



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

EVERTON SOTTO TIBIRIÇÁ ROSA

**O PAPEL MACROECONÔMICO DAS FAMÍLIAS E A
GERAÇÃO DE FRAGILIDADE FINANCEIRA**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO APRESENTADA
AO INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP
PARA OBTENÇÃO DO TÍTULO DE MESTRE EM
CIÊNCIAS ECONÔMICAS.**

PROFA. DRA. SIMONE SILVA DE DEOS – ORIENTADORA

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL DA
DISSERTAÇÃO DEFENDIDA POR EVERTON SOTTO
TIBIRIÇÁ ROSA E ORIENTADO PELA PROFA. DRA.
SIMONE SILVA DE DEOS.**

A handwritten signature in black ink, written over a horizontal line.

CAMPINAS, 2012

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA POR
Maria Teodora Buoro Albertini – CRB8/2142 –
CEDOC/INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

R71p Rosa, Everton Sotto Tibiriçá 1984-
O papel macroeconômico das famílias e a geração de fragilidade financeira / Everton Sotto Tibiriçá Rosa. – Campinas, SP: [s.n.], 2012.

Orientador: Simone Silva de Deos.
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Imóveis. 2. Crédito. 3. Fragilidade financeira. 4. Crise financeira. 5. Famílias. I. Deos, Simone Silva de, 1968-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

12-020-BIE

Informações para Biblioteca Digital

Título em Inglês: The macroeconomic role of families and the generation of financial fragility

Palavras-chave em inglês:

Real estate

Credit

Financial fragility

Financial crises

Households

Área de Concentração: Ciências econômicas

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Simone Silva de Deos

José Carlos de Souza Braga

Adriana Moreira Amado

Data da defesa: 17-02-2012

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Dissertação de Mestrado

Aluno: **Everton Sotto Tibiriçá Rosa**

“O papel macroeconômico das famílias e a geração de fragilidade financeira”

Defendida em 17 / 02 / 2012

COMISSÃO JULGADORA



Profa. Dra. Simone Silva de Deos
Instituto de Economia / UNICAMP



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



Profa. Dra. Adriana Moreira Amado
Universidade de Brasília

*Aos meus pais,
José Afonso e Silvana*

~ v ~

AGRADECIMENTOS

No desenvolvimento desta dissertação contei com a contribuição de várias pessoas, seja pelo auxílio direto, pelo compartilhamento de ideias, discussões mais acaloradas ou apenas por alguns comentários que jogaram luz sobre esse meu desafio pessoal. Nesta tarefa, muitos me auxiliaram, a contar pelos professores do Instituto de Economia Unicamp a quem devo o aprendizado e a motivação para a realização de uma pesquisa nesta área do conhecimento.

Agradeço aos professores José Carlos de Souza Braga e Adriana Nunes Ferreira pelo debate e por suas contribuições no âmbito da qualificação da dissertação, os quais permitiram aprimorar a pesquisa e melhorar a sua forma de exposição.

Agradeço, em especial, à professora Simone Silva de Deos, por aceitar ser minha orientadora, por sua infinita dedicação ao longo das tarefas que compõem este trabalho, e por ter me auxiliado nas questões teóricas e práticas ao longo do convívio acadêmico. A sua exposição de Minsky, desde a graduação, foi um dos elementos que me motivaram a realização desta dissertação sob a sua orientação.

Gostaria de agradecer à minha família pelo esforço, carinho e apoio incondicional à minha formação; à minha irmã, Vânia, pelas nossas discussões sobre Economia e Política, bem como por seu auxílio nos assuntos de revisão da dissertação.

Por fim, agradeço aos amigos que conheci na Unicamp, pelos momentos de alegria, estudos e por proveitosas e inúmeras discussões, em especial, Leonardo Flauzino de Souza e Roberto Alexandre Zanchetta Borghi.

“A tarefa de modificar a natureza humana não deve ser confundida com a de administrá-la. Embora na comunidade ideal os homens possam ser acostumados, inspirados ou ensinados a desinteressar-se do jogo, a sabedoria e a prudência da arte política devem permitir a prática do jogo, embora sob certas regras e limitações, em se considerando que o homem comum, ou mesmo uma fração importante da comunidade, é altamente inclinado à paixão pelo lucro”. (Keynes, 1996, p.342)

“Além da causa devida à especulação, a instabilidade econômica encontra outra causa, inerente à natureza humana, no fato de que grande parte das nossas atividades positivas depende mais do otimismo espontâneo do que de uma expectativa matemática, seja moral, hedonista ou econômica”. (Keynes, 1996, p.169-170)

“The dynamics of the financial system that lead to institutional change result from profit-seeking activities by businesses, financial institutions, and households as they manage their affairs. In this process innovation occurs, so that new financial instruments and institutions emerge and old instruments and institutions are used in new ways. These changes, along with legislated and administrative changes that reflected the aura of success of this period, transformed the financial and economic system from one in which a financial crisis was unlikely into one that was vulnerable to crises”. (Minsky, 2008b, p.77-78)

RESUMO

A crise iniciada nos EUA, em 2007, pode ser entendida como resultado da limitação e incapacidade de supervisão das autoridades do governo associadas à evolução de práticas e inovações inerentes à dinâmica do sistema financeiro, sobretudo por conta dos processos de desregulamentação e liberalização financeiras, em curso nas últimas décadas. Porém, a própria reversão e a lenta recuperação da economia americana têm destacado outros aspectos, entre eles, o de que as famílias estavam diretamente envolvidas na geração da fragilidade financeira que antecedeu a crise. O endividamento destes agentes é um dos elementos mais nítidos deste processo, contudo, tem recebido interpretações parciais e, por vezes, inconsistentes do ponto de vista agregado e das variáveis de fluxo e estoque. Neste ponto, a própria alavancagem do consumo poderia ser compreendida a partir de um processo mais amplo, tendo em vista a estrutura de passivos e ativos das famílias e a complexidade das decisões envolvidas. Assim, pode-se dizer que algumas das preocupações de Minsky concretizaram-se, entre elas, a de que as famílias, enquanto *unidades econômicas caracterizadas por seus portfólios*, também podem assumir posições financeiras crescentemente especulativas (expressas na relação entre renda e despesas financeiras, ou na relação ativo-passivo) e contribuir para a geração de fragilidade no sistema. Quando isso ocorre, num contexto de largo aprofundamento das finanças na economia, a “*ação financeira das famílias*” não pode ser desconsiderada pela teoria, nem sua participação na demanda reduzida ao consumo corrente, ou ao consumo de “*bens-salário*” financiado por crédito de curto prazo, sem a geração de maior impacto no sistema. Nesta dissertação defende-se que a fragilidade financeira das famílias contém uma importante dimensão patrimonial, evidenciada a partir da aquisição de ativos e de um longo processo de endividamento – o qual assumiu maior intensidade no ciclo de liquidez recente. Cabe ressaltar que, a gravidade da crise estaria, justamente, no fato de que famílias dos mais diferentes perfis de renda e riqueza, a partir da aquisição e financiamento de imóveis, passaram a apresentar posturas financeiras cada vez mais dependentes da dinâmica de preços dos ativos, sobretudo com a intensificação do endividamento frente à valorização imobiliária. Estes aspectos, portanto, justificariam a própria revisão do papel macroeconômico das famílias.

Palavras-chave: imóveis, crédito, fragilidade financeira, crise financeira, famílias.

ABSTRACT

The financial crisis that began in 2007, in the U.S., can be understood as a result of restrictions and inability of the supervision and regulation of the State linked to the evolution of practices and financial innovation inherent to financial system operation, mainly due to the processes of financial deregulation and liberalization ongoing for decades. However, the reversion and sluggish recuperation of American economy have highlighted other aspects, among them, that families were directly involved in the creation of the financial fragility that preceded the crisis. The debt of these agents is one of the most visible elements of this process; nevertheless, has received restricted and, sometimes, inconsistent interpretations in terms of the aggregated and stock and flow variables. At this point, the leveraged consumption could be understood from a more sophisticated process in view of the structure of liabilities and assets of families and the complex nature of decisions involved. Thus, one can state that some of Minsky's concerns were realized, among them, that households, as economics units characterized by their portfolios, can also assume increasingly speculative financial positions (expressed in the relation between income and financial expenditure, or asset-liability ratio) and contribute to the generation of fragility in the system. When this happen in a context of large and pervasive spreading of the financial dimension in the economy, "the family's financial action" can not be ignored by the theory, or its participation in the demand be reduced to everyday consumption, or consumption of "wage goods" financed by short-term credit, without greater impact on the system. This thesis is defended that the financial fragility of households has a significant dimension sheet, which can be seen by the acquisition of assets and the long process of composition of the ineptness – which has gained more intensity in the recent liquidity cycle. Moreover, the severity of the crisis is precisely in the fact that families from the most distinct income and wealth levels, through acquisition and finance of houses, has showed financing postures even more dependent to the price's asset volatility, over all, with the increase of the accumulation of debts through the process of inflation these assets. Thus, these aspects allow the review of the macroeconomic role of the families.

