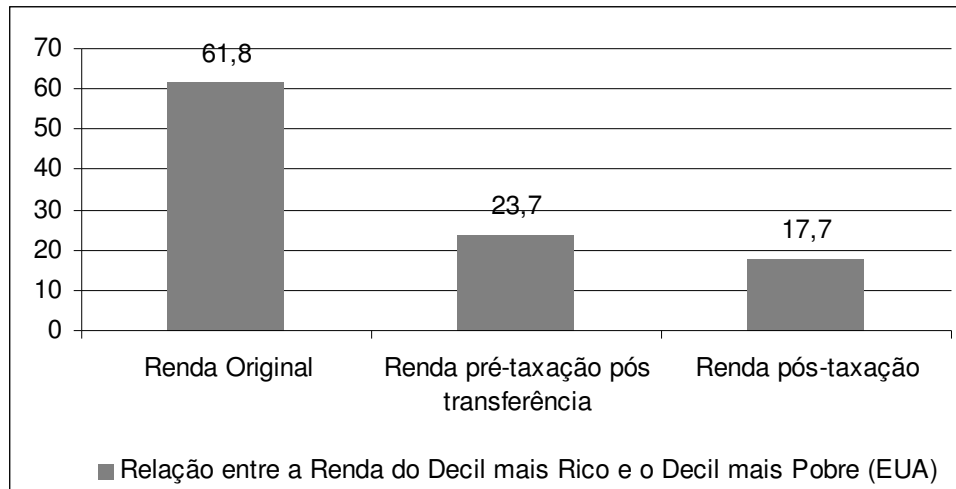
“atribuiu ao governo federal a responsabilidade pela promoção do ‘máximo emprego’, sem que se especificassem, neste documento, os instrumentos de intervenção apropriados. Tratou-se, em verdade, de um documento legal de intenções que refletia, contudo, os temores do passado e os compromissos com o futuro” (Mazzuchelli, 2009: 362).

Neste momento, nenhum grupo social ou político estava em condições de se opor a esse novo papel do Estado.

O Estado passou a exercer, portanto, um novo conjunto de funções, reflexo da nova visão sobre as suas responsabilidades, que se materializou no seu maior peso na economia. Esse novo papel engendrou um conjunto de gastos e transferências, relacionados à proteção social, que configuram os chamados estabilizadores automáticos e concederam um caráter anti-cíclico ao gasto público. Esses de gastos sociais vieram a reboque, também do segundo compromisso, que objetivava uma distribuição menos desigual da renda. Foi montado um aparato de *Welfare State* à moda norte-americana, até então inédito que, como consequência, ampliou o emprego público e o volume de gastos estatais na forma de transferências, cujo principal elemento era o seguro-desemprego (Mazzucchelli, 2010; Mattos, 2009).

Essa atuação do Estado teve forte caráter redistributivo. O gráfico abaixo ilustra esse fato muito bem: em meados dos anos 1970, a renda gerada, antes da intervenção estatal, na economia americana era distribuída de forma que os 10% mais ricos recebessem 61,8 vezes o montante recebido pelos 10% mais pobres. Após a tributação e as transferências, essa razão caía para 17,7. Assim, parece inequívoca a ação do Estado na distribuição de renda.

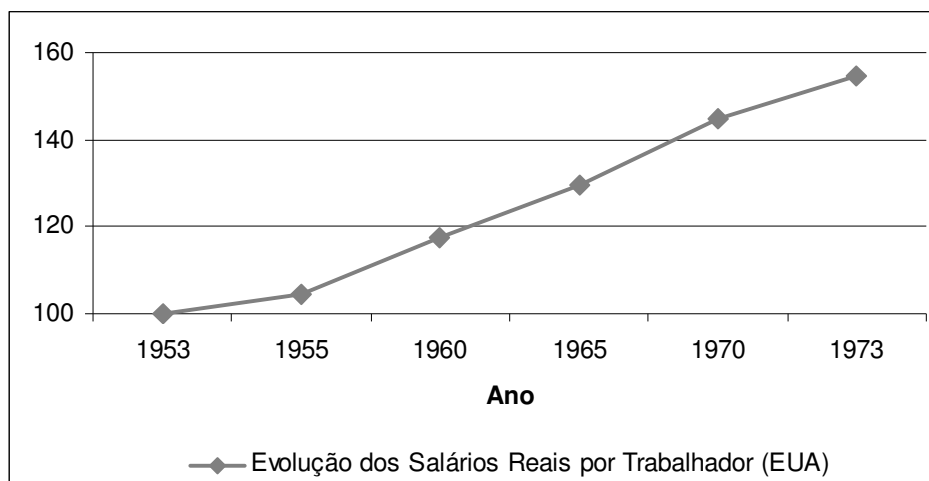
Gráfico 3.1 : Relação entre a renda do decil mais rico e o decil mais pobre



Fonte: Sawyer (1976).

Como anteriormente mencionado, os sindicatos também tiveram um papel relevante neste arranjo distributivo. Houve uma participação sindical alta para os padrões norte-americanos. Em 1977, por exemplo, 35,5% dos trabalhadores do setor privado manufatureiro eram sindicalizados e 37,6% dos trabalhadores eram cobertos pelos acordos sindicais. Os sindicatos, as empresas e o Estado propiciaram um ambiente favorável para os acordos coletivos, que garantissem repasse dos ganhos de produtividade para os salários reais. Assim houve um aumento constante dos salários reais, como podemos ver no gráfico a seguir.

Gráfico 3.2: Evolução dos Salários Reais por Trabalhador (1953 = 100)



Fonte: Van der Wee (1987), *apud* Mattos (2009). Elaboração própria.

Além disso, como decorrência, houve uma inflação rastejante que permitiu uma transferência dos ganhos de produtividade dos setores mais dinâmicos aos trabalhadores dos demais setores da economia e, desta forma, uma redução do leque salarial, pois não apenas os trabalhadores dos mencionados setores dinâmicos se aproveitavam dos frutos do progresso técnico, mas também os demais trabalhadores eram beneficiados. Essa inflação rastejante se explica, em parte, pela estrutura industrial da economia norte-americana e seu padrão de concorrência. A formação de preços se dá por meio de um *mark-up* sobre os custos. Nesse ambiente econômico, em que vigorava uma concorrência oligopolista³⁹, as empresas repassavam as variações de custos para seus preços, mantendo, ou até mesmo aumentando, a sua rentabilidade⁴⁰.

Além da distribuição funcional da renda, a distribuição pessoal também foi afetada, na direção de uma repartição mais equânime. Concomitante ao aumento da renda das famílias, houve uma redução do índice de Gini, como será visto mais adiante

A população, em geral, e os trabalhadores, em particular, lograram assim obter melhores condições de vida.

3.1.2. A crise dos Anos Dourados e a restauração liberal-conservadora

O ambiente econômico dos fins dos anos 1960 e durante os anos 1970 foi muito conturbado para os EUA: houve aceleração da inflação, choques do petróleo, perda de dinamismo e aumento da concorrência internacional. De acordo com Arrighi, foi um período de uma tríplice indisciplina do capital, do trabalho e da periferia (Arrighi, 1982 *apud* Fiori, 1997). Segundo Fiori, “foi também na década de sessenta que se iniciaram os conflitos sociais e estatais que liquidaram com o consenso ideológico e político-econômico em que se sustentou o *embedded liberalism* da hegemonia norte-americana” (Fiori, 1997: 109).

³⁹ Segundo Kalecki, a barganha salarial só consegue afetar a distribuição da renda nacional, quando se generalizam a concorrência imperfeita e o oligopólio, pois os aumentos dos salários nominais podem não ser inteiramente repassados aos preços (por medo de perda de mercado, dado que as negociações trabalhistas se processam por indústria), havendo, desta forma, ganhos de salários reais (Kalecki, 1983).

⁴⁰ Duménil e Lévy (2002) sustentam uma posição diferente. Segundo esses autores, a taxa de lucro caiu sistematicamente nos EUA, no pós-guerra.

Mesmo no governo de um conservador como Nixon, no entanto, ainda não se cogitava romper o compromisso rooseveltiano de alto emprego em prol da recuperação da rentabilidade do capital⁴¹; persistiu-se assim nas tradicionais políticas fiscal e monetária expansionistas, que já não surtiavam o efeito esperado. O mesmo ocorreu durante os anos Carter. A combinação — entre redução das margens de lucros, alta inflação e baixas taxas de juros — erodiu, por sua vez, a remuneração real da riqueza financeira. Deste modo, a classe proprietária se sentiu atacada, vendo reduzir sua participação na renda nacional, criando-se a base material para sua insatisfação e para a reviravolta política (e econômica) que se seguiu.

Como apontava Kalecki (1983), quando ameaçadas, as classes capitalistas pressionam por uma mudança na política econômica que restaure a disciplina dos trabalhadores através do desemprego. Se Kalecki, porém, afirmava que o discurso usual era acerca da necessidade de se manter as finanças sadias (*sound finance*), no caso dos EUA, nesse momento específico, somou-se a este o discurso de contenção da inflação, para restaurar a rentabilidade real dos capitais. Nesta conjuntura turbulenta, “apagava-se lentamente o espírito de solidariedade social e colaboração de classes forjado pela Grande Depressão e pela Guerra” (Fiori, 1998: 110). O que favoreceu “o ressurgimento do pensamento liberal como forma hegemônica de interpretação da crise pela qual passava o capitalismo e implodi[u] o arco de alianças políticas que havia sido consolidado (...) durante o pós-guerra” (Mattos, 2009: 54-5).

No decorrer do governo do democrata Jimmy Carter, na gestão de Paul Volcker à frente do *Fed*, inicia-se a “contra-revolução” ou “restauração” liberal conservadora (Cardoso de Mello, 1997; Fiori, 1997), que se consolida com a eleição de Ronald Reagan para a presidência dos Estados Unidos, em 1980. Este é o momento em que surge uma nova “aliança memorável” entre o Estado e o Capital (Arrighi, 1994: 331 *apud* Fiori, 1997) e que se definem os interesses de classe e as bases ideológicas da política econômica e das

⁴¹ Teixeira (1983) nos oferece uma explicação para essa queda da rentabilidade do capital e a perda do dinamismo econômico, conjugando elementos estruturais e conjunturais. Ocorria, à época, uma convergência do padrão industrial e o seu esgotamento, que pode ser percebido já em fins da década de 1960, cessando o efeito realimentador inter-setorial e reduzindo, assim, o dinamismo econômico (Teixeira, 1983: 111-7). Dentre os elementos conjunturais destacam-se a pressão por elevação dos salários nominais (Kaldor, 1976), o aumento de preço das *commodities*, fruto de especulação, e o choque do petróleo em 1973, cujo preço quadruplicou ao longo desse ano, mesmo depois de já ter dobrado o seu valor entre 1970 e 1973 (Torres-Filho, 2004: 321-3), que contribuíram para a aceleração do fenômeno inflacionário. Esses seriam os elementos básicos para se compor o cenário da estagnação.

diretrizes a serem seguidas. Em 1979, o presidente do Fed eleva as taxas de juros a patamares extraordinários para os padrões da economia norte-americana, gerando uma reviravolta nos planos interno e externo^{42 43}. Este movimento serviu para domar a inflação, levando a economia norte-americana à maior recessão do pós-guerra, mas foi também o primeiro passo para restituir a disciplina dos trabalhadores, por meio da experiência do desemprego⁴⁴. Os capitalistas não temiam a queda de lucro durante a recessão, pois, como afirma Kalecki (1983), preferem a disciplina dos trabalhadores e a estabilidade das estruturas de poder aos lucros, “[s]eu instinto de classe lhes diz (...) que o desemprego é uma parte integrante do sistema capitalista normal” (*ibid*: 56). E, finda a recessão, e com a retomada do crescimento econômico, os lucros estarão restaurados em condições muito mais favoráveis, garantindo a rentabilidade da riqueza capitalista.