Keywords: real state, credit, financial fragility, financial crises, households.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráficos

Gráfico 1: Consumo das famílias americanas: 1960-2010, em porcentagem da renda disponível.....	19
Gráfico 2: Formação bruta de capital fixo das empresas, EUA, 1960-2009, em proporção do PIB.....	20
Gráfico 3: Consumo e salários em proporção da renda disponível, EUA, 1950-2009.....	21
Gráfico 4: Participação nos ativos financeiros totais por tipo de instituição, EUA, 1952-2009, em %.....	90
Gráfico 5: Crédito ao consumidor por emissor, EUA, 1943-2010, em trilhões de dólares de 2010.....	91
Gráfico 6: Hipotecas por emissor, EUA, 1950-2010, em trilhões de dólares de 2010.....	92
Gráfico 7: Evolução dos principais itens do passivo das famílias, EUA, 1945-2009, em trilhões de dólares de 2010	94
Gráfico 8: Passivo das famílias americanas, 1945-2009, em relação à renda disponível.....	97
Gráfico 9: Renda das famílias americanas e seus componentes, 1929-2010, em trilhões de dólares de 2010.....	98
Gráfico 10: Consumo das famílias americanas, renda disponível, salários e transferências do governo, 1945-2010, em trilhões de dólares de 2010.....	99
Gráfico 11: Evolução dos passivos e da renda disponível das famílias americanas, em trilhões de dólares de 2010.....	103
Gráfico 12: Variação das aquisições residenciais e das dívidas hipotecárias das famílias americanas e trajetória da <i>Federal Funds Rate</i> , 1945-2009, em bilhões de dólares de 2010 e em %.....	114
Gráfico 13: Ganhos de capital derivados da posse de ativos residenciais pelas famílias, EUA, 1946-2010, em bilhões de dólares de 2010.....	115
Gráfico 14: <i>Financial Obligation ratio</i> e <i>Debt Service ratio</i> ,EUA, 1980-2010, em relação à renda disponível.....	116
Gráfico 15: Poupança das famílias americanas, 1929-2010, em relação à renda disponível.....	123

Gráfico 16: Ganhos e perdas de capital com ativos financeiros e imóveis das famílias americanas, 1990-2009, em trilhões de dólares de 2010.....	128
Gráfico 17: Ativos financeiros, reais e passivos das famílias americanas, 1946-2010, em relação à renda disponível.....	132
Gráfico 18: Dívidas das famílias americanas, 1995-2009, em trilhões de dólares de 2010.....	135
Gráfico 19: Taxa de desemprego, EUA, 1950-2010, em %.....	136
Gráfico A1: Déficit corrente do governo dos EUA, 1929-2010, em bilhões de dólares de 2010.....	151
Gráfico A2: Composição dos gastos correntes do governo dos EUA, 1929-2010, em %.....	151
Gráfico A3: Número de instituições bancárias nos EUA, 1934-2009.....	152
Gráfico A4: Número de instituições bancárias, filiais e escritórios americanos nos EUA e no exterior, 1934-2009.....	152
Gráfico A5: Número de instituições de poupança nos EUA, 1984-2009.....	153
Gráfico A6: Composição dos ativos bancários nos EUA, 1934-2009, em % do ativo total.....	153
Gráfico A7: Composição da renda disponível das famílias americanas, 1934-2010, em %.....	154
Gráfico A8: Proporção de famílias com dívidas relacionadas a imóveis residenciais, por estrato de renda, EUA, 1989-2007, em % do estrato da distribuição de renda.....	155
Gráfico A9: Proporção de famílias com dívidas relacionadas a crédito à prestação, por estrato de renda, EUA, 1989-2007, em % do estrato da distribuição de renda.....	155
Gráfico A10: Proporção de famílias com dívidas relacionadas a cartão de crédito, por estrato de renda, EUA, 1989-2007, em % do estrato da distribuição de renda.....	156
Gráfico A11: Endividamento das famílias com “menos de 20% da renda”, EUA, 1989-2007, em % das famílias do estrato e por modalidade de dívida.....	156
Gráfico A12: Endividamento das famílias com “20-39,9 % da renda”, EUA, 1989-2007, em % das famílias do estrato e por modalidade de dívida.....	157
Gráfico A13: Endividamento das famílias com “40-59,9 % da renda”, EUA, 1989-2007, em % das famílias do estrato e por modalidade de dívida.....	157
Gráfico A14: Endividamento das famílias com “60-79,9 % da renda”, EUA, 1989-2007, em % das famílias do estrato e por modalidade de dívida.....	158

Gráfico A15: Endividamento das famílias com “80-89,9 % da renda”, EUA, 1989-2007, em % das famílias do estrato e por modalidade de dívida.....158

Gráfico A16: Endividamento das famílias com “90-100% da renda”, EUA, 1989-2007, em % das famílias do estrato e por modalidade de dívida.....159

Tabelas

Tabela 1: Dívidas das famílias americanas, por tipo de família e dívida, 2007, (% das famílias que detém dívidas).....106

Tabela 2: *Leverage ratio* das famílias, por tipo de família, EUA, 1989-2007, em %.....108

Tabela 3: *Debt ratio* das famílias, por tipo de família, EUA, 1989-2007, em %.....110

Tabela 4: Ganhos de capital não realizados das famílias americanas, 1989-2007, em % dos ativos totais.....118

Tabela 5: Ações controladas direta ou indiretamente, por tipo de famílias, EUA, 1989-2007, em % e em mil dólares de 2007.....126

Tabela 6: Ações controladas direta ou indiretamente, por tipo de famílias, EUA, 1989-2007, em % do ativo financeiro do estrato.....126

Tabela 7: Indicadores de estrutura do balanço patrimonial das famílias, EUA, 1945-2009, em %.....127

Tabela 8: Patrimônio líquido mediano das famílias americanas, 1998-2007, em mil dólares de 2007.....129

Tabela 9: Ativos financeiros por tipo de famílias, EUA, 2007, em % das famílias do estrato e em mil dólares de 2007 (valor mediano).....131

Tabela 10: Ativos reais por tipo de famílias, EUA, 2007, em % das famílias do estrato e em mil dólares de 2007 (valor mediano).....131

Tabela A1: Estratos de renda e patrimônio, EUA, 1998-2007, em mil dólares de 2007.....159

Tabela A2: Imóveis residenciais como proporção do ativo das famílias, EUA, 2007, %.....	160
Tabela A3: Dívidas das famílias americanas, por tipo de família e dívida, 2004, em % e em mil dólares de 2007 (% das famílias em cada estrato).....	160
Tabela A4: Ativos financeiros por tipo de famílias, EUA, 2004, em % das famílias e em mil dólares de 2007.....	161
Tabela A5: Ativos reais por tipo de famílias, EUA, 2004, em % e em mil dólares de 2007.....	161
Tabela A6: Duração do contrato de hipoteca, 2007, em %.....	162
Tabela A7: Renda das famílias antes dos impostos em porcentagem das famílias que poupam, EUA, 2007, em mil dólares de 2007.....	162
Tabela A8: Porcentagem das famílias que poupam, EUA, 1992 a 2007, em % das famílias do estrato.....	162
Tabela A9: Composição da renda familiar antes dos impostos, EUA, 2007, em %.....	163

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	01
TEORIA	
1. O PAPEL MACROECONÔMICO DAS FAMÍLIAS A PARTIR DE KEYNES	09
1.1. Introdução às ideias de Keynes.....	10
1.2. A função-consumo da <i>Teoria Geral</i> revisitada	17
1.3. Os Aspectos Financeiros: de Keynes a Minsky.....	32
1.3.1. Os Depósitos do <i>Treatise on Money</i>	34
1.3.2. A Circulação Industrial e a Circulação Financeira.....	38
2. O PAPEL MACROECONÔMICO DAS FAMÍLIAS E A HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA	47
2.1. As Famílias na Visão Financeira de Minsky.....	47
2.2. A Economia dos Portfólios.....	50
2.3. Os <i>Cash Flows</i> e a Fragilidade Financeira.....	55
2.4. As Famílias e a Hipótese de Instabilidade Financeira.....	66
TEORIA APLICADA	
3. EVOLUÇÃO DA INSERÇÃO DAS FAMÍLIAS AMERICANAS NA DINÂMICA MACRO-FINANCEIRA	77
3.1. O Marco Institucional da Economia Americana: aspectos do período 1929-1945....	78
3.1.1. A Reforma do Sistema Financeiro e o <i>Big Bank</i>	78
3.1.2. Depressão e Guerra: a construção do <i>Big Government</i>	82
3.2. A Inserção das Famílias numa Estrutura em Permanente Transformação.....	83
3.2.1. Transformações Estruturais do Sistema Financeiro Americano.....	87
3.2.2. Os Credores das Famílias.....	91
3.3. O Papel Macroeconômico das Famílias.....	94
3.3.1. O Passivo das Famílias Americanas.....	94
3.3.2. Ativos e Passivos Imobiliários.....	111
3.3.3. Implicações do Comportamento Patrimonial.....	121
3.3.4. As Famílias na Reversão Cíclica.....	134
CONSIDERAÇÕES FINAIS	137
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	145
ANEXOS	151

INTRODUÇÃO

A crise que iniciou-se em 2007 e ainda persiste, além de pôr em evidência um aparato inadequado de supervisão e regulação do sistema financeiro, trouxe a atenção para as famílias, não apenas na posição de agentes afetados pelos impactos de uma crise, mas também como agentes diretamente envolvidos na construção de um ambiente de fragilidade financeira. Vale dizer, a crise no capitalismo contemporâneo mostrou que a fragilidade financeira, na sua dimensão microeconômica, não reside apenas em empresas e instituições financeiras, visto que as famílias também assumem posições que contribuem para moldar a evolução da atividade econômica. Deste modo, consideramos que a importância do endividamento destes agentes, no período recente, traz a necessidade de se verificar a atualidade do conteúdo teórico da *Hipótese de Instabilidade Financeira* (HIF). Neste sentido, a proposta desta dissertação é recuperar e adaptar as construções teóricas de Keynes e Minsky, com o objetivo de analisar o comportamento das famílias no contexto em que estas apresentam um papel mais importante na *circulação financeira*¹, como foi o caso dos EUA, pelo menos nas três últimas décadas. Nossa hipótese é que as famílias exercem um comportamento capaz de afetar a dinâmica sistêmica, tendo em vista que tomam decisões não apenas sobre o consumo corrente e seu financiamento, mas sobre a aquisição e o financiamento de ativos, os quais, por sua vez, afetariam a própria dinâmica do consumo, como observou-se nas últimas décadas.