É alterada também a natureza da política fiscal. Para fazer frente ao aumento dos gastos militares (fruto da estratégia de Reagan de ganhar de vez a guerra-fria) e ao componente financeiro do orçamento (devido ao choque de juros de Volcker) foram cortados os gastos que faziam parte da política de proteção social, verificando-se um caso de “keynesianismo bélico” (Teixeira, 1994: 48-9). “Em síntese, trocaram as despesas em capital social básico e bem-estar social por armas e fizeram uma redistribuição de rendas em favor dos ricos” (Tavares, 1997: 38). Além disso, foram tomadas as medidas que ficaram conhecidas como *supply side economics* (ou, ainda, *reaganomics*). São essas, em geral, as medidas de “desregulação competitiva” (Helleiner, 1994).

As medidas de desregulação e desregulamentação atingiram também o mercado de trabalho, com medidas que visavam um melhor ajustamento de preços (salários) e quantidades (nível de emprego), ao longo do ciclo econômico (Mattos, 2009). O governo Reagan mostrou claramente para os trabalhadores e sindicatos que as relações capital-trabalho iriam mudar. Além do desemprego, os sindicatos, em particular, e os trabalhadores, de forma geral, foram diretamente atacados pela *Reagonomics*. Como bem

⁴² Vimos o papel dessa elevação da taxa de juros no plano externo no capítulo 1.

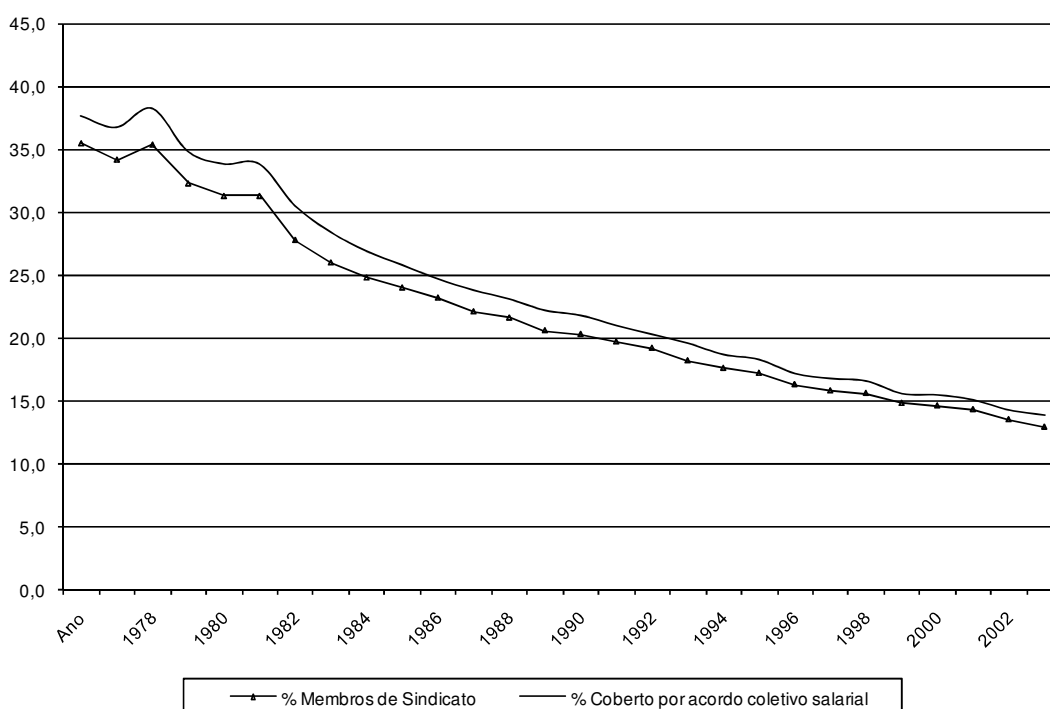
⁴³ Neste sentido, a política econômica norte-americana que prevaleceu nos anos 1980, iniciada em 1979 com esta elevação dos juros, visava não apenas o enquadramento externo como enquadramento interno (Teixeira, 2000). Este aspecto interno, no entanto, como tentamos mostrar aqui, não se deve apenas ao enquadramento do capital bancário e financeiro norte-americano, mas também à classe trabalhadora.

⁴⁴ Como aponta Fiori, “todos os caminhos e vertentes do diagnóstico feito pelas forças conservadoras vitoriosas apontavam para a necessidade de um ‘redisciplinamento do mundo do trabalho’(...)” (Fiori, 1997: 116).

recorda Bastos (2005), essa mudança na forma de arbítrio na relação capital-trabalho se mostra claramente, logo no início da administração Reagan. Na sua condução da greve do sindicato dos controladores de voo, declarou-a como um risco para a segurança nacional e, evocando o *Taft-Hartley Act*⁴⁵, ordenou o imediato retorno ao trabalho. O resultado foi o confisco dos fundos do sindicato, prisão de alguns dos líderes sindicais e uma demissão em massa de trabalhadores (cerca de 11 mil, dos 13 mil grevistas; o sindicato possuía cerca de 17 mil afiliados).⁴⁶

Esta dura política contra o trabalho teve como consequência a redução do espectro de trabalhadores cobertos pelos acordos sindicais, reduzindo ainda mais a já historicamente baixa adesão sindical nos EUA.

Gráfico 3.3 – Percentual de Sindicalização e Cobertura de Acordos Coletivos (setor manufatureiro)



Fonte: base de dados de Hirsch e Macpherson, disponível em: www.trinity.edu/bhirsch/unionstats.

⁴⁵ Pois, como sabemos por meio de Mazzucchelli (2010), o *Taft-Hartley Act* (que monitorava e restringia a ação e o poder dos sindicatos) data de 1947, e é considerado o único retrocesso que houve em relação ao New Deal, do arcabouço institucional dos Anos Dourados.

⁴⁶ Como observa Bastos (2005), o pragmatismo político conduz a ações pouco coerentes. Durante a sua campanha eleitoral, Reagan havia buscado apoio desse sindicato.

Some-se a isso a valorização do dólar do início dos anos 1980, que estimulou o processo de transferência locacional das plantas produtivas, em que os segmentos mais intensivos em trabalho foram transferidos para países em desenvolvimento com custos trabalhistas menores; o aumento da concorrência internacional, a insegurança do emprego; as fusões e aquisições dos anos 1990; as novas tecnologias de informação e capacitação; a reestruturação produtiva na forma de *downsizing*; e as novas estratégias empresariais de *global sourcing* (Crotty, 2000; Moran, 2009). Isto aumentou muito a pressão sobre os trabalhadores e lhes infringiu ainda menor capacidade de barganha nas disputas salariais. As consequências do enfraquecimento do poder de barganha dos sindicatos sobre a distribuição de renda, como veremos, não pode ser minimizada.

Como veremos adiante, quando a economia norte-americana volta a crescer, a partir de 1983, inicia o seu retorno ao compromisso de gerar o maior nível de emprego possível, porém já descompromissado de distribuir renda.

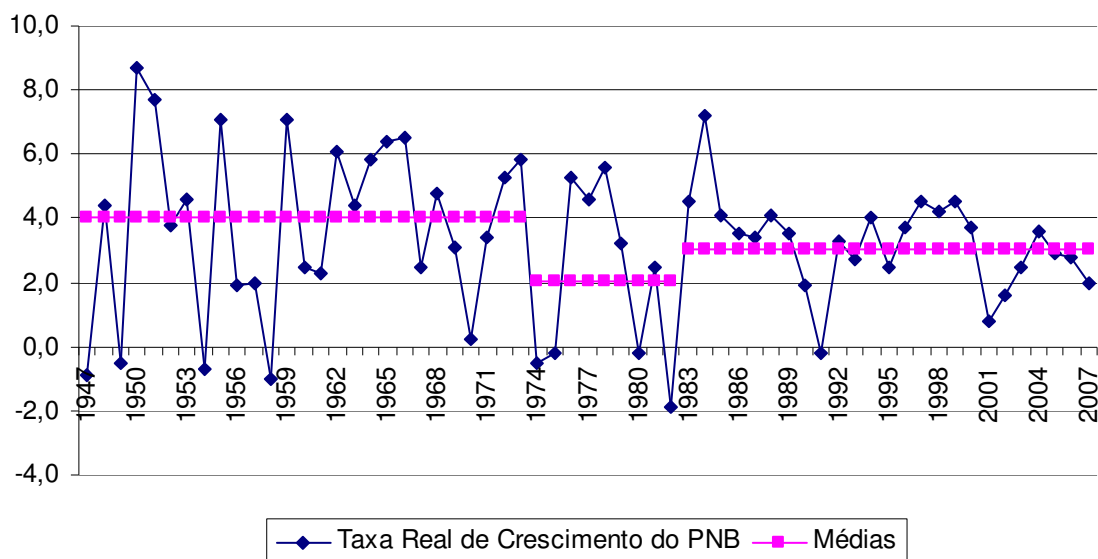
3.2 Comparando os Anos Dourados (1948 – 1973) com o período 1980 – 2007: crescimento, emprego e distribuição de renda.

3.2.1 Crescimento e emprego.

Analisando primeiramente os dados macroeconômicos, pode-se ver que a taxa de crescimento do Produto Nacional Bruto (PNB), no Gráfico 3.4 abaixo, durante 1983-2007, foi de apenas 3,0%, enquanto nos anos dourados, como um todo (1947-73), foi de 4,0%. Dividindo o período, podemos ver que a estratégia Volcker-Reagan funcionou, provocando uma recessão nos anos 1979-1982, e logo depois a economia volta crescer, sem, no entanto, alcançar um ritmo de crescimento tão intenso como o registrado nos Anos Dourados. A característica do período, pode-se dizer, foi o constante e moderado crescimento, justificando um dos epítetos do período de *the Great Moderation*⁴⁷ (a grande moderação), pois nem mesmo a taxa de crescimento dos anos 1990, foi superior a dos anos dourados, alcançando 3,7% a.a., no período 1992-2000.

⁴⁷ “*The great moderation*” foi o título de uma palestra de Bernanke, a época membro do “*board of governors*” do FED. Nessa palestra, Bernanke destaca a redução da volatilidade macroeconômica dos EUA, fruto de uma maior moderação dos trabalhadores nas suas demandas salariais e a uma melhora na gestão das políticas macroeconômicas, em especial a política monetária.