O conceito “famílias”, aqui empregado, refere-se a uma categoria macroeconômica abrangente e diversificada, uma abstração que objetiva distinguir um conjunto de agentes dos demais – empresas, instituições financeiras, governo e setor externo. Nesta categoria encontram-se diferentes tipos de famílias, o que acaba inserindo uma série de assimetrias que nem sempre são percebidas neste nível de agregação, como ocorre em qualquer classificação. Neste sentido, uma análise com ênfase nos estratos de renda e de patrimônio é preferível, porém encontra dificuldades, uma vez que as contas nacionais apresentam os dados de forma agregada. Para exemplificar, no *Federal Reserve*, no âmbito do *Flow of Funds Accounts of the United States*, as “famílias” (*households*) são consideradas como uma categoria residual, isto é, elaborada a partir da construção das demais, ainda que algumas variáveis sejam construídas diretamente, como renda, modalidades de crédito, algumas aplicações financeiras, entre outras. Desta forma, a

¹ Em referência à dicotomia entre a circulação industrial e a circulação financeira em Keynes (1930).

análise dos agregados, embora possa indicar aspectos importantes do comportamento do setor, apresenta limitações para se observar a evolução dos diferentes tipos de famílias.

Assim, ao longo da dissertação faz-se referência aos estratos de renda e patrimônio a partir de pesquisas como a *Survey of Consumer Finances*, elaborada pelo *Federal Reserve*, cujo objetivo é, justamente, fornecer informações mais detalhadas sobre as famílias americanas, permitindo tratar a questão do nível de desagregação desta categoria, apresentando grande similaridade com as magnitudes consolidadas do *Flow of Funds Accounts*, ainda que não tenha o mesmo grau de abertura de dados e horizonte temporal.

Deste modo, a partir destas fontes de dados, é possível delinear uma *economia política das famílias no capitalismo financeirizado*², isto é, analisar a inserção financeira dos diferentes grupos de famílias em uma economia crescentemente mais complexa em suas instituições e relações financeiras – tanto em termos de difusão e acesso ao crédito, quanto em termos de esferas de valorização da riqueza –, destacando os distintos comportamentos e assimetrias entre as famílias, em especial com relação à dimensão dos estoques (patrimônio/riqueza/dívidas). A partir das decisões e das estruturas financeiras constituídas por cada segmento da categoria “famílias”, torna-se possível avaliar as implicações da dimensão dos portfólios sobre a demanda agregada, entre elas, a geração de fragilidade financeira.

Ao analisar a economia dos EUA, constatamos que o crédito às famílias constitui-se como um elemento importante de sua estrutura já nos anos 1950, sendo que parte do caráter virtuoso da economia do pós-guerra encontra nesta variável um de seus pilares. Deste modo, no âmbito das conquistas da *Golden Age* – expressas pelas garantias sociais, melhoria das condições de vida, crescimento contínuo de emprego e renda –, observa-se a constituição de uma sociedade de consumo de massa, com a difusão do acesso aos bens e serviços, bem como ao crédito

² Entende-se que “*capitalismo financeirizado*”, “*finance led capitalism*” ou “*financeirização*” são, considerando a especificidade da ênfase dada por seus intérpretes, termos que referem-se à expansão e autonomização da dimensão financeira em relação à produtiva, a partir do fim dos anos 1960, bem como à multiplicação dos espaços de valorização da riqueza fictícia, sobretudo a partir dos anos 1980. Neste sentido, concorda-se com a visão de Belluzzo & Coutinho (1998), acerca do crescente peso dos ativos financeiros nos portfólios das famílias e empresas, ou seja, a “financeirização da riqueza”, e com Guttman & Plihon (2008), acerca de um “capitalismo guiado pelas finanças”, gradualmente afastado da lógica produtiva. Porém, nesta dissertação, considera-se que a “*financeirização*” também deve retratar a expansão do acesso ao crédito, o aprofundamento do endividamento dos diferentes agentes econômicos e os impactos destas dívidas sobre o próprio sistema econômico (pois seriam aspectos do próprio dinamismo econômico). Nesse sentido, utiliza-se a interpretação de Minsky (1975) como referência possível, e mais completa, para uma *economia financeirizada*. Na visão do autor, a economia contemporânea (já nos anos 1970) seria uma economia sofisticada em suas dimensões financeiras, tanto em termos de ativos reais e financeiros, instituições financeiras, mercados, mas sobretudo em termos de passivos, operações de financiamento e endividamento dos agentes. Ou seja, uma economia com grande dinamismo, em constante transformação e, portanto, crescentemente vulnerável à instabilidade financeira e cada vez mais dependente das intervenções do Estado – em contraste com as primeiras décadas do pós-guerra – caso a regulação e a supervisão do Estado não acompanhem a evolução das práticas e instituições do sistema financeiro.

privado, além da criação de legislação específica e de instituições ofertantes de crédito pelo Estado. Podemos dizer, assim, que à medida que a comunidade tornou-se mais rica e os mercados financeiros mais desenvolvidos, novos fatores passaram a desempenhar um papel cada vez mais relevante, tanto na esfera financeira, quanto na determinação dos gastos em consumo corrente – e, portanto, sobre a atividade econômica. Ou seja, já neste período (a partir da década de 1950) as famílias eram analisadas de forma excessivamente simplificada pela teoria econômica, dada a complexidade e importância das decisões que exerciam (decisões de longo prazo, sobre arranjos financeiros e alocação de recursos), inclusive no âmbito das famílias de menor renda.

Como afirma Keynes, uma vez atendidas as necessidades básicas do indivíduo e de sua família – em geral, através do consumo – um novo conjunto de fatores passaria a atuar sobre os indivíduos. Neste sentido, entendemos que as decisões que envolvem a riqueza e/ou o endividamento para o financiamento de bens e ativos de valor elevado são distintas das decisões acerca do consumo corrente. Enquanto estas últimas associam-se à satisfação de necessidades básicas, as primeiras envolvem motivações e implicações que excedem a magnitude da renda e do horizonte de curto prazo.

A partir dos anos 1970 e 1980 – em um período de liberalização e desregulamentação financeiras, privatização e de emergência de novos *players* nos mercados financeiros –, a inserção das famílias na esfera financeira ganharia ainda mais relevância, sobretudo com a pulverização das aplicações financeiras, no que tange aos ativos. Isto é, com o surgimento de operações financeiras mais acessíveis, em termos de valores e de exigências mínimas de recursos, permitiu-se uma maior participação de diversos estratos da população a estes mercados. Desta forma, os *saldos monetários*, corroídos pelo processo inflacionário, passaram a contar, gradativamente, com uma alternativa de alocação mais atrativa do que a oferecida por instituições de poupança e bancos. A partir da emergência dos investidores institucionais, tendo em vista as suas menores restrições regulatórias e melhores taxas de captação e aplicação, a intensificação do acesso das famílias passou a fomentar expectativas de ganhos, estimulando ainda mais a migração de recursos para estas aplicações, acirrando a pressão competitiva e à transformação da indústria financeira.

Tal processo, contudo, não significou uma adesão equânime das famílias a estes mercados, onde todos são, virtualmente, “proprietários” de direitos sobre parcelas da riqueza (nova e velha). Pelo contrário, as assimetrias tornaram-se ainda mais profundas entre os estratos

de renda e patrimônio, pois, enquanto algumas famílias detêm maior influência nesses mercados (os últimos estratos da distribuição de renda, por conta de seu volume de ativos financeiros), outras apenas sofrem seus impactos. Isto porque, individualmente, seu peso é relativamente pequeno e sua atuação, em geral, ocorre de forma indireta, através de fundos (pensão, mútuos e de investimento).

Assim, com base nas informações da economia americana, há elementos para se entender os movimentos das últimas décadas, com a expansão da esfera financeira afetando a dinâmica da renda e da gestão dos estoques de riqueza, num processo que levou à maior exposição das famílias aos mercados e às flutuações do sistema econômico. Neste sentido, pode-se afirmar que a inserção financeira mais profunda das famílias está relacionada com o caráter generalizado da fragilidade financeira, percebida com maior nitidez após o início da crise, em 2007. Deste modo, sublinha-se que há uma importante dimensão patrimonial no comportamento destes agentes, a qual está relacionada ao financiamento. Isto é, verifica-se, em todos os estratos de renda e riqueza, que as famílias financiaram vários tipos de aquisições, desde bens de consumo tradicional, passando a bens de maior valor (carros), até ativos – entre eles, os imóveis.