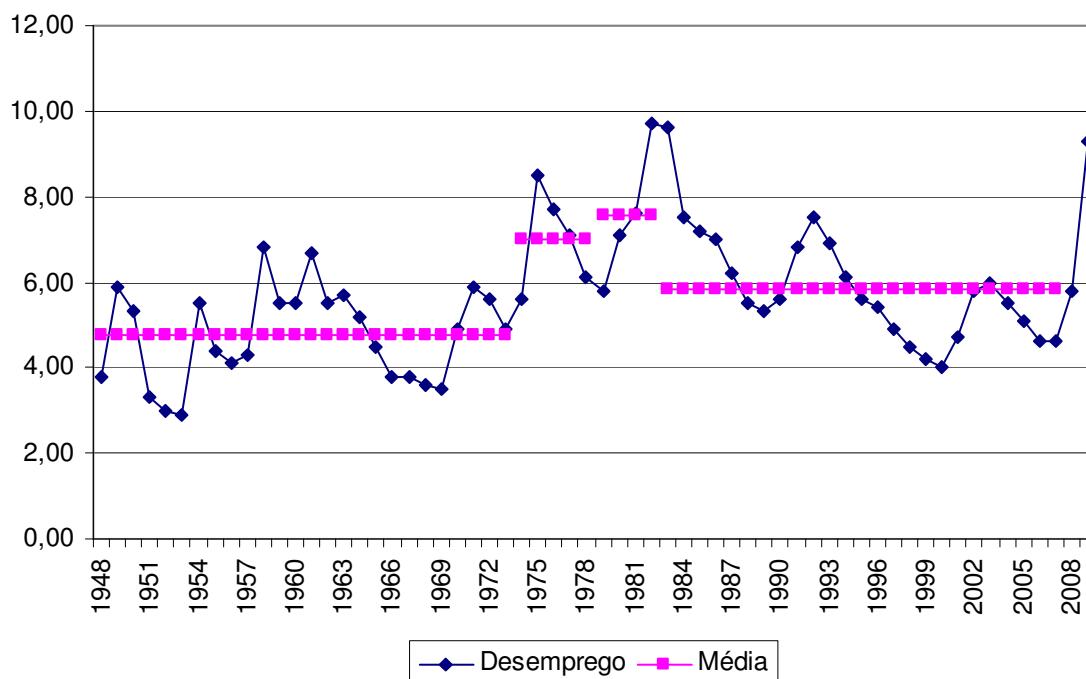
Gráfico 3.4 - Taxa de crescimento real do PNB (ao ano) e Taxa média de crescimento do PNB por período – de 1945 à 2007



Fonte: Nipa, BEA. Elaboração própria.

A taxa de desemprego apresenta uma trajetória semelhante à taxa de crescimento do PNB no pós-guerra, como podemos ver no Gráfico 3.5 a seguir. Os Anos Dourados apresentam a menor taxa média de desemprego do pós-guerra, 4,7%, contra 5,8%, no período de 1983-2007. Mesmo separando apenas os anos 1990, com suas consideradas muito baixas taxas de desemprego, não se observam taxas menores que no período 1947-1993, com média de 5,4% (1992 – 2000). Além disso, os dados mostram a política de disciplinar os trabalhadores pelo desemprego: entre 1979 e 1982, a economia norte-americana apresentou a maior taxa média de desemprego do pós-guerra, 7,7%, apresentando, também, taxas de desemprego acima de 10% por 10 meses consecutivos, entre setembro de 1982 e junho de 1983.

Gráfico 3.5 – Taxa de Desemprego da Economia Norte-Americana: 1948 - 2009



Fonte: *Bureau of Labor Statistics*. Elaboração própria.

Não obstante, *et pour cause*, as margens de lucros brutos e líquidos cresceram. Desta forma, ampliou-se a polarização da distribuição funcional da renda, com queda da parcela referente à renda do trabalho e aumento da parcela concernente à remuneração do capital. E, ainda por cima, o custo do trabalho caiu o suficiente para provocar um acréscimo da margem bruta de lucro, grande o suficiente para compensar a ampliação dos custos financeiros e a elevação do custo de oportunidade de capital, devido ao aumento da taxa básica de juros, havendo, assim, um crescimento da margem de lucro líquida de juros. Como afirma Serrano:

“estas mudanças distributivas mostram que a nova era de juros reais elevados não causou um conflito permanente entre o capital produtivo e o capital financeiro, e sim, faz parte de uma drástica queda do poder de barganha dos trabalhadores em relação às classes proprietárias em geral” (Serrano, 2004: 204).

Tabela 3.1 – Distribuição Funcional da Renda

Auge do Ciclo Econômico	Participação na Renda Nacional		
	Lucro*	Trabalho	Total
1959	22,7	77,3	100,0
1969	20,3	79,7	100,0
1973	18,8	81,2	100,0
1979	17,9	82,1	100,0
1989	18,9	81,1	100,0
1995	19,9	80,1	100,0
2000	20,3	79,7	100,0
2006	23,3	76,7	100,0
2007	21,9	78,1	100,0

* O “lucro” é dado pela razão entre a renda do capital e a renda corporativa total

Fonte: Mishel, Bernstein, Shierholz (2009)

Essa mudança na distribuição funcional na renda se deve fundamentalmente a estagnação dos rendimentos reais dos trabalhadores, a ser analisado adiante.

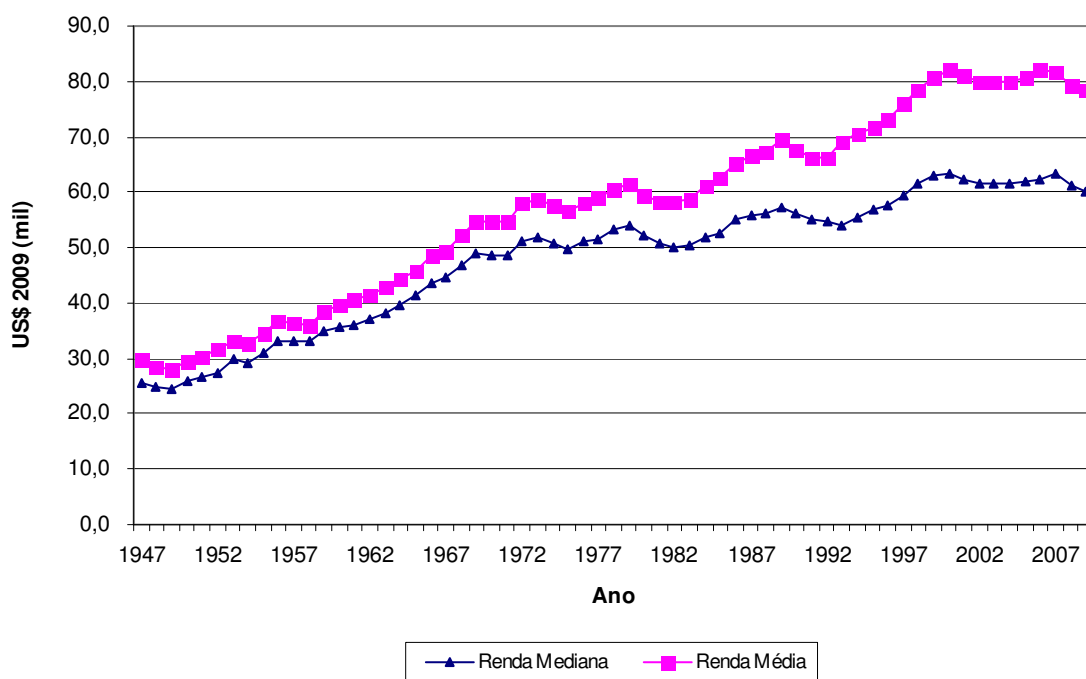
3.2.2. Distribuição de Renda

Quando a economia norte-americana volta a crescer, a partir de 1983, inicia o seu retorno ao pacto de gerar o maior nível de emprego possível, porém sem distribuir renda. Assim, a economia norte-americana volta a apresentar reduzidas taxas de desemprego, ao contrário das demais economias centrais⁴⁸. No entanto, apesar das taxas registradas, o nível de emprego se tornou mais pró-cíclico, porém a cada ciclo a recuperação do emprego ficou ainda mais lenta com maior pressão sobre o rendimento dos assalariados (Belluzzo, 2010). Além disso, de acordo com Mattos (2009: 196), os dados revelam que as profissões localizadas no topo da pirâmide salarial e na base da mesma foram as que tiveram maior número de ocupações criadas. Isso é oposto do que ocorreu no início dos Anos Dourados, período que Krugman chama de “a grande compressão”. Este período envolveu “não só o crescimento mais rápido dos rendimentos das categorias sociais situadas na base da

⁴⁸ De fato, a taxa de desemprego só se reduz de forma mais significativa a partir dos anos 1990, pois entre a 1983 e 1987 a taxa média foi superior a 7%.

pirâmide, como decorreu também do ‘empobrecimento’ das camadas superiores” (Belluzzo, 2010). Uma forma de se visualizar isso é analisando a evolução da renda real familiar (em dólares de 2009) média e mediana para todo o pós-guerra, conforme o gráfico a seguir.

Gráfico 3.6 – Renda Anual Média e Mediana: 1947 - 2009



Fonte: *US Census Bureau*. Elaboração própria.

Como afirma Wolff (2010), a medida mais comum para se verificar o padrão de vida da população é a renda mediana⁴⁹. A despeito do *boom* da nova economia nos anos 1990, a rápida recuperação da crise de 2001 e o crescimento até a crise econômica que se inicia em 2007, a renda mediana não teve um bom desempenho, quando comparado ao dos Anos Dourados. No período 1993-2001, cresceu 15,3% e no período 2002-2007, cresceu apenas 3,0%; totalizando em todo o período 1982-2007 apenas 26,9%. No período dos anos dourados (1947 – 2003), a renda mediana mais que dobrou: teve um aumento real de 104,2%.

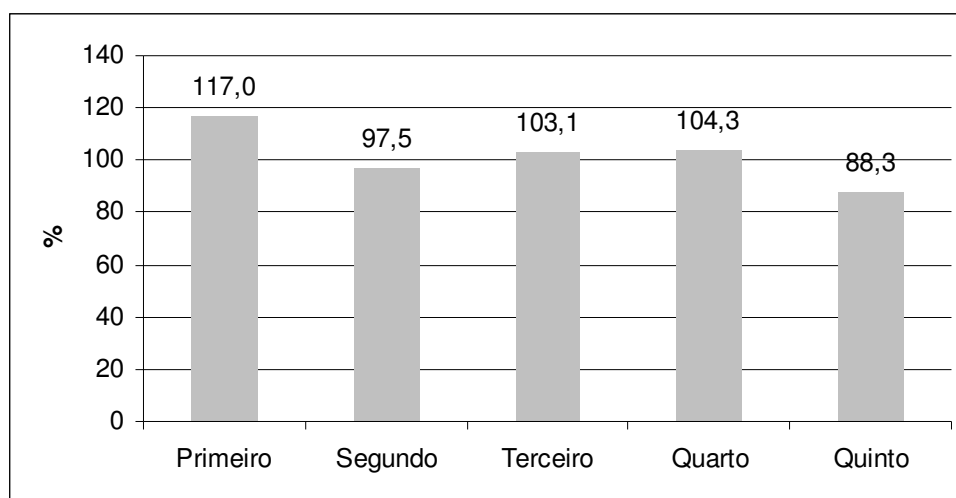
⁴⁹ A renda mediana é aquela recebida pela família que se encontra na exata metade da distribuição, quando se ordena as famílias de forma crescente em termos de renda.

Já a renda média, por sua vez, quase dobrou nos Anos Dourados, com um aumento real de 97,3. Porém teve um aumento de apenas 2,2% entre 2002 e 2007, e de 17,4% entre 1993-2001, totalizando, no período 1982 – 2007, um aumento real de 39,5%. No período dos anos dourados, a renda mediana cresceu mais que a renda média, enquanto no período seguinte, isso se inverteu. O significado disso é um aumento da assimetria na distribuição de renda. Ou seja, a renda daqueles que recebem mais que a renda mediana (os 50% mais ricos) cresceu de forma mais rápida que aquelas dos que recebem menos que a renda mediana, a partir dos anos 1980. Como veremos, os ganhos desses 50 mais ricos concentraram-se no topo da distribuição, principalmente entre os 10% mais ricos.

Uma forma apropriada de se aprofundar essa discussão é proceder a divisão das famílias em estratos de renda, utilizando-se quintis. Desta forma, será possível lançar luz sobre a evolução da desigualdade da distribuição de renda. O Gráfico 3.7 abaixo ilustra o já mencionado compromisso distributivo dos Anos Dourados. Neste período, o crescimento de renda foi *desigualmente* distribuído: a renda dos mais pobres cresceu mais rápido que a dos mais ricos, de forma sistemática. Como pode ser visto, o grupo que mais se beneficiou de aumentos da renda foi o dos 20% mais pobres, enquanto o grupo com menor crescimento da renda foi o dos 20% mais ricos. Isso mostra o sucesso do compromisso distributivo e por outro lado, ajuda a explicar o seu fim. Aqueles que perderam renda se sentiram ameaçados e conseguiram elevar o seu poder de barganha, e alterar o padrão de distribuição de renda⁵⁰.