Pode-se argumentar que a inserção das famílias na esfera financeira é limitada se vista a partir dos ativos financeiros, apesar da ampliação do acesso nas últimas décadas, dado que a posse destes ativos tende a estar concentrada nas famílias dos estratos superiores de renda e de patrimônio. Por outro lado, a inserção financeira seria ampla e profunda se considerada a dimensão dos passivos, tanto para o financiamento do consumo, quanto para a aquisição de imóveis (ativos reais). Neste sentido, a fragilidade financeira seria até mais grave para as famílias dos estratos de renda e patrimônio mais reduzidos, uma vez que apresentariam menor capacidade de reação às adversidades econômicas, tanto em termos de posse de recursos líquidos e do peso dos encargos financeiros na renda, quanto em termos de magnitude e dinâmica da renda.

Deste modo, considerando-se a complexidade das decisões que envolvem ativos e passivos, bem como o conjunto de fatores relacionados à determinação dos gastos em consumo, embora encontrem-se grandes assimetrias em termos de renda e riqueza, há indicações de que as famílias apresentam um comportamento mais sofisticado do que o tratado pela teoria. Vale dizer, é factível considerar o potencial de impacto destes agentes sobre a dinâmica econômica, tendo em vista as implicações das estruturas financeiras que constituem e carregam ao longo do tempo.

A crise atual mostrou que algumas das preocupações de Minsky se concretizaram, entre elas a de que as famílias, enquanto *unidades econômicas caracterizadas por seus portfólios*, também podem assumir posições financeiras crescentemente especulativas e contribuir para a geração de fragilidade no sistema³. Quando isso ocorre, num contexto de largo aprofundamento das finanças na economia, a inserção das famílias na dinâmica financeira não pode ser desconsiderada pela teoria, nem sua participação na demanda reduzida ao consumo corrente, ou ao consumo de “*bens-salário*” financiado por crédito de curto prazo, sem a geração de maior impacto no sistema. Tal postulação é mais clara com relação às famílias mais ricas, uma vez que estas apresentam um amplo envolvimento financeiro, sobretudo através do acesso direto aos mercados de ativos. Porém, também se aplica às demais famílias, pois estas acabam por participar destes mercados, ainda que indiretamente e com valores individuais menos expressivos, financiando ativos e bens, bem como acumulando dívidas.

Com relação à HIF, interpreta-se que sua contribuição teórica mais substantiva estaria na demonstração da transformação endógena das posturas financeiras dos agentes econômicos a partir da abordagem dos *cash flows* – os fluxos de pagamentos e recebimentos de qualquer agente –, isto é, na forma pela qual estes fluxos validam (ou não) os compromissos estabelecidos pelo agente tomador de decisão ao longo do ciclo. Nas obras de Minsky, é explícito que a abordagem dos *cash flows* se aplica a qualquer agente, uma vez que todos podem ser representados por um portfólio de ativos e passivos e por um *cash flow* a este associado, independentemente da magnitude de seus ativos e compromissos financeiros. Ademais, a instabilidade financeira, uma possibilidade sempre presente, torna-se mais provável com o predomínio de posturas financeiras mais especulativas, gradualmente incompatíveis no âmbito dos fluxos de pagamentos e recebimentos. Esta abordagem estaria associada às construções teóricas de Keynes na *Teoria Geral* e no *Treatise on Money*, no sentido de que tanto as famílias, como os empresários, quanto o especulador (*rentier*) – na posição de detentores de recursos monetários (renda e riqueza), bem como de tomadores de crédito – tomam decisões e estão sujeitos a mudanças das expectativas e no estado de confiança que depositam em seus prognósticos, em face da incerteza. Desta forma, tendo em vista as transformações econômicas das últimas décadas, consideramos que as famílias devem ser retratadas como tomadoras de decisões que não se limitam ao consumo corrente, ao horizonte de curto prazo e à magnitude da renda. Isso, em especial, pelo fato de que financiam

³ Minsky (1992, p.4), *Ibid.*, (2008a), *Ibid.*, (2008b).

aquisições – seja de ativos ou de bens –, acumulam (poupam) e aplicam seus recursos, podendo ser caracterizadas a partir de um portfólio, o que permite, inclusive, ressaltar a própria influência dos estoques sobre a função-consumo.

A abordagem proposta nesta dissertação acaba contrapondo-se a outras leituras do processo de endividamento familiar, pois entendemos que a dimensão patrimonial, por envolver os estoques (ativos e dívidas), influencia a própria trajetória do consumo. Como será discutido no capítulo 3, a presença de crédito para o consumo já seria suficiente para se postular a existência potencial de fragilidade das famílias, à medida que o peso dos encargos financeiros comprime parcelas da renda disponível. De fato, um aspecto relevante a se considerar é que as dívidas de curto prazo apresentam os encargos mais elevados, e a oferta deste tipo de crédito é mais volátil às perturbações da atividade econômica. Contudo, frente à dimensão dos estoques, este seria um entendimento parcial e, de certa forma, inconsistente, tendo em vista a composição do endividamento das famílias, e as razões para tal processo. Vale dizer, as dívidas geradas para financiar o consumo, embora sejam mais generalizadas, correspondem à menor parcela dos passivos familiares. Além disso, suas magnitudes são, em geral, reduzidas. Desta forma, a caracterização e análise do comportamento das famílias a partir dos gastos em consumo, não seriam suficientes para explicar o processo de endividamento atual, e seriam até mesmo limitadas para explicar a formação de passivos destes agentes nos últimos 60 anos.

Neste sentido, questiona-se o argumento de que a queda de participação dos salários na renda seria uma razão suficiente para explicar o endividamento das famílias, tendo em vista a ampliação do peso das transferências do governo na renda, desde os anos 1970, bem como o fato da maior parte das dívidas estar associada à compra de imóveis. Além disso, considera-se que o enfoque sobre o financiamento do consumo não permite explicar o caso das famílias que, sem renda e emprego, ainda sim financiavam ativos de elevado valor (imóveis), até a crise de 2007 – no que se mostrou como o caso máximo de uma estrutura de financiamento *Ponzi*, e que não estava associada ao consumo corrente. Por fim, questiona-se a importância atribuída à facilidade de concessão de crédito ao consumo (*consumo alavancado*), uma vez que a ampliação do consumo, mesmo que financiada com crédito de curto prazo, parece acompanhar os ciclos de expansão dos ativos e da economia americana. Por exemplo, na conjuntura recessiva de 2001-2002, mesmo diante das facilidades promovidas pelas inovações financeiras, a concessão de crédito de curto prazo sofreu contração, enquanto os gastos em consumo mantiveram o seu nível,

operando como uma força contrária ao ciclo. Neste mesmo período, por outro lado, o mercado imobiliário estava na fase ascendente do *boom* (iniciado a partir de 1997), de modo que os ganhos da valorização destes ativos sugerem a importância da questão patrimonial sobre os gastos em consumo, bem como destacam aspectos do comportamento das famílias.

Como foi dito, o endividamento das famílias, desde os anos 1950, foi um processo permanente na economia americana, sendo observado nos vários estratos de renda e patrimônio. No entanto, o que se destacou, a partir dos anos 1970, foi a expansão das dívidas de longo prazo, sobretudo as hipotecas. O endividamento para o consumo apresentou-se relativamente estável desde as primeiras décadas do pós-guerra, sendo que o consumo pareceu acompanhar a evolução da renda (salários *mais* transferências do governo). Já o crédito de longo prazo apresentou grande expansão, não mostrando relação com a renda disponível, mas vinculando-se ao movimento de valorização dos imóveis e à expansão das aquisições residenciais, sobretudo nas décadas de 1970, 1980, 1990 e nos anos 2000 até 2007. Observamos que as inovações financeiras tiveram um maior impacto para a oferta do crédito de longo prazo do que para o financiamento ao consumo, o que não permite descartar a importância desta última modalidade. Desta forma, a dissertação apresenta elementos que vão além da argumentação de que houve um processo de endividamento do trabalhador pressionado por perda salarial, ou de que famílias menos abastadas entraram no circuito do crédito pela falta de rigor na concessão e falhas na regulação deste mercado. Cabe destacar que não se nega a existência destes processos, dada a precarização das condições de trabalho a partir dos anos 1980 e o aumento da desigualdade de renda e patrimônio, bem como a existência de práticas “predatórias” nas operações de empréstimos. Contudo, considera-se que estas dimensões não são suficientes para explicar o que tem ocorrido com a maior parte das famílias americanas nas últimas décadas, em especial na crise de 2007, tendo em vista que desconsideram a importância do fator patrimonial, expresso a partir da composição das dívidas e das motivações para a ampliação destas ao longo dos ciclos de expansão.

Realizada esta discussão preliminar, a dissertação está organizada da seguinte forma: o primeiro capítulo é dedicado à discussão teórica sobre e o papel das famílias na determinação da renda e nas oscilações desta. Ademais, no contexto de uma economia cada vez mais complexa na sua dimensão financeira, busca-se explorar as possíveis conexões do comportamento destes agentes com as perturbações do sistema econômico. Neste sentido, o capítulo inicia-se a partir das definições teóricas de Keynes na *Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda*, buscando

resgatar as construções originais aplicadas às famílias, tendo como enfoque a recuperação de conceitos que consideramos importantes para uma análise do papel das decisões de gasto (e de “não-gasto”), buscando inserir também estes agentes no universo de expectativas e incerteza de uma economia monetária. Além disso, no sentido de complementar e ampliar os horizontes de uma “análise financeira” em Keynes, e assim permitir retratar um comportamento mais complexo das famílias, é feito o resgate de contribuições apresentadas no *Treatise on Money*.