⁵⁰ Como afirma Crotty (2000, 1-2): “Neoliberalism was a deliberate political and economic choice made in the late 1970s and early 1980s by economic elites around the globe in pursuit not of the general welfare, but of their narrow individual and class interests”.

Gráfico 3.7 – Variação da renda anual dos trabalhadores (por quintis de renda): 1947-1973

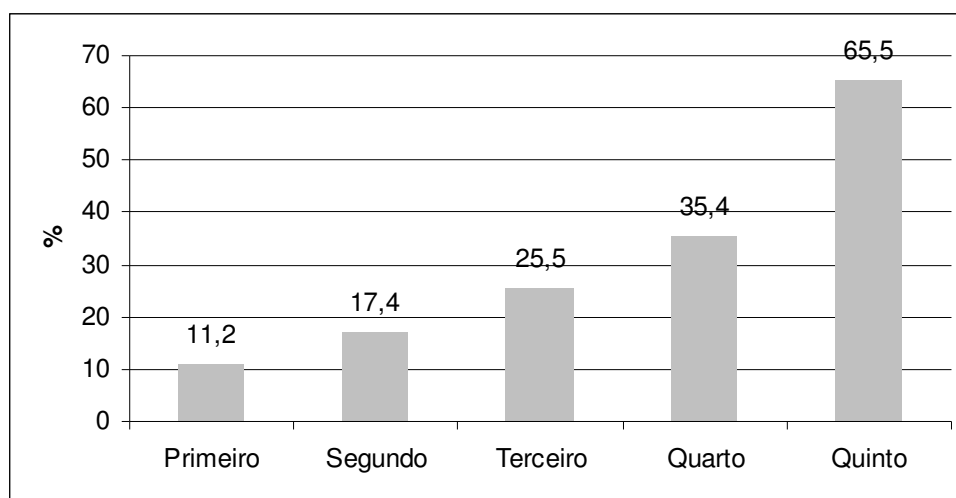


Fonte: The state of working America, disponível em <http://www.stateofworkingamerica.org>.

Os dois gráficos abaixo, 3.8 e 3.9, ilustram muito bem o fim desse padrão distributivo e o processo de concentração de renda na economia norte-americana no período seguinte, entre 1973 e 2000.

No período 1973 – 2000, a mudança na distribuição de renda foi drástica, o que mostra, por sua vez, o “sucesso” da política implementada por aqueles que queriam o fim do compromisso distributivo. Neste período, os 20% mais pobres tiveram um aumento de renda real acumulado de 11,2 %, enquanto os 20% mais ricos obtiveram um aumento de 65,5%. E, além disso, vê-se que o crescimento da renda aumenta à medida que se avança nos quintis: quanto mais rica a faixa, maior o crescimento da renda obtido - com os 20% mais ricos possuindo um aumento de quase o dobro daquele obtido pelos que estão no quarto quintil. Para ilustrar, o aumento da renda média nesse período foi de 39,4%.

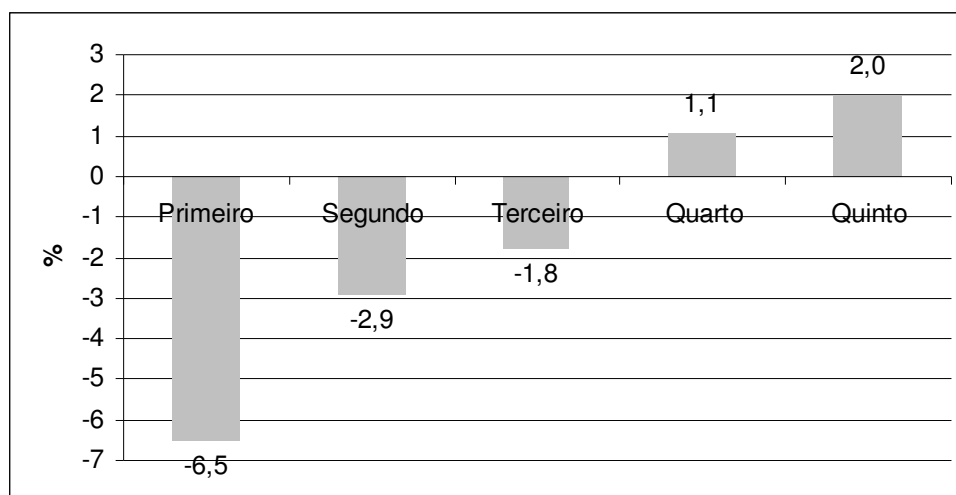
Gráfico 3.8 – Variação da renda anual dos trabalhadores (por quintis de renda): 1973-2000



Fonte: The state of working America.

No período 2000-2006, essa mudança na distribuição de renda se torna perversa: os 60% mais pobres perdem renda real em termos absolutos, e apenas os 40% mais ricos obtêm algum ganho real.

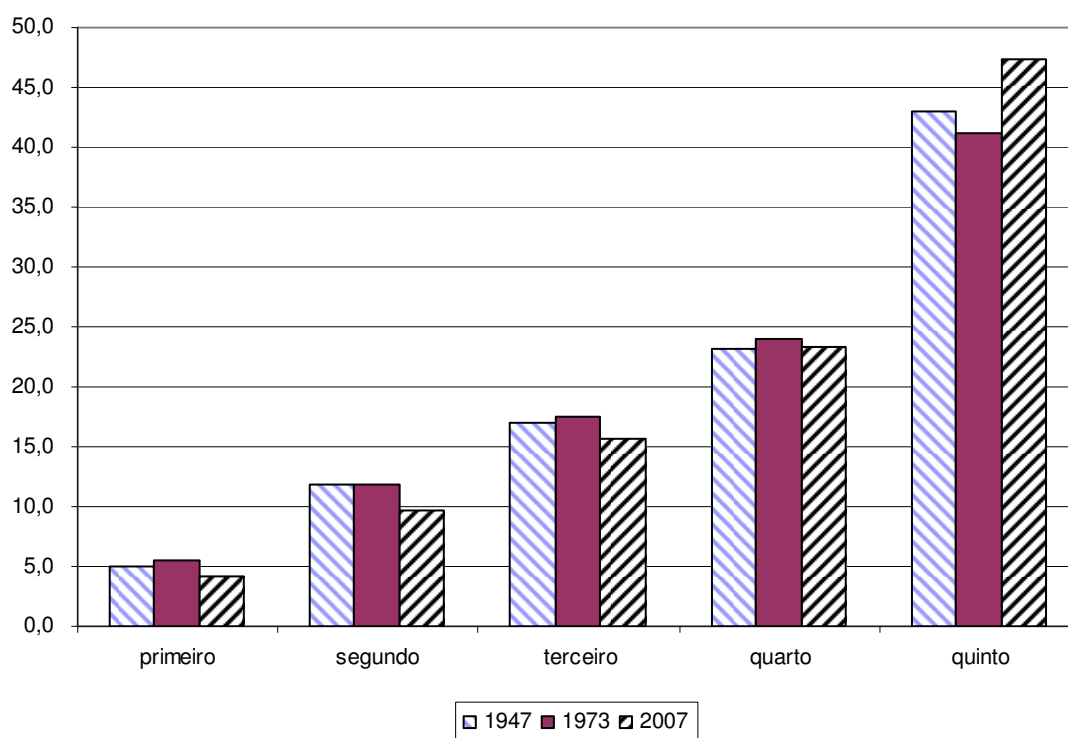
Gráfico 3.9 – Variação da renda anual dos trabalhadores (por quintis de renda): 2000-2006



Fonte: The state of working America.

Olhando de outro modo, vemos que apenas os 20% mais ricos, conseguiram ampliar a sua participação na renda total, entre 1973 e 2007. Estes ampliam seu *share* da renda em 6,2 pontos percentuais. Enquanto isso, os 80% mais pobres perdem participação na renda neste período e os 3 quintis mais pobres (60%) perderam participação até mesmo em relação a 1947, mostrando a regressão no padrão de distribuição de renda da economia norte-americana e a perda de importantes conquistas do capitalismo regulado dos Anos Dourados.

Gráfico 3.10 – Participação na renda por Quintil em anos selecionados: 1947, 1973 e 2007

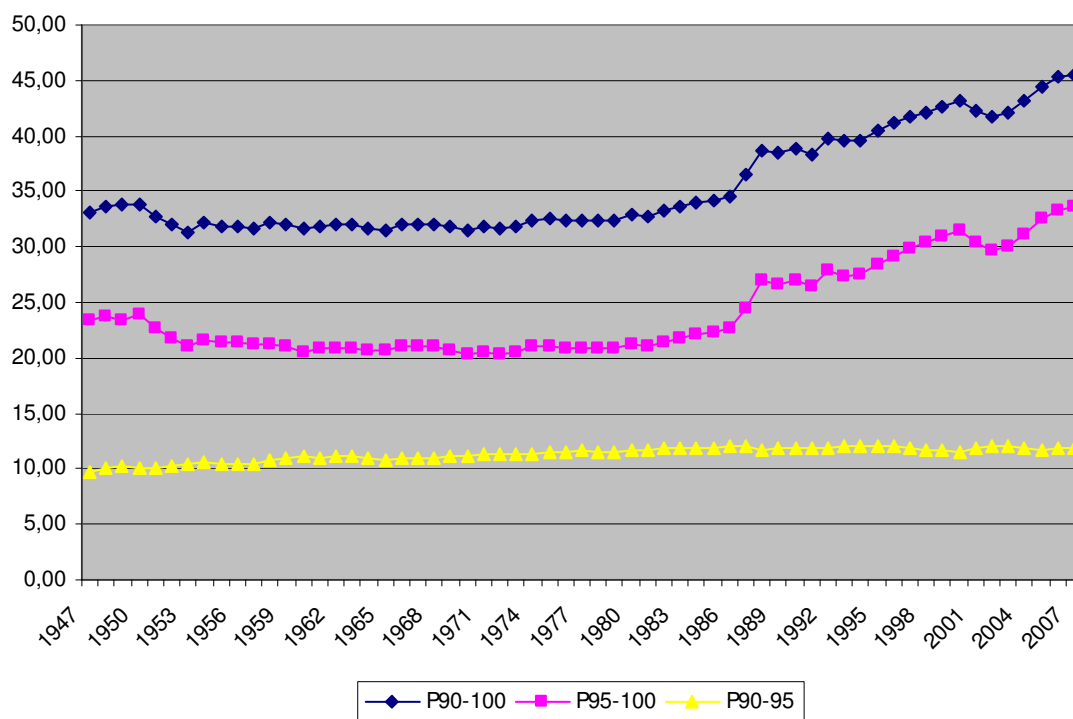


Fonte: US Census Bureau. Elaboração própria.

Esse aumento da participação na renda total dos 20% mais ricos, não se deu de forma homogênea. A concentração de renda se deu no topo da pirâmide. A renda dos 10% mais ricos, que havia tido uma pequena queda da participação na renda de 1,2 pontos percentuais, entre 1947 e 1973, logrou um substancial aumento na participação, no período

1982-2007: foi de 33,2% a 45,5%. Novamente, esse aumento foi desigual. A renda daqueles situados entre os percentis 90 e 95 na verdade ficou estagnada, como podemos ver no Gráfico 3.11 abaixo, sua participação na renda ficou no mesmo patamar, 11,8%, nos anos 1982 e 2007, com uma ligeira flutuação ao longo deste período. Enquanto isso, os 5% mais ricos conseguiram um significativo aumento da participação na renda, de 21,4% para 33,9%. Ou seja, todo ganho dos 10% mais ricos foi comando pelo aumento da renda recebida pelos 5% mais ricos.