No segundo capítulo são apresentadas e discutidas as interpretações de Minsky, a partir de sua releitura de Keynes, em termos de uma teoria das decisões de portfólio que culmina na formulação da Hipótese de Instabilidade Financeira. Nesse ponto, em especial, o capítulo trata da visão crítica de Minsky em relação ao “papel das famílias” na *Teoria Geral*, bem como das suas preocupações no sentido de incluir as famílias como agentes importantes na perspectiva de geração de perturbações na dinâmica econômica. O objetivo destes dois primeiros capítulos, assim, é resgatar parte das contribuições teóricas de Keynes e Minsky à luz das transformações da realidade econômica, da *financeirização* da economia, buscando apresentar uma base teórica mais completa sobre o papel macroeconômico das famílias.

No terceiro capítulo é apresentada a evolução do comportamento das famílias americanas no período compreendido entre 1945-2010, tendo como pano de fundo o marco institucional da economia dos Estados Unidos e a evolução de seu sistema financeiro. Busca-se, assim, analisar a complexidade envolvida nas decisões de portfólio das famílias, e a maneira pela qual o financiamento dos ativos foi viabilizado ao longo do pós-guerra e do período de finanças liberalizadas. Deste modo, busca-se conciliar a análise teórica dos primeiros capítulos com as evidências empíricas que justificam a revisão do papel macroeconômico exercido por estes agentes, juntamente com o esforço de adequação do conteúdo teórico da HIF ao período atual.

Deve-se observar, contudo, que esta dissertação não se limita a rever o papel das famílias no contexto de uma economia crescentemente liberalizada e financeirizada, que culminou com a crise do mercado *subprime*. A revisão também aplica-se ao contexto do capitalismo regulado da *Golden Age*, uma vez que, mesmo tendo em conta as distintas institucionalidades, o esforço desta pesquisa é demonstrar que, enquanto tomadoras de decisões econômicas, as famílias não devem ser vistas apenas na dimensão “passiva” da satisfação de necessidades associadas ao consumo.

CAPÍTULO I

O PAPEL MACROECONÔMICO DAS FAMÍLIAS

A PARTIR DE KEYNES

Para entender o papel desempenhado pelas famílias⁴ na dinâmica econômica nos últimos anos, e mesmo décadas, e como este se associa a um ambiente crescentemente marcado por relações financeiras de diferentes tipos e temporalidades – tanto no que diz respeito às obrigações assumidas por contrato, quanto aos direitos sobre as aplicações em ativos reais ou financeiros – faz-se necessária a retomada de conceitos e construções analíticas que marcaram o estudo da macroeconomia nos últimos 80 anos, e ainda constituem referência teórica básica. Nesse sentido, faz-se uma retomada do pensamento de Keynes, – principalmente no que se refere às concepções apresentadas na *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* de 1936 e em seu artigo de 1937, *A Teoria Geral do Emprego* –, tomado como ponto de partida para a reflexão sobre o comportamento das famílias no capitalismo contemporâneo. Contudo, não se trata apenas de rever o que foi escrito, mas sim de realizar uma tentativa de compreensão da “nova” realidade econômica a partir da atualização das contribuições desse autor, bem como das interpretações de Minsky, que enriqueceu a análise de Keynes ao introduzir os “passivos” nos portfólios dos agentes.

Vale dizer, a partir das concepções teóricas originais de Keynes sobre o papel das famílias e a função-consumo, e da abordagem de Minsky, enfatizando a questão das estruturas de financiamento dos agentes, busca-se compreender as famílias enquanto agentes econômicos que apresentam um comportamento mais complexo do que é apresentado, tradicionalmente, na teoria. Trata-se, portanto, de considerar os fatores que hoje são determinantes para tal e que não eram relevantes, ou mesmo existentes, quando a *Teoria Geral* foi escrita. Entretanto, é importante

⁴ O termo “famílias” é utilizado ao longo do trabalho com referência geral às famílias americanas, porém, pode ser também aplicado para as famílias de países com maior desenvolvimento econômico e das finanças. Além disso, a referência contempla vários estratos de renda e de patrimônio da sociedade. Contudo, a ênfase em um ou outro segmento é distinta ao longo do trabalho, uma vez que na questão dos ativos financeiros, em geral, está se tratando dos segmentos mais abastados, mas em relação ao endividamento e à aquisição de imóveis, a referência engloba todos os estratos. Desse modo, o termo é referente a todas as famílias, sendo as assimetrias destacadas, oportunamente, ao longo da discussão.

relembrar que aspectos financeiros e sua relação com a atividade econômica “real” foram tratados de forma direta por Keynes no *Treatise on Money* de 1930, de modo que a recuperação destes elementos são adequados para os propósitos da investigação que fazemos.

1.1. Introdução às ideias de Keynes

Keynes believed that deep slumps were always possible in a market left to itself, and that there was therefore a continuous role for government in ensuring that they did not happen. His demonstration that they were not ‘one in a century events’, but an ever-present possibility, is a heart of his economic theory. (Skideslky, 2009, p.xvii).

A teoria de Keynes objetiva compreender como a economia capitalista produz momentos de expansão, *boom* e euforia, bem como estagnação, depressões e lentas recuperações. Assim, como destaca Skideslky (2009, p.xiv), o governo teria dois desafios⁵: intervir nos momentos em que a economia começasse a dar sinais de deterioração e minimizar as chances de ocorrência de choques importantes sobre o sistema econômico. Distante do rótulo de “economista da depressão”, Keynes tinha a clareza de que as flutuações e momentos de baixo desempenho da atividade econômica eram possibilidades reais permanentes, mesmo nos períodos de estabilidade e prosperidade. Na sua visão, a situação normal de funcionamento de uma *economia empresarial*⁶, em que o início da produção depende majoritariamente das decisões dos empresários, é marcada por flutuações da demanda agregada e, assim, do emprego. “*This that I offer is, therefore, a theory of why output and employment are so liable to fluctuation. It does not offer a ready-made remedy as to how to avoid these fluctuations and to maintain output at a steady optimum level*”⁷.

Um dos aspectos de Keynes que deve ser ressaltado é a sua preocupação em construir argumentos e oferecer sugestões de políticas a partir dos problemas reais do sistema econômico. Isso transparece em seus primeiros estudos sobre padrões monetários e taxas de câmbio – *Tract on Monetary Reform* e *Economic Consequence of Sterling Parity* – ou nos aspectos quantitativos da teoria monetária em parte do *Treatise on Money*. Ao longo de suas obras, Keynes sempre

⁵ Além dos aspectos referidos por seu biógrafo, Keynes (1996, p.341-349) destaca a necessidade de uma ação orientadora do governo sobre a iniciativa privada, inclusive por meio de certos controles, bem como o uso de diferentes instrumentos para influenciar a propensão a consumir e o incentivo a investir, de modo a assegurar a busca permanente do pleno emprego e das condições para se reduzir a escassez de capital da comunidade.

⁶ Keynes, 2003, p.76-87.

⁷ Keynes, 1973, p.221.

esteve atento à dimensão monetária dos problemas econômicos, tanto em suas obras iniciais, quando estava instruído “dentro” do *mainstream*, quanto nas obras de maturidade, quando aparece a ruptura com a tradição clássica.

Keynes foi, de fato, um economista preocupado com uma teoria que abarcasse a realidade, como no caso das discussões que empreendeu sobre a *Teoria Quantitativa da Moeda* (TQM) e a teoria dos preços. Como destacam Dillard (2003) e Minsky (1975), o autor buscava, de modo crítico, desvendar os mecanismos de operação da economia ainda no arcabouço da visão do *mainstream*. Nestes trabalhos, como em parte substancial do *Treatise on Money*, a visão do autor estava articulada às noções de equilíbrio, à separação entre os determinantes de variáveis reais e monetárias, e à neutralidade da moeda. Contudo, posteriormente, como aponta Dillard ao tratar da recuperação do conceito de *economia monetária*, Keynes, já no *Treatise on Money*, apresenta rupturas com a velha tradição econômica, principalmente no que diz respeito à formulação de uma teoria monetária da determinação do produto. Minsky, por sua vez, destaca que além dos aspectos institucionais e dos problemas financeiros apresentados no *Treatise*, e ausentes na *Teoria Geral*, há importantes contribuições no que diz respeito a uma explicação monetária do *trade cycle* já na obra de 1930.

No entanto, a ruptura de forma mais completa aparece com a *Teoria Geral*, marcando a quebra de visões e a transição do enfoque de problemas de alocação de recursos para os de determinação da demanda agregada, ainda que aspectos da velha teoria não tenham sido abandonados por completo.⁸ Nesta nova visão, motivos e decisões dos agentes econômicos, assim como variáveis reais, passavam a ser afetados por aspectos monetários, rompendo, assim, com os nexos diretos do comportamento maximizador e da dependência estrita das propriedades técnicas da atividade produtiva, e lançando as bases para a *Teoria Monetária da Produção*⁹.

Assim, frente à maior crise econômica do século XX, marcada pelo desemprego em massa, pela destruição de riqueza financeira, falências de bancos e empresas produtivas, Keynes entregou ao mundo uma interpretação teórica alternativa sobre o funcionamento da economia capitalista. Nesta, tornava claro que a economia não operava em “equilíbrio ótimo” quando deixada por sua própria conta e que as decisões descentralizadas de agentes interdependentes dificilmente geravam um resultado benéfico para o conjunto da sociedade em termos de emprego e renda. A partir da exposição do *princípio da demanda efetiva*, não havia razão para se acreditar

⁸ Minsky (2008a, p.12-13), Dillard (2003, p.4-6).

⁹ Keynes, 1973, p.408.

que a economia operasse utilizando plenamente seus recursos e empregando todos os indivíduos que desejassem trabalhar a um salário dito “adequado”. Longe de um equilíbrio único ou ponto de tendência, a *Teoria Geral* apresentava a justificativa teórica para a operação da economia em diferentes níveis de atividade, inclusive com desemprego e ociosidade dos recursos produtivos. Ademais, Keynes mostrou que, uma vez em crise, a recuperação do nível de produção, da renda e do emprego não se daria de forma automática, e quando muito poderia se dar de forma lenta e com grandes custos em termos sociais e materiais, como demonstrado no período dos anos 1930¹⁰.

Keynes, enfim, questionou os fundamentos da visão de seu tempo e forneceu uma teoria que explicava por que a dinâmica econômica era sujeita a flutuações que não se autocorrigiam e que, muitas vezes, não poderiam ser previstas. Desse ponto de vista, Minsky (2008a, p.10) argumenta que o *business cycle*, antes considerado como anomalia e/ou precariamente explicado, passava a ser visto como aspecto normal do funcionamento da economia, agora, contemplado teoricamente. Para o entendimento das flutuações, o conceito de *incerteza*, mais destacado no artigo de 1937¹¹, trazia em seu bojo os elementos que destinavam-se a elucidar o processo de tomada de decisões num ambiente marcado pela complexidade de relações dos diferentes indivíduos e de visões sobre um futuro não palpável e mutável. Nesse quadro, destacava-se a importância das *expectativas*, *cálculos prospectivos*, *estado de confiança nas previsões* e dos comportamentos baseados nas *convenções* sobre o funcionamento do todo econômico¹².

Desse modo, a *Teoria Geral* mostrava que os tomadores de decisões estavam sujeitos à falibilidade de seus prognósticos, marcando a possibilidade de ocorrência de erros e frustrações cujos impactos poderiam instabilizar a atividade econômica. Vale dizer, apresentava uma economia marcada pela interação de decisões de alocação de renda e riqueza, com agentes sujeitos à incerteza em relação ao futuro e ao resultado agregado de suas próprias ações.

A abordagem de Keynes na *Teoria Geral*, ademais, apontava para a existência de assimetrias, tanto entre os agentes econômicos, quanto entre suas decisões. De um lado, alguns indivíduos, ou grupos, deteriam mais poder sobre certas questões do que outros – como transparece no segundo capítulo da *Teoria Geral*, que trata das relações entre trabalhadores e

¹⁰ Keynes (1973). *Poverty in Plenty: is the economic system self-adjusting?*

¹¹ Keynes, 1973, p.112-113.

¹² Elementos que são destacados na abordagem teórica apresentada em Keynes (1996), *Ibid.*, (1973).

empresários na determinação do volume de emprego e dos salários. De outro lado, determinadas decisões seriam mais importantes para a sociedade e para a dinâmica da atividade econômica do que outras – como no destaque dado às decisões de investimento dos empresários e com a crítica às atividades financeiras especulativas, em especial, ao papel dos rentistas¹³:

Now, though this state of affairs would be quite compatible with some measure of individualism, yet it would mean the **euthanasia of the rentier**, and, consequently, the euthanasia of the cumulative oppressive power of the capitalist to exploit the scarcity-value of capital. **Interest today rewards no genuine sacrifice**, any more than does the rent of land. The owner of capital can obtain interest because capital is scarce, just as the owner of land can obtain rent because land is scarce. But whilst there may be intrinsic reasons for the scarcity of land, there are no intrinsic reasons for the scarcity of capital. (Keynes, 2003, p.237, grifo nosso.)

Nesse sentido, a decisão de investir foi considerada como a mais importante. Primeiramente, por seu papel essencial na reprodução da vida material, vista como forma de levar a sociedade da situação de escassez para a de abundância¹⁴; em segundo lugar, por se tratar de uma decisão complexa, de longo prazo e envolvendo grande volume de recursos, exercida por agentes privados em busca de lucro, sujeita à incerteza e ao erro expectacional. Assim, a abordagem de Keynes ressalta que não há garantia de que os níveis de investimento e emprego sejam suficientes para atender às necessidades da sociedade. A única certeza é de que os empresários tomam as decisões que julgam mais convenientes para auferir lucro, mas seu resultado não é aquele descrito pela *fábula das abelhas*¹⁵.

No âmbito das decisões de gasto, Keynes definiu a *demand agregada*, para uma economia fechada e sem governo, como determinada pela soma dos gastos em consumo e investimento. O investimento, diretamente associado à construção teórica do conceito de incerteza e expectativas, aparece como uma variável sujeita a *mudanças repentinas e flutuações* ou, nas palavras de Minsky, à *instabilidade*.

¹³ “Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito” (Keynes, 1996, p.167-168).

¹⁴ Keynes (1996); Skideslky (2009).

¹⁵ Referência ao trabalho clássico de Bernard Mandeville, “*The Fable of the Bees, or Private Vices, Publick Benefits*”, na qual a busca egoísta de cada indivíduo levaria a um resultado benéfico para a coletividade.

Assim, para Keynes:

The theory can be summed up by saying that, given the psychology of the public, the level of output and employment as a whole depends on the amount of investment. I put in this way, not because this is the only factor on which aggregate output depends, but because it is usual in a complex system to regard as the *causa causans* that factor which is most prone to sudden and wide fluctuation. (Keynes, 1973, p.121).

O consumo, por sua vez, foi visto como uma variável de maior estabilidade, pois considerados os fatores objetivos e subjetivos¹⁶ atuantes sobre a propensão a consumir, o principal determinante destes gastos seria a renda. E, diferentemente do lucro para os empresários, que estaria num nível expectacional (rendimento esperado *ex post*), a renda das famílias seria dada *ex ante*¹⁷. Assim, a função-consumo foi tratada, a grosso modo, de forma complementar à função-investimento (expressa na relação entre a propensão marginal a consumir e o multiplicador do investimento). Embora Keynes admitisse a existência de outros fatores que poderiam afetar a demanda agregada, ou o nível de atividade, no contexto histórico dos anos 1930, o consumo não apareceu como um deles, a não ser por alterações na propensão a consumir que, como o autor explicitou, seriam lentas¹⁸. A *certeza* da renda, ou a renda *ex ante*, balizando os gastos das famílias, não justificava inserir esses agentes entre aqueles cujas decisões típicas estariam envoltas em incerteza e expectativas, tal como revelado pela *Teoria Geral*.

No que se refere aos propósitos desta dissertação, a investigação do papel das famílias na dinâmica econômica e sua associação à fragilidade financeira, observa-se que as famílias vistas a partir da decisão de consumo, tal como na *Teoria Geral*, não eram consideradas como fonte de perturbação do sistema econômico.

¹⁶ Keynes (1996, p.113-131) dedica dois capítulos à discussão das influências sobre a propensão a consumir.

¹⁷ Keynes (1996, p.85) menciona as “*classes proprietárias de riqueza*”. Contudo, a influência destas na função-consumo seria pequena ao se considerar a massa trabalhadora dos anos 1930. Portanto, a referência dada às “famílias” corresponde a este segundo grupo, o que aparece como dependente da renda na *Teoria Geral*. De modo que, assim como os empresários são vistos pela decisão de investir, as famílias seriam pela função-consumo, tal como formulada por Keynes nesse período.

¹⁸ Keynes (1996, p.114) admite os fatores subjetivos como dados e considera os fatores objetivos associados a uma minoria da população, uma vez que as flutuações mais significantes se restringem às classes proprietárias, limitando, assim, os efeitos perturbadores sobre o consumo agregado (p.115). Exemplo disto: “*Variações imprevistas nos valores de capital não considerados no cálculo da renda líquida[...] Este fator deve ser considerado entre os mais importantes daqueles capazes de ocasionar variações de curto prazo na propensão a consumir.*” Porém, não é um fator considerado para a grande maioria da população, ou classe trabalhadora, nos anos 30 do século XX.

Segundo Minsky:

In The General Theory the consumption-function construct serves the purpose of identifying the passive, or determined, component of aggregate demand: in no sense is the consumption function “the heart of modern macroeconomics;” if modern macroeconomics is identified with Keynes. In Keynes’s view it is, if an anatomical analogy is necessary, the passive skeleton of macroeconomics which nevertheless conditions the system’s responses to stimuli. (Minsky, 2008a, p.23).

A visão de um comportamento *passivo* por parte do consumo, ou seja, um papel mais restrito por parte das famílias, justificava-se em alguma medida no âmbito de discussão da *Teoria Geral. A Grande Depressão* havia demonstrado, entre outros aspectos, o caráter essencial do emprego e da renda individual para o consumo da maior parte das famílias, bem como para a manutenção do nível da demanda agregada numa economia crescentemente urbana, carente de uma rede de proteção social e mesmo do *Big Government Minskyano*, isto é, de uma maior participação dos gastos do governo no conjunto da demanda.

Neste cenário, com exceções, os instrumentos de crédito não haviam se diversificado e difundido: o acesso ao sistema financeiro (para captar e/ou aplicar) era restrito para a maior parte dos trabalhadores e famílias americanas¹⁹. Portanto, a visão de que a participação das famílias na economia se dava exclusivamente através de seus gastos em consumo e que estes estavam restritos à magnitude de sua renda, poderia ser considerada adequada ao contexto da época. Como destaca Keynes:

Em virtude da situação econômica geral, o fato de o gasto de consumo, em termos de unidade de salário, depender essencialmente do volume da produção e do emprego justifica o agrupamento dos outros fatores na expressão composta “*a propensão a consumir*”. Isto porque, conquanto os demais fatores possam variar (e convém não esquecer isto), a renda agregada medida em unidades de salário é, regra geral, a principal variável de que depende o componente consumo da função de procura agregada. (Keynes, 1996, p.118).