Gráfico 3.11 – Evolução da renda do último decil e dos percentis 90 e 95: 1947- 2007

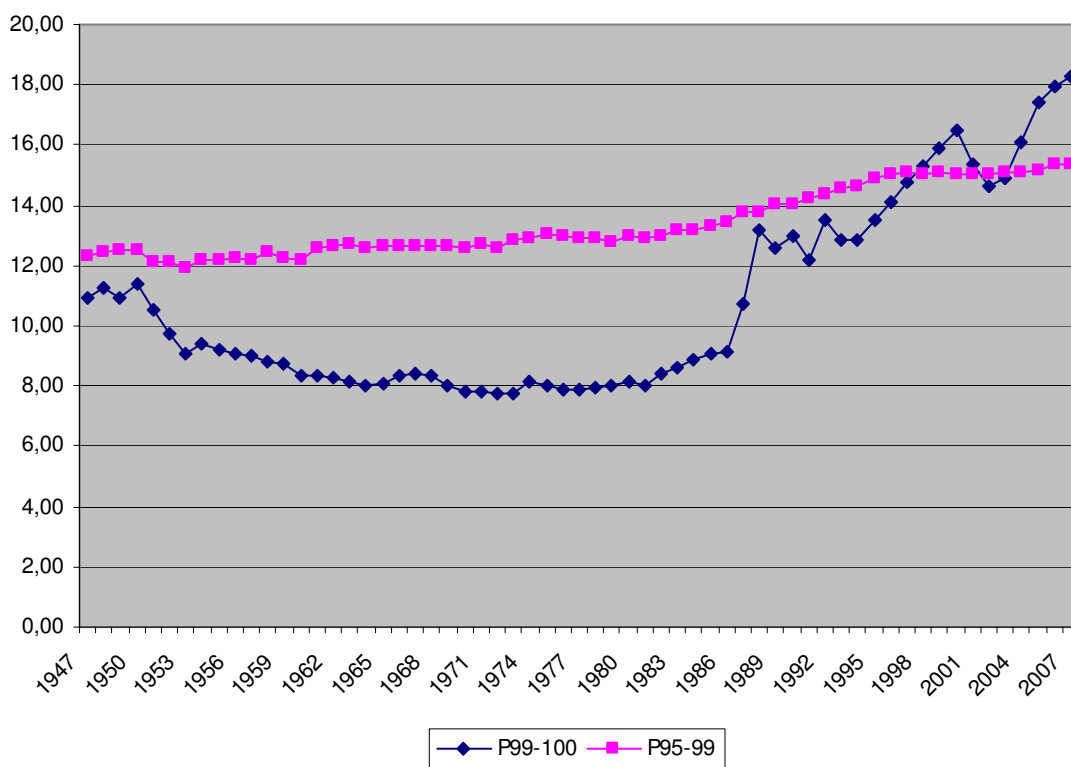


Fonte: Piketty e Saez⁵¹, disponível em <http://www.econ.berkeley.edu/~saez/>. Elaboração própria.

⁵¹ Os dados de Piketty e Saez provêm de uma base de dados diferente da *Census Bureau*. Estes autores usam dados referentes ao imposto de renda, provenientes do *Internal Revenue Service*. Por conta disso, seus números não são os mesmos do mencionado *Census Bureau*. Não obstante, a tendência apresentada por ambas as séries de dados é muito semelhante.

Indo mais a fundo nessa análise, pode-se ver que a renda concentrou nos 1% mais ricos. Enquanto a renda daqueles situados entre os percentis 95 e 99 apresentou um pequeno aumento, de 13% para 15,7%, entre 1982 e 2007, a participação na renda total dos 1% mais ricos mais que dobrou, foi de 8,4% para 18,3%, no mesmo período. Quanto mais ao topo da pirâmide formos, mais poderemos ver como a renda se concentrou: os 0,1% mais ricos mais que triplicaram sua participação na renda e os 0,01% mais que quadruplicaram sua participação na renda.

Gráfico 3.12 – Evolução da renda dos percentis 95 e 99 – de 1947 a 2007



Fonte: Piketty e Saez; elaboração própria.

A estagnação da renda real média dos trabalhadores e, assim, a queda da participação dos salários na renda entre 1979 e 2002 deveu-se, basicamente, à estagnação, e posterior queda, dos salários dos trabalhadores de faixas salariais medianas e baixas. Como afirma Belluzzo, “a evolução miserável dos rendimentos das famílias americanas de classe

média foi determinado pelo desempenho ainda mais deplorável dos salários” (Belluzzo, 2010).

Além desse significativo aumento da desigualdade na distribuição de renda, houve também uma ampliação do leque salarial. Segundo Mattos, os dados indicam que é na indústria e nos serviços que tal ampliação do leque salarial se evidencia de forma mais expressiva (Mattos, 2009: 196), pois a economia americana passou a gerar empregos nos extremos da pirâmide ocupacional e distributiva. Isto revela, por um lado, o dinamismo dos seus setores de ponta, relacionados a serviços financeiros e as indústrias ligadas às novas tecnologias de informação e comunicação, e por outro, dos seus setores de baixa qualificação profissional, como serviços pessoais e comércio varejista (Mattos, 2009: 195).

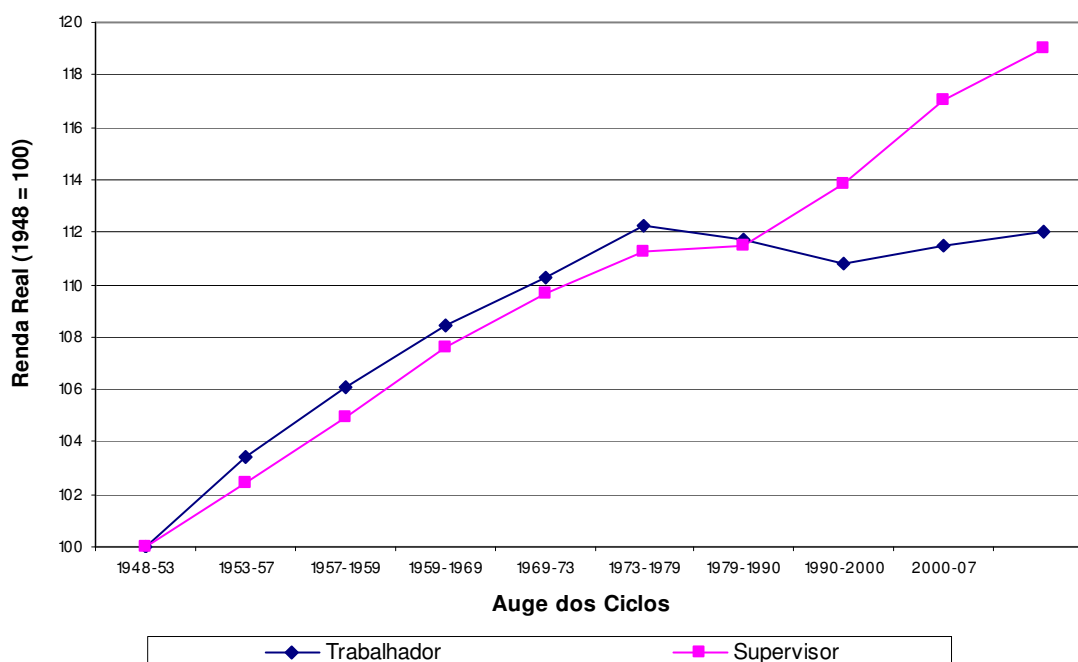
Entre 1989 e 1998, a economia norte-americana quase não gerou empregos de médios salários, este tipo de emprego cresceu apenas 0,4% no período, enquanto os extremos, empregos de altos salários e baixos salários, cresceram substancialmente: 22,4% e 10,2%, respectivamente. Além disso, olhando para as categorias profissionais, os cargos executivos, especialista e técnicos foram os que mais contribuíram para a geração de empregos, seguidos dos trabalhos do setor de serviços. As categorias de trabalhadores manuais e de empregados de escritório pouco geraram postos de trabalho nos anos 1990 (Mattos, 2009: 196).

A queda do poder de barganha dos trabalhadores os fez perder a capacidade de garantir a distribuição dos ganhos de produtividade entre aqueles empregados nos mais diversos setores da economia e de garantir um estreitamento, ou pelo menos a manutenção, do leque salarial. Uma consequência disso foi a estagnação dos salários reais (medianos), apontado por autores como Crotty (2000: 22). A análise desse rendimento mediano esconde, porém, que essa perda de poder de barganha foi desigual dentre os trabalhadores, havendo a mencionada polarização das rendas do trabalho. Analisando o crescimento da renda dos trabalhadores, diretamente ligados a produção e não ocupantes de cargos executivos, e da renda daqueles ligados a cargos executivos e de supervisão, há um quebra de tendência nos anos 1970 e 1980. Tomando o ano de 1948 como base (igual a 100, para ambos grupos), vemos que ao longo dos ciclos (de pico a pico, de acordo com a periodização do *national bureau of economic research* - NBER), de 1948 a 1973, o

rendimento de ambos grupos de trabalhadores crescem em linha. Na verdade, o maior crescimento da renda do primeiro grupo, média de 2,34 a.a., indica uma redução do leque salarial, pois esta categoria cobre cerca de 80% dos trabalhadores mais pobres (Crotty, 2000: 22; Mohun, 2010: 9). Neste mesmo período, a categoria que engloba executivos e supervisores obteve ganhos reais de 2,16% a.a., em média.

Entre 1973 e 1979, ambas as categorias apresentaram baixas taxas de crescimento. Porém, os trabalhadores ligados diretamente à produção, e os não ocupantes de cargos executivos em geral, não auferiram ganhos reais de renda, a partir de 1980. Mais precisamente a taxa média de crescimento da renda foi de 0,1% a.a. entre 1973 e 1979, estagnou-se de 1973 a 2007. Os executivos, por sua vez, auferiram significativos ganhos reais, apresentando taxa de crescimento da renda de 2,2% a.a no período 1980 e 2007⁵².

Gráfico 3.13 – Renda Real Média dos Trabalhadores entre 1948 e 2007 (nível, 1948 = 100)

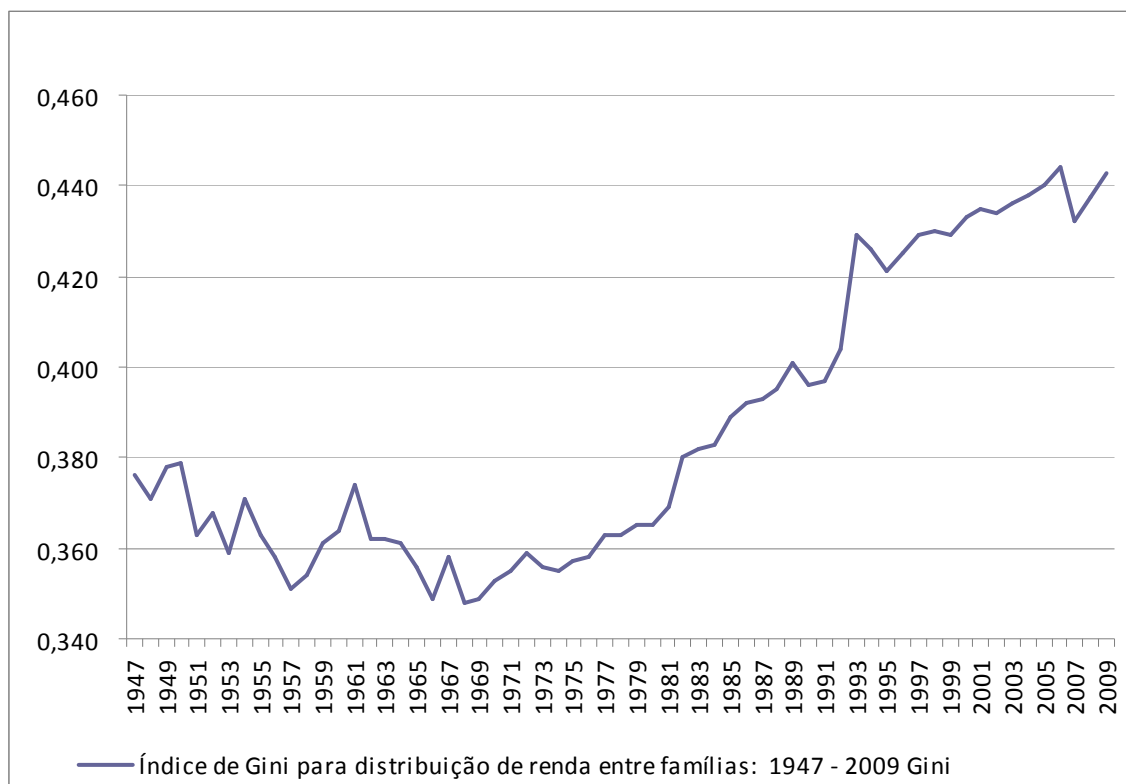


Fonte: Mohun 2010. Elaboração própria.