Contudo, diferentemente da realidade dos anos 1930, o comportamento das famílias em outros contextos e em momentos posteriores – como no período do estado de *bem-estar social* do pós-guerra, ou no período atual, de finanças liberalizadas, tendo as famílias americanas sido diretamente envolvidas na maior crise do capitalismo desde a *Grande Depressão* – não pode ser captado a partir da construção teórica original. Isso porque as decisões das famílias foram

¹⁹ Galbraith (1988), ao descrever os acontecimentos que levaram à *Crise de 1929*, relata a euforia com o mercado acionário ao longo da década de 1920, que chegou a atingir uma parcela das famílias e trabalhadores americanos.

consideradas apenas na dimensão da renda, isto é, Keynes não as colocou como agentes que poderiam tomar decisões sobre alocação de riqueza, ou mesmo, decisões de gasto considerando a possibilidade do crédito. Assim, frente às transformações econômicas do último século e da década atual, os pressupostos que embasavam determinadas concepções sobre as relações entre o consumo, o investimento e a geração de renda, no âmbito da demanda agregada, e sobre os agentes e suas posturas nos mercados financeiros, no âmbito da riqueza, mostram-se incompletos, ou sem respaldo empírico²⁰. Segundo Minsky:

Thus the dependence of consumption spending upon near-term income from employment—which was and remains a fine first approximation for use in theory construction—is a less valid empirical assumption for the United States in the 1970s than it was for Britain, and the United States, thirty-five years earlier. (Minsky, 2008a, p.24.)

Assim, em relação ao papel das famílias captado na *Teoria Geral*, algumas considerações são necessárias. Primeiro, embora esta obra se mostre limitada para compreender um papel mais dinâmico das famílias, e mesmo do consumo, ela continua sendo referência obrigatória para os propósitos desta dissertação. Isto porque apresenta elementos que são essenciais para o entendimento da economia capitalista atual. Assim, o conceito de incerteza, a percepção de que os agentes formulam expectativas sobre o futuro, de que adotam convenções e que têm preferência pela liquidez, por exemplo, podem ser inseridos e destacados no arcabouço do estudo das famílias. Para ressaltar um aspecto: quando Keynes se refere à preferência pela liquidez e à reação à taxa de juros, normalmente, refere-se ao público em geral e, portanto, as famílias estariam inseridas nesse grupo. Contudo, na *Teoria Geral*, o autor as considera apenas na esfera dos gastos, da demanda agregada, e não na esfera de alocação de recursos monetários, porque a riqueza ou a poupança familiar é tida como desprezível ou inexistente²¹. Dessa forma, o entendimento sobre o papel macroeconômico das famílias requer atualização teórica com a evolução destas variáveis.

²⁰ Por exemplo, a associação entre o investimento e o consumo, via multiplicador, pode ser potencialmente mais complexa ao se considerar o impacto do crédito no consumo, bem como que alterações na propensão a consumir podem ser mais frequentes que o suposto por Keynes e verificado na prática (ver gráfico 1 a seguir), indicando, inclusive, que o investimento pode apresentar uma dinâmica mais volátil do que é considerada. Ver Chick, 1997, p.167-182.

²¹ Keynes, ao tratar da poupança das famílias, basicamente considera a poupança das *classes proprietárias*. As famílias, de modo geral, não são vistas além da dimensão de seus gastos em consumo e, portanto, permanecem restritas a um papel menos dinâmico no que diz respeito à tomada de decisões e impactos sobre a atividade econômica.

Em segundo lugar, a carência de uma discussão sobre o mercado financeiro na *Teoria Geral*, contrasta com o *Treatise on Money*, no qual a existência explícita dos sistemas bancário e financeiro, a definição dos tipos de depósitos e das circulações dos recursos monetários²² – na forma de renda, riqueza e crédito, entre a *esfera industrial e financeira* – são uma referência mais completa para o desenvolvimento da análise do papel das famílias num capitalismo financeirizado²³. Nesse sentido, as próximas seções são dedicadas à recuperação dos conceitos propostos por Keynes, tanto na *Teoria Geral* – no âmbito da teoria do consumo –, quanto no *Treatise on Money* – no que se refere à consideração dos determinantes financeiros.

1.2. A função-consumo da *Teoria Geral* revisitada

Na *Teoria Geral*, o gasto em consumo é definido como segue:

Definiremos, portanto, aquilo a que chamaremos *propensão a consumir* como a relação funcional χ entre $Y\omega$ (determinado nível de renda medida em unidades de salário) e $C\omega$ (o gasto que, para o consumo, se toma do dito nível de rendimento), de modo que $C\omega = \chi(Y\omega)$ ou $C = W.\chi(Y\omega)$. O montante que a comunidade gasta em consumo depende, evidentemente: (i) em parte, do montante da sua renda; (ii) em parte, de outras circunstâncias objetivas que o acompanham; e (iii), em parte, das necessidades subjetivas, propensões psicológicas e hábitos dos indivíduos que o compõem, bem como dos princípios que governam a distribuição da renda entre eles (que são passíveis de modificações à medida que aumenta a produção). Os motivos que impelem a gastar caracterizam-se por sua interação, e uma tentativa de classificá-los pode levar a divisões arbitrárias. (Keynes, 1996, p.114).

Neste trecho, é evidente a consideração da renda enquanto um dos determinantes principais do consumo, ao lado da influência das condições objetivas e subjetivas, dentre as quais a distribuição de renda e os elementos de natureza humana e social. Apesar de considerar estes fatores, Keynes minimiza a influência dos mesmos ao longo de sua exposição, nos capítulos oito e nove da *Teoria Geral*, mantendo a atenção sobre a renda corrente. Para o autor, de um lado, os fatores subjetivos são supostos como de modificação lenta, secular e a longo prazo, e nesta qualidade não seriam influências relevantes para a determinação da renda e do emprego

²² Keynes, 1973, p.30-43 e p.217. Assunto desenvolvido na seção 1.3.

²³ Uma definição possível da *financeirização*, é dada por Epstein (2001, p.1). “*Financialization refers to the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operation of the economy and its governing institutions, both at the national and international level*”.

correntes, e por isso foram considerados como dados²⁴. De outro lado, entre os fatores objetivos é dado destaque àqueles mais associados à renda, e não à riqueza, o que se justificaria tendo em vista a proporção da população não abastada na comunidade (dependente de salários), bem como a preocupação com a determinação, no curto prazo, das variáveis relacionadas ao emprego.

Assim, apesar destas preferências de enfoque encontram-se, nos capítulos da *Teoria Geral* referentes ao consumo, argumentos explicativos que se configurariam como elementos de impacto nesta função e, assim, no comportamento das famílias. Entre eles estão a riqueza e os fatores ligados às finanças, os quais foram tratados brevemente, ou de forma superficial. Ou seja, de acordo com a argumentação do autor, e tendo em vista os múltiplos determinantes elencados na discussão do consumo, uma conclusão possível é a de que a função-consumo, que se encontra na *Teoria Geral*, seria resumida e limitada frente à complexidade apontada na própria obra. Isto é, apesar de considerar diversos fatores atuantes sobre esta função, Keynes preferiu adotar suposições simplificadoras no decorrer da obra. Corroborar esta conclusão a recuperação do potencial de perturbação destes fatores ao final da *Teoria Geral*, quando o autor se dedica ao tratamento do *trade cycle*. No capítulo 22, Keynes reconsidera a possibilidade de mudanças nos fatores que afetam a propensão a consumir. Em especial, o autor argumenta que, para explicar as flutuações na economia, a teoria deve considerar todas as fontes de impacto, desde a eficácia marginal do capital aos fatores que afetam a propensão ao consumo. Ou seja, trata-se de reconhecer as variações nos fatores objetivos e subjetivos que cercam o consumo. Assim, ainda que Keynes não os tenha excluído por completo, fatores potencialmente perturbadores foram retirados do foco da explicação teórica sobre a determinação do consumo, de modo que esta escolha parece ter contribuído para que a função-consumo fosse considerada como *relativamente estável* e determinada pela renda para todos os efeitos²⁵.

²⁴ Keynes, 1996, p.114 e 118. “*Todavia, na tese que constitui o objetivo desta obra, não nos ocuparemos, exceto em digressões ocasionais, dos resultados das mudanças sociais de longo prazo nem dos lentos efeitos do progresso secular. Isso significa que daremos por aceita a base dos motivos subjetivos que levam, respectivamente, a poupar e a consumir.*” (Ibid., p.129, grifo nosso).

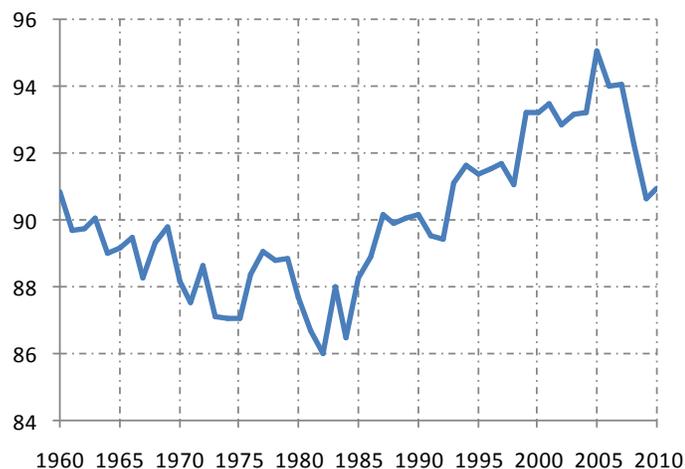
²⁵ Como trata a tradição da demanda efetiva, em Kalecki (1971), por exemplo, “*os trabalhadores gastam o que ganham*”, visão compartilhada quando se ressalta a dependência do consumo em relação à renda. Contudo, Keynes, apesar das preferências de enfoque, permite ir além da renda, ou dos salários, ainda que não tenha explorado este aspecto na maior parte da *Teoria Geral*, e admite que parte da renda é retirada do fluxo corrente. Com relação à afirmação de Kalecki, Serrano (2008) argumenta: “*Se os trabalhadores gastam o que ganham, os capitalistas ganham o que gastam*”, acreditamos que esta condicionalidade está em Keynes, em especial, expressa na *lei psicológica fundamental*. Deste modo, o estudo sobre as famílias, à luz do crédito e da *financerização* da economia, encontra na construção de Keynes uma referência menos restritiva e mais adaptável a um sistema de complexas relações financeiras.

De acordo com Keynes:

[...] somos levados a concluir que as variações de curto prazo no consumo dependem, em grande parte, das alterações do ritmo com que se ganham as rendas (medidas em unidades de salário) e não das variações na propensão a consumir uma parte de determinada renda. (Keynes, 1996, p.129).

Contudo, a julgar pelos últimos cinquenta anos, é importante rever o tratamento dado a estes fatores (objetivos e subjetivos) e, a partir daí, analisar até que ponto estes não seriam peças importantes para entender o que parece ser o próprio rompimento da “relativa estabilidade” desta função ao longo do tempo, a exemplo do exposto no gráfico 1 a seguir:

Gráfico 1: Consumo das famílias americanas, 1960-2010, em porcentagem da renda disponível



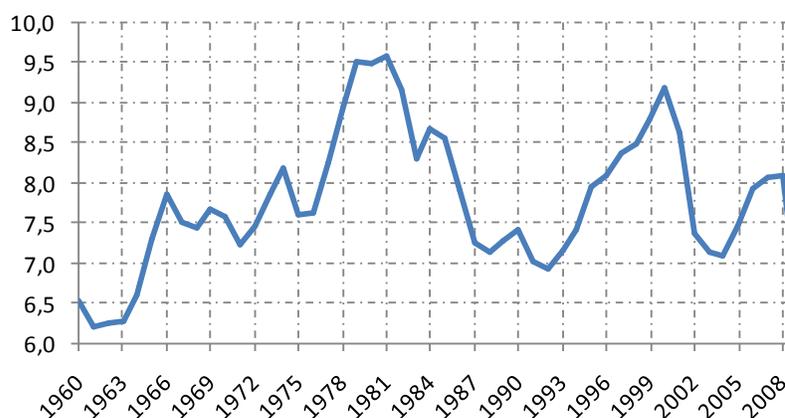
Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

De acordo com o gráfico 1, observa-se que a propensão ao consumo em função da renda disponível das famílias apresenta uma variação significativa. A partir dos anos 1970 e 1980, após um período de relativa instabilidade, verifica-se uma tendência de crescimento da relação, que se interrompeu apenas com o colapso financeiro de 2007. De modo paradoxal ao defendido por Keynes, uma propensão a consumir elevada caracterizaria uma comunidade pobre, na qual há carência de capital. No entanto, mesmo que se considere o aumento da desigualdade nos EUA, nas últimas décadas, não se pode dizer que este seja o caso americano. O que se

verifica, pelo contrário, é uma comunidade rica – ainda que crescentemente assimétrica²⁶ – e com uma relação ascendente entre renda e consumo.

Assim, com base nestas evidências, pode-se afirmar que a dependência do consumo em relação à renda parece não ser uma condição suficiente para considerar a função numa perspectiva passiva, ou mesmo para se esgotar o entendimento de sua evolução e de seus impactos sobre a atividade econômica. Esta condição apenas define um limite superior para a relação, a qual foi se aproximando progressivamente deste limite no caso americano. Desta forma, embora o movimento dos gastos em consumo não seja tão instável como o investimento (ver gráfico 2 a seguir), podemos dizer que a sua relativa estabilidade também não se verifica.

Gráfico 2: Formação bruta de capital fixo das empresas, EUA, 1960-2009, em proporção do PIB



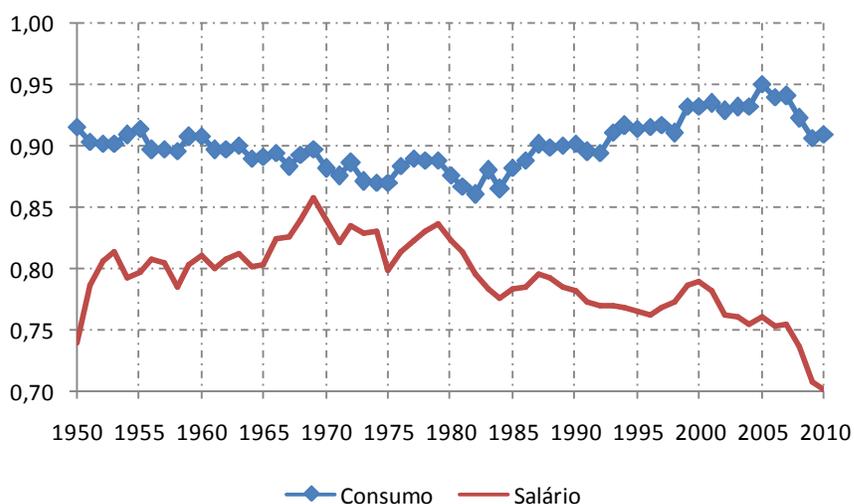
Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Bureau of Economic Analysis*.

Ao se considerar a evolução do consumo das famílias e dos salários, em relação à renda disponível, constata-se que a trajetória de ambos é gradualmente divergente a partir dos anos 1970, sobretudo a partir dos anos 1980 (gráfico 3), ainda mais se for considerado que a renda mediana apresentou uma evolução lenta e a renda *per capita* permaneceu estagnada frente à expansão do consumo²⁷.

²⁶ Teixeira (2010) realiza uma discussão sobre o endividamento dos trabalhadores americanos, na qual apresenta uma série de dados que indicam o aumento da desigualdade da distribuição de renda nos EUA, sobretudo em favor dos estratos mais abastados da comunidade. Segundo dados da *Changes in U.S. Family Finances*, a desigualdade, em termos de renda e patrimônio, tem se elevado, sobretudo a desigualdade de patrimônio, que é mais intensa e a que mais se acelerou entre 2001 e 2007.

²⁷ Para a discussão do crescimento do consumo frente à estagnação da renda média americana, ver Schulz (2010). Sobre a corrosão dos salários, ver Serrano (2008), Guttman & Plihon (2008), Teixeira (2010). Este assunto é retomado no terceiro capítulo desta dissertação.

Gráfico 3: Consumo e salários em proporção da renda disponível, EUA, 1950-2009



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

Por outro lado, caso seja considerado que os salários perderam participação na renda, mas que esta continuou a se expandir, mesmo que lentamente, isto significa que outras formas de rendimentos ganharam mais importância na sua composição, bem como que outros fatores passaram a ter mais relevância na determinação da renda e na função-consumo, sobretudo com as transformações do ambiente econômico. Nesse sentido, é preciso rever a construção de Keynes com atenção à recuperação do potencial de explicação de outros fatores, pois, tal como apresentado na citação anterior, a renda é um dos determinantes do consumo, ao lado de outras condições objetivas e subjetivas que afetam as decisões das famílias.

Na construção original da *Teoria Geral*, Keynes definiu como fatores objetivos atuantes sobre a função-consumo: (i) uma variação na unidade de salário; (ii) uma variação na diferença entre a renda e a renda líquida; (iii) variações imprevistas nos valores de capital não considerados no cálculo da renda líquida; (iv) variações na taxa intertemporal de desconto, isto é, na relação de troca entre os bens presentes e os bens futuros; (v) variações na política fiscal; (vi) modificações das expectativas acerca da relação entre os níveis presentes e futuros da renda.²⁸ Com atenção a estes fatores, verifica-se que em relação às famílias mais abastadas, denominadas de “*classes proprietárias de riqueza*”, o entendimento de seu comportamento e a dimensão de suas ações são mais complexos, tendo em vista que a gestão de ativos, tal como apresentada no capítulo 17, aqui estaria referenciada. Para estas famílias, a renda é apenas um dos determinantes

²⁸ Keynes, 1996, p.114-117.

envolvidos no consumo. Desse modo, o conceito de Keynes que seria importante, nestes casos, é o de *renda líquida* dos impactos da política fiscal, das influências das taxas de juros e das variações no valor de capital – ganhos e/ou perdas de capital.

De fato, o enfoque preferencial de Keynes sobre a renda para tratar o consumo aparece novamente neste caso, uma vez que o autor se refere à *renda líquida*, quando, na verdade, está tratando da dimensão da riqueza e de suas consequências sobre os gastos correntes em consumo. Embora Keynes mantenha