⁵² Esse aumento do rendimento dos executivos, principalmente durante os anos 1990 e 2000, fez surgir uma série de análises justificando tais rendimentos, pois os executivos seriam os *superstars* do capitalismo (Reich, 2007; Gabaix e Lander, 2008). E assim mereciam elevadas remunerações tal qual atletas de ponta e artistas do entretenimento. Para uma crítica dessa literatura, ver Serrano (2008).

Esta disparidade no crescimento da renda de diferentes trabalhadores terminou por refletir em um aumento da concentração da distribuição pessoal da renda. Como observado no gráfico 3.14 abaixo, o Índice de Gini, que vinha caindo de um nível próximo de 0,38 em 1947 para 0,34 em 1968, aumentou consideravelmente nos anos seguintes, alcançando, em 2007 o nível de 0,40.

Gráfico 3.14: Distribuição da renda familiar: índice de Gini, 1947 – 2009



Fonte: Us Census Bureau. Elaboração própria.

Além das formas já mencionadas, o Estado teve um papel fundamental nessa concentração de renda, por meio da sua política tributária. Segundo Wolff (2010), em 1944, o imposto de renda (marginal) para os mais ricos era de 94%. No anos 1960, ainda era de 91%. Esta foi sendo reduzida paulatinamente até 70%, em 1975. Reagan, primeiro a reduzir

para 50% em 1983⁵³ e depois para 28%, em 1986. Depois disso foi majorada, alcançando 35%, em 2007, durante o governo de George W. Bush. Como bem sintetiza Wolff, os cortes de impostos durante o período do pós-guerra foram geralmente mais generosos para os ricos, particularmente para os “super ricos” (Wolff, 2010: 436).

3.3 Endividamento dos Trabalhadores

Neste contexto de renda real estagnada para grande parte da população, o padrão de gastos pode ser mantido durante por um certo tempo por meio do ingresso de mulheres no mercado de trabalho e por um aumento das horas trabalhadas (Wolff, 2010; Crotty, 2000). Segundo Crotty (2000: 23), entre 1979 e 1996 o número total de horas trabalhadas pela família mediana aumentou em 9% ao ano. De acordo com Wolff (2010: 433), a participação das mulheres na força de trabalho aumentou de 41% em 1970 para 57% em 1988. A partir de 1988, a participação das mulheres passou a crescer mais lentamente.

O que de fato preencheu a lacuna entre gastos das famílias e renda estagnada foi o seu crescente endividamento. Dívida de cartão de crédito e dívidas não-bancárias são as formas mais comuns de acesso a crédito por parte de famílias de baixa renda nos EUA. Mas, na segunda metade dos anos 1990 e nos 2000, a forma de endividamento que mais cresceu foi o crédito imobiliário. Este tipo de financiamento não esteve necessariamente relacionado à aquisição de novas residências, mas para se “realizar ganhos de capital” do valor de imóveis através do crédito hipotecário. O termo é aqui utilizado entre aspas, pois o ganho de capital, de fato, só seria realizado com a venda do ativo em questão. Porém, diversas inovações financeiras ampliaram o acesso das famílias ao sistema de crédito residencial, permitindo, inclusive, empréstimos referentes apenas à variação do preço do imóvel, quando já houvesse hipoteca concernente a tal imóvel, podendo ser usado para consumo.

⁵³ Segundo Crotty (2000, 10), essa redução de impostos fez parte do maior pacote de redução tributária da história dos EUA.

Tabela 3.2. Estoque de dívida das famílias em proporção a renda pessoal disponível

Ano	Crédito ao consumidor	Crédito imobiliário	Outros	Dívida total
1980	17,8	46,2	8,1	72,1
1985	19,6	46,5	9,9	76,0
1990	19,2	58,3	9,1	86,7
1995	21,6	61,6	10,3	93,6
2000	24,2	66,7	11,7	102,8
2005	24,5	97,5	11,1	134,1
2006	25,1	102,3	12,3	139,7

Fonte: Federal Reserve Board, Flow of Funds Account

Barba e Pivetti (2008) afirmam que apenas quando esse endividamento é utilizado para aumentar o consumo, seja em bens duráveis ou não-duráveis, é que o tema se torna especialmente relevante em suas implicações macroeconômicas. Descartam, por exemplo, as implicações desse crédito adicional ser usado na compra de ativos, tais como ações negociadas em bolsa. Afirmam isso, pois, se o crédito for utilizado para esse fim, a razão dívida sobre ativos não muda.

Ceteris paribus, essa razão não muda. Na verdade, a estrutura financeira da família fica potencialmente mais frágil, pois o valor dos ativos financeiros pode flutuar drasticamente. Na fase crescente do ciclo⁵⁴, esse elevado endividamento não parecia acarretar problemas, pois estava colateralizado pela riqueza financeira e imobiliária crescente das famílias. Na reversão do ciclo, entretanto, enquanto o valor real desta sofre forte contração, as dívidas, protegidas por contratos, mantêm o seu valor.

Foi, entretanto, esse aumento do endividamento que proporcionou a “libertação” do consumo da renda (Braga, 2009), engendrando, assim, a “forma de consumo especificamente capitalista”, conforme Belluzzo (2006). Isso significa que, até então, o consumo teria sido uma variável passiva no crescimento econômico, sendo induzido pelos aumentos de renda (efeito multiplicador). E, no atual caso norte-americano, o consumo teria se “descolado” da renda e passou a aumentar de forma autônoma, tornando-se a variável de arranque do desempenho econômico norte-americano. Isso seria radicalmente diferente do que haveria ocorrido em outros processos de crescimento, que teriam sido

⁵⁴ Segundo Cintra e Cagnin (2007), desde o início da década de 1980, a economia norte-americana passou por três ciclos de crescimento liderados por ativos financeiros: 1983 – 1991, 1992 – 2001 e 2002 – 2007. A partir da fase ascendente do segundo ciclo, a situação patrimonial das famílias passa a se caracterizar por um crescente endividamento. Este endividamento se acentua a partir de 2002, durante a bolha imobiliária.

puxados pelo investimento, seja público, seja privado, ou pela demanda externa. Segundo Belluzzo:

“Esse componente da demanda não inclui apenas o consumo dos capitalistas, mas deve ser assim qualificado por conta da forma de financiamento do gasto dos consumidores. Nela estão incluídas as novas modalidades (cartões de crédito) e a valorização do estoque de riqueza ao longo dos ciclos de crédito, o que desvincula crescentemente o consumo do comportamento da renda corrente.” (Belluzzo, 2006).

Uma forma possível de se mostrar o descolamento do consumo da renda corrente é olhar como este variou em momentos de crise econômica. Conforme a Tabela 3.3 a seguir, a recessão de 2001 foi a única em que o consumo de bens duráveis cresceu, o que contribuiu de forma decisiva para o crescimento do PNB apresentar resultado positivo no ano. Este aumento do consumo, em um momento de recessão, foi financiado pelo aumento do endividamento.

Tabela 3.3: Comportamento do consumo das famílias nos anos de recessão: 1974 - 2001

Variação Anual (%)	1974	1980	1982	1991	2001
PNB	-0,7	-0,2	-1,9	-0,2	0,8
Consumo	-0,8	-0,3	1,4	0,2	2,5
Consumo de bens duráveis	-6,9	-7,8	-0,1	-5,6	4,3

Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis, *apud* Kotz (2008)

Barba e Pivetti (2008) apontam que a sustentabilidade macroeconômica do processo de endividamento, em contexto de estagnação de salários reais, só pode ser prolongada através de dois expedientes. O primeiro é a inclusão de maiores contingentes populacionais dentro desse processo de geração de débitos. O segundo modo foi a política monetária lassa praticada pelo Fed, de 1995 a 2005 – especialmente expansiva a partir de 2002. A lógica por trás desse segundo ponto é que a taxa de crescimento da renda deveria ser igual ou maior que a taxa de juros paga pelos empréstimos. Assim, a política monetária teria contribuído para tanto. Os autores esquecem, no entanto, um terceiro elemento: as inovações financeiras que ocorreram no período, em especial referentes ao crédito

imobiliário (Cintra e Cagnin, 2007; Cagnin 2009a e 2009b), pois, com bem sabemos por Minsky (1986), essas inovações agem de forma a atenuar o aumento pró-cíclico da taxa de juros. As diversas formas de financiamento imobiliário, em particular, liberavam renda nos primeiros anos de vigência da dívida⁵⁵. Não se pagava o principal nos primeiros anos, pagava-se uma taxa de juros especialmente menor ou, inclusive, não se pagava nada por determinado período. Isso permitiu uma estabilidade da razão entre o serviço da dívida e a renda pessoal disponível, ao mesmo tempo em que subia a relação dívida total sobre renda pessoal disponível, como mostra Kotz (2009: 180), que liberou poder de compra para o consumo, descolando-o da renda corrente e contribuindo para o crescimento da economia norte-americana.

O que se quer destacar aqui, no entanto, é o primeiro expediente mencionado por Barba e Pivetti (2008), o aumento do contingente de endividados. Este aumento da base de endividados se deu de forma mais intensa justamente nas faixas de renda que foram preteridas no novo padrão de distribuição de renda, que vimos anteriormente. Colocaremos novamente aqui, na Tabela 3.4 abaixo, a distribuição de renda por quintis para podermos comparar com o aumento do endividamento, também por quintis, para ilustrar o fato acima mencionado.

Tabela 3.4: Distribuição de renda (líquida de impostos) por famílias (% do total)

Ano	[0-20)	[20-40)	[40-60)	[60-80)	[80-100]	[90-100]
1980	6,8	12,1	16,5	22,3	42,8	27,9
1985	5,5	10,9	15,8	22,0	46,7	21,7
1990	5,3	10,8	15,8	21,9	47,3	32,3
1995	5,5	10,9	15,9	21,9	46,8	31,9
2000	4,9	9,7	14,7	20,2	51,3	37,1
2004	4,9	10,0	15,0	21,1	50,0	35,5
2005	4,8	9,6	14,4	20,6	51,6	37,4

Fonte: Congressional Budget Office

Como se pode observar na Tabela 3.5, no quintil mais pobre, que perdeu participação na renda, aumentou o percentual de endividados com cartão de crédito de

⁵⁵ Cagnin (2007; 2009 a e b) faz uma excelente descrição e análise das inovações financeiras que ocorreram no âmbito do sistema de financiamento residencial.

11,9% para 28,8% e com crédito a prestação de 8,8% para 26,9%, entre 1983 e 2004, respectivamente. E, à medida que se vai subindo de níveis de renda, o aumento do percentual endividado se torna proporcionalmente menor.

Tabela 3.5: Percentual de famílias endividadas por grupos de renda (quintis)

Quintil por Ano	Crédito imobiliário	Crédito à Prestação	Cartão de Crédito
<i>1983</i>			
[0-20)	9,9	8,8	11,9
[20-40)	20,1	21,7	26,3
[40-60)	34,0	32,9	45,5
[60-80)	56,4	40,0	53,0
[80-100]	66,8	40,1	48,4
<i>2001</i>			
[0-20)	13,8	25,5	30,3
[20-40)	27,0	43,2	44,5
[40-60)	44,4	51,9	52,8
[60-80)	61,8	56,7	52,6
[80-89,9]	76,9	55,7	50,3
[90-100]	75,4	41,2	33,1
<i>2004</i>			
[0-20)	15,9	26,9	28,8
[20-40)	29,5	39,9	42,9
[40-60)	51,7	52,4	55,1
[60-80)	65,8	57,8	56,0
[80-89,9]	76,8	60,0	57,6
[90-100]	76,2	45,7	38,5
<i>2007</i>			
[0-20)	14,9	27,8	25,7
[20-40)	29,5	42,3	39,4
[40-60)	50,5	54,0	54,9
[60-80)	69,7	59,2	62,1
[80-89,9]	80,8	57,4	55,8
[90-100]	76,4	45,0	40,6

Crédito a prestação é a livre tradução de *installment loan*. As formas mais comuns desse empréstimo são o financiamento de compra de automóveis e de educação

Fonte: *Survey of Consumer Finances*

A Tabela 3.6, a seguir, nos permite ver que o peso do endividamento, em proporção da renda, recaiu mais que proporcionalmente nas classes mais pobres. Em 2004, as dívidas imobiliárias dos 20% mais pobres era 333% a sua renda anual disponível, valor três vezes maior que o encontrado em 1989. A proporção entre o crédito à prestação e a renda disponível mais que dobrou no período. Como bem afirmam Barba e Pivetti (2008), houve uma substituição de salário por dívida.

Tabela 3.6: Principais tipos de dívidas das famílias em percentual da renda disponível, por grupos de renda

Quartil por ano	Crédito imobiliário	Crédito à Prestação	Cartão de Crédito
1989			
[0-20)	111,9	22,8	5,0
[20-40)	88,9	21,3	4,3
[40-60)	81,6	22,9	3,1
[60-80)	91,0	17,3	2,4
[80-89,9]	70,6	14,1	2,4
[90-100]	67,1	7,8	2,0
2001			
[0-20)	272,5	45,0	10,0
[20-40)	164,2	27,0	5,3
[40-60)	140,5	24,2	4,9
[60-80)	116,6	18,3	3,6
[80-89,9]	92,2	14,7	3,8
[90-100]	79,0	7,9	1,7
2004			
[0-20)	332,8	50,0	9,0
[20-40)	210,3	31,2	7,1
[40-60)	178,5	24,8	5,1
[60-80)	142,2	20,3	4,4
[80-89,9]	126,9	14,4	2,6
[90-100]	100,1	9,8	2,2
2007			
[0-20)	325,2	52,8	8,1
[20-40)	177,1	34,0	6,3
[40-60)	187,5	27,1	5,1
[60-80)	153,1	21,7	5,3
[80-89,9]	143,9	15,2	4,8
[90-100]	97,1	8,8	3,6

Fonte: Survey of Consumer Finances

A literatura econômica sobre a evolução recente da economia norte-americana centra, acertadamente, sua análise no processo de endividamento. Entretanto, o fazem de forma pouco precisa, mascarando parte importante desse processo, que tentamos mostrar aqui, sempre se referem ao endividamento das famílias (*household*) ou dos consumidores (*consumers*). Isso se deve, é verdade, a forma com as contas nacionais estão divididas. É mais fácil fazer uma associação direta com o agregado macroeconômico “consumo” ou com o macrossetor “famílias”. A partir do que vimos neste capítulo, no entanto, é mais apropriado falar em endividamento do *trabalhador* e não das famílias ou dos consumidores, pois foram estes que perderam renda e tiveram que substituí-la por crédito. Com isso, se não conseguiram manter o leque de salários, mantiveram os padrões relativos de consumo, pois como mostrar Wolff (2010), esse endividamento não financiou uma “explosão do consumo”, mas o consumo *normal*.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Essa dissertação buscou colocar o tema da distribuição de renda no centro do debate sobre o endividamento do setor privado não-corporativo. De forma deliberada, já não estamos falando mais em termos de famílias ou consumidores, como usualmente aparece na literatura sobre o assunto. De acordo com o que foi visto no terceiro capítulo, já sabemos que é mais apropriado falar em endividamento dos trabalhadores. Chegou-se a essa conclusão, a partir da comparação do período que se inicia nos anos 1980 com os Anos Dourados. Vimos que no período recente foi desfeito o ciclo virtuoso da etapa anterior que coadunava crescimento, alto nível de emprego e distribuição de renda, em um contexto de finanças reguladas. Por conta disso, grande contingente populacional não desfrutou dos benefícios do crescimento pós-1980. Como aponta Dedecca (2010: 15), essa regressão na distribuição se deu em um contexto democrático e foi cancelada pelas políticas públicas, para além do desmonte do sistema de proteção social norte-americano.

Para se chegar a essa conclusão, em primeiro lugar buscou-se entender as assimetrias existentes no atual sistema monetário internacional e como delas se beneficiam os EUA. Para tanto, analisou-se o modo de funcionamento e a crise de Bretton Woods e assim compreender como se transforma o papel desempenhado pelo dólar no plano internacional e a posição singular ocupada pelos EUA no SMI em relação ao resto do mundo. Se o sistema de Bretton Woods foi benéfico aos EUA, o SMI que emerge da sua crise o foi ainda mais. Nesse novo sistema, aqui denominado padrão-dólar flexível, financeiro e fiduciário, os EUA lograram retirar a restrição externa do seu horizonte de preocupações. Para os fins dessa dissertação, interessa perceber que isso permitiu aos EUA crescerem de forma sustentável por longo período de tempo, com aprofundamento do endividamento dos trabalhadores.

O passo seguinte foi proceder a uma análise de longo prazo do padrão de endividamento dos macrossetores institucionais da economia norte-americana: famílias, empresas, setor público e setor externo. Em primeiro lugar foi exposta a metodologia de cálculo desses macrossetores e em seguida esta foi aplicada aos dados das contas nacionais norte-americanas. Com isso foi possível perceber a peculiaridade do atual padrão de

endividamento das famílias, que tanto chamou atenção da literatura especializada (e até fora dela). Mais especificamente, vemos que durante os Anos Dourados as famílias eram credoras líquidas, ou seja, seu fluxo de rendimentos era sempre maior que o fluxo de gastos, proporcionando um enriquecimento líquido. Esse padrão muda na década de 1980. A partir de então, os saldos financeiros das famílias começam a reduzir até alcançar valores negativos no ano de 1997. Fato este que surpreendeu a todos analistas atentos ao tema. Esta mudança radical na trajetória de endividamento das famílias demandou uma análise mais aprofundada do fenômeno, empreendida no terceiro capítulo. Com o exposto, ratifica-se a relevância do objeto de análise e justifica-se o corte temporal empreendido.

Acertadamente, alguns autores buscaram compreender esse novo fenômeno a partir das transformações do sistema financeiro norte-americano e do surgimento de um novo padrão sistêmico da riqueza capitalista, a financeirização. O esforço empreendido no terceiro capítulo parte do princípio de que a financeirização e a desigualdade são manifestações de um mesmo processo, que tem suas origens no final dos anos 1960 e se agudiza nas décadas de 1970 e 1980. Como nos lembra Cardoso de Mello (1997: 23), o capitalismo desregulado “é um regime de produção orientado para a busca da riqueza abstrata, da riqueza em geral expressa pelo dinheiro. Esta abstração destrutiva aparece com toda a sua força nua e crua no atual rentismo especulativo”, ou seja, no processo de financeirização, tal qual apontado nos estudos pioneiro de Braga sobre o tema. A tendência da distribuição renda do período recente estudada no terceiro capítulo nos faz “reconhecer enfim no capitalismo o que ele sempre foi, uma gigantesca máquina de produzir desigualdade” (Cardoso de Mello, 1997: 24).

A perversidade do atual sistema, é que, se por um lado ampliou as desigualdades, por outro ampliou e facilitou o acesso ao crédito das classes menos favorecidas. Oferecendo, com isso, uma solução ao caráter dual que os salários apresentam em uma economia capitalista. Para o capitalista individual, um aumento salarial representa somente, e tão somente, um aumento de custos. Deste ponto de vista, quanto menor os salários, maiores os lucros. Do ponto de vista macroeconômico, um aumento geral dos salários é uma fonte de aumento da demanda agregada, dada a elevada propensão a consumir dos trabalhadores. É bom para os negócios dos capitalistas (e seus lucros) elevados níveis de demanda agregada. No período recente, portanto, ocorreu o melhor dos mundos para os

capitalistas, pois conciliou baixos salários, ou seja, baixos custos do trabalho, com a demanda agregada sustentada em elevados níveis pelo crescente endividamento dos trabalhadores.

A dura realidade, no entanto, os fez acordar dos sonhos da “exuberância irracional” e da “ganância infecciosa”. Esse “melhor dos mundos” se mostrou insustentável. A crise, em 2007, iniciou-se com a inadimplência do segmento de mais alto risco do sistema de financiamento imobiliário, o *subprime*. Por conta de intrincadas transações entre os agentes financeiros por meio de operações de securitização, permitido no atual arranjo institucional, de imediato a crise se manifestou em todo o sistema financeiro. Não demorou para esta se generalizar para o resto da economia e do mundo.

Por conta disso, está sendo muito discutido, por especialistas, governos e organismos internacionais, formas de se regular (mais uma vez) os sistemas financeiros locais e internacional. Por se tratar de um padrão sistêmico, não se pode imaginar lograr sucesso em estabilizar a economia capitalista com proposições de soluções pontuais. É preciso, portanto, pensar um novo regime global de regulação, que domestique o capitalismo e reintroduza na lógica do sistema o compromisso com a promoção do pleno emprego e com uma menor desigualdade da distribuição do excedente econômico e crie condições para a sua viabilidade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARRIGHI, G. (1982). A crisis of hegemony. In, AMIM, S.; ARRIGHI, G; *et alli. Dynamics of global crisis*. London: MacMillan.

_____ (1994). *O longo século XX*. Rio de Janeiro: Contraponto.

BAER, M.; CINTRA, M. A. M.; STRACHMAN, E. & TONETO Jr., R. (1995) “Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional”. *Revista Economia e Sociedade*, n. 4, Campinas, junho, p. 79-126.

BARBA, A.; PIVETTI, M. (2008). Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications – a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics Advance Access*. Oxford University Press, pp. 1-25, Agosto.

BARBOSA-FILHO, N. H.; TAYLOR, L. (2006): “Distributive and Demand Cycles in the US Economy - A Structuralist Goodwin Model”. *Metroeconomica* 57(3), pp. 389-411

_____; RADA, C.; TAYLOR, L.; ZAMPARELLI, L.; (2008). “Cycles and trends in US net borrowing flows”. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 30 (4), Summer.

_____; RADA, C.; TAYLOR, L. (2005). “U.S. Macro Imbalances: Trends, Cycles, and Policy Implications.” *Policy Note*. New York: Schwartz Center for Economic Policy Analysis, New School.

BASTOS, C. P. (2005). “O Keynesianismo-Conservador americano: Perspectivas na entrada do Século XXI”. *VI Congresso Brasileiro de História Econômica*, Conservatória.

BERNANKE, B. S. (2004): “The Great Moderation,” Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20, 2004

BLECKER, Robert A. (1982). “*Beyond the Twin Deficits: A trade strategy for the 1990s*”. M. E. Sharpe.

BLINDER, A (1997) "Is there a core of practical macroeconomics that we should all believe?" *American Economic Review*, Maio.

BELLUZZO, L. G. M. (1997). Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (org.) *Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização*. Petrópolis, Vozes,

_____ (2006). “O consumismo americano”. *Folha de São Paulo*, 07/05/06.

_____ (2010). A crise da classe média americana, in *Jornal Valor Econômico*, 03/08/2010.

BRAGA, J. C. S. (2009). Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. *Estudos Avançados*, 23 (65), 89-102.

BRAGA, J. C. S; CINTRA, M. A. M. (2004). “Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano”. In FIORI, J. L. (org.) *O mito do colapso do poder americano*. Rio de Janeiro: Editora Record, 2008.

BRUNHOFF, S. (2005). “A instabilidade monetária internacional”. In CHENAIS, F.(org) *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo editorial.

CAGNIN, R. (2007). *O mercado imobiliário e a recuperação americana após 2002*. Campinas: Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.

_____ (2009a). Ciclo dos Imóveis e o Crescimento Econômico nos Estados Unidos 2002-2008. *Estudos Avançados*, v. 23, p. 147-168.

_____ (2009b). “Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano”. *Revista de Economia Política*, v. 29, pp. 256-273.

CARDOSO DE MELLO, J. M. (1997). “Prólogo: a contra-revolução liberal-conservadora e a tradição crítica latino-americana”. In TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (org.) *Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização*. Petrópolis, Vozes.

CHANG, H.J. (2004). Chutando a escada: a estratégia do desenvolvimento em perspectiva histórica. São Paulo: Editora UNESP.

CHIRINKO, R. S. (1993). “Busines fixed investment spending: modeling strategies, empirical results, and policy implications”. *Journal of Economic Literature*, v. 31, pp. 1875 - 911.

CINTRA, M. A. M.; CAGNIN, R. (2007a). “Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas”. *Econômica* (Niterói), v. 9, p. 89-131,

_____ (2007b). “Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, de crédito e de investimento da economia americana, após 1982”. *Revista Novos Estudos*, nº 79. São Paulo: Cebrap, nov. 2.

CROTTY, J (2000). Trading state-led prosperity for market-led stagnation: from the golden age to global neoliberalism. Department of Economics, UM Amherst: *mimeo*.

DEDECCA, C. (2010). Trabalho, financeirização e desigualdade. *Texto para Discussão*, IE/Unicamp, Campinas, n. 174.

DOS SANTOS, C. (2004). Notas sobre a crescente (e peculiar) fragilidade financeira do capitalismo norte-americano. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.13, n.2 (23), p.23-49, jul/dez.

DOS SANTOS, C.; MACEDO E SILVA A. C. (2009). Revisiting (and connecting) Marglin-Bhaduri and Minsky: a SFC look at financialization and profit-led growth. Campinas: Instituto de Economia, Unicamp, *Texto para Discussão*.

DOS SANTOS C.; MACEDO E SILVA A. C. (2010). Revisiting 'New Cambridge': The Financial Balances in a General Stock-flow consistent applied modeling strategy. Campinas: Instituto de Economia, Unicamp, *Texto para Discussão*.

DUMÉNIL, G. e LÉVY, D. (2002). The profit rate: where and how much did it fall? Did it recover? (USA 1948-2000). *Review of Radical Political Economics*, v. 34. pp. 437-461, SAGE.

EICHENGREEN, B. (1996), "Globalizing Capital - A history of the international monetary system". Princeton University press, Princeton, New Jersey.

FIORI, J. L. (1997). Globalização, hegemonia e império. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (org.) *Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização*. Petrópolis, Vozes, 1997, p. 55-86.

GABAIX e LANDER, (2008). "Why has CEO pay increased so much?". *The Quarterly Journal of Economics*, v 123 (1).

GODLEY, W. (1999). *Seven unsustainable processes*. New York: Levy economics institute, Annadale-on-hudson (special report).

GODLEY, W. *et al.* (2005). "The United States and her creditors: can the symbiosis Last?". *Strategic Analysis*. Annandale on Hudson, New York: Levy Economics Institute.

GODLEY, W.; CRIPPS, F. (1983). "*Macroeconomics*". New York: Oxford University Press

GODLEY, W.; LAVOIE, M. (2007). "*Monetary economics: an integrated approach to credit, money, income, production and wealth*". New York: Palgrave MacMillan.

GOWAN, P. (1999). *The global gamble: Washington's faustian bid for the world dominace*. London: Verso.

GREENSPAN, A. (2007). *A era da turbulência*. Rio de Janeiro: Elsevier.

GUTTMANN, R. (1994) "*How credit-money shapes the economy*". The United States in a global system. Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.

GUTTMANN, R. e PLIHON, D. (2008). "O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças". *Economia e Sociedade*, Campinas, v.17, pp.575-611, dezembro.

HELLEINER, E. (1994). *States and the Reemergence of Global Finance, from Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca e Londres: Cornell University Press.

HUDSON, M. (2003). *Superimperialism: the origins and fundamentals of US Dominance*. London: Pluto press.

IMF. (2006). “*World Economic Outlook: Financial Systems and Economic Cycles*”. Washington, D.C. International Monetary Fund.

KALDOR, N. (1976). Inflation and recession in the world economy. *Economic Journal*, v. 86.

KALECKI, M. (1983). Aspectos políticos do pleno emprego. In KALECKI, M. *Crescimento e ciclo das economias capitalistas*. São Paulo: Hucitec.

KEYNES, J. M. (2007 [1936]). *The general theory of employment, interest and money*. New York: Palgrave Macmillan.

KINDLEBERGER, C. P. (1987). *International capital movements*. Cambridge: Cambridge University Press. Republicado Movimentos Internacionais de Capital. Rio de Janeiro: Record, 2003.

KOTZ, D. (2008). Contradictions of economic growth in the neoliberal era: accumulation and crisis in the contemporary U.S. economy. *Radical Review of Political Economics*, v. 40 (2), spring.

MACEDO E SILVA, A. C.; SANTOS, C. H. (2008). “Além do curto prazo? Explorando os nexos entre a teoria pós keynesiana e a macrodinâmica de fluxos e estoques”. Campinas - SP: Instituto de Economia da UNICAMP, *Texto para Discussão*.

MATTOS, F. A. M. (2009). “*Flexibilização do Trabalho – Sintomas da crise*”. São Paulo: Annablume editora.

MAZZUCHELLI, F. (2009). *Os anos de chumbo: economia e política internacional do entreguerras*. Campinas: UNESP/FACAMP.

_____ (2010). *A trajetória da economia norte-americana no pós-guerra (1945-1960)*. São Paulo: mimeo.

_____ (2011). *Os dias de sol*. São Paulo: mimeo.

MINSKY, H. (1983) “Monetary Policies and the International Financial Environment” St. Louis: Department of Economics, Washington University, *mimeo*.

_____ (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.

_____ (1994). “Integração financeira e política monetária”, *Revista Economia e Sociedade*, n. 3. Campinas: IE/Unicamp.

MISHEL, BERNSTEIN, SHIERHOLZ (2009). *The state of working America 2008-2009*. Economic Policy Institute Series. New York: M. E. Sharp.

MOFFITT, M. (1984). “*O dinheiro do mundo*”. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

MOHUN, S. (2010). The crisis of 2008 in historical perspective. *Seminário de Pesquisa*, IE/UFRJ.

MORAN, T. H. (2009). American multinationals and american economic interests: new dimensions to an old debate. *Working Paper*. Petterson Institute for international economics.

PAPADIMITRIOU, D. *et al.* (2006a). “Can global imbalances continue? Policies for the Us economy”. *Strategic Analysis*. Annandale-on-Hudson, New York: Levy Ecomic Institute.

PAPADIMITRIOU, D. *et al.* (2006b). “Can the growth in the U.S. current account deficit be sustained? The growing burden of servicing foreigned-owned U.S. debt”. *Strategic Analysis*. Annandale-on-Hudson, New York: Levy Ecomic Institute.

POLANYI, K. (1980). “*A Grande transformação*”. Rio de Janeiro: Campus.

PRATES, D. M.; CINTRA, M. A. M. (2008). “Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil”. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. (Org.). *Economia do desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas*. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier.

REICH, R (2007). *Supercapitalism: the transformation of businesse, democracy, and everyday life*. Nova York: Alfred A. Knopf.

ROCK, J. M., (1991). *Debt and the Twin Deficits Debate*. Bristlecone Books, Mayfield Publishing, Mountain View, California.

SAWYER, M. (1976). Income distribution in OECD Countries. *Occasional Studies – Economic Outlook*. Paris: OECD.

SERRANO, F. (2002). “Do ouro imóvel ao dólar flexível”. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.11, n.2 (19), pp.237-53, jul/dez

SERRANO, F. (2004). “Relações de Poder e A Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível”. In FIORI, J. L. (org.). *O poder americano*. Petrópolis: Editora Vozes.

SERRANO, F. (2008). “A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial nos anos 2000”. In FIORI, J. L. (org.) *O mito do colapso do poder americano*. Rio de Janeiro: Editora Record, 2008.

SERRANO, F. e BRAGA, J. M. (2006). “O mito da contração fiscal expansionista durante o governo Clinton”. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.15, n.2 (27), p.213-239, ago.

SOLOMON (1979). *O sistema monetário internacional: 1945 – 1976*. Zahar editora.

STIGLITZ, J. (2003) *"The Roaring Nineties: A new history of the world's most prosperous decade"*. New York: W. W. Norton & Company.

TAVARES, M. C. (1997) “A Retomada da Hegemonia Norte-Americana”. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (org.) *Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização*. Petrópolis, Vozes.

TAVARES, M. C. e BELLUZZO, L. G. M. (2004). “A mundialização do capital e a expansão do poder americano”. In FIORI, J. L. (org.). *O poder americano*. Petrópolis: editora vozes.

TAVARES, M. C.; MELIN, L. E. Pós-escrito (1997): A Reafirmação da Hegemonia Norte-Americana. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (org.) *Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização*. Petrópolis, Vozes, 1997, p. 55-86.

TAYLOR, L. (2004). *Reconstructing Macroeconomics*. Cambridge: Harvard University Press.

TEIXEIRA, A. (1983). O movimento da industrialização nas economias capitalistas centrais no pós-guerra. *Texto para Discussão* n 12. Rio de Janeiro, UFRJ, Instituto de Economia Industrial.

_____. (1994). *O ajuste impossível: um estudo sobre a desestruturação da ordem econômica mundial e seu impacto sobre o Brasil*. Rio de Janeiro: Editora UFRJ.

_____. (2000). O Império Conta-Ataca: Notas sobre os Fundamentos da Atual Dominação Norte-Americana. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 15, pp. 1-13, dezembro.

TORRE-FILHO, E. T. (2004). O papel do petróleo na geopolítica americana. In FIORI, J. L. (org.). *O poder americano*. Petrópolis: Editora Vozes.

TRIFFIN, R. (1972). *O sistema monetário internacional*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura.

WOLFF, E. N. (2010). “Rising Profitability and the Middle Class Squeeze”. *Science & Society*, v.74, nº 3, pp. 429-449, July.

WRAY, R. (2006). Twins deficits and sustainability. *Policy Note*. Annandale on Hudson, New York: Levy Economics Institute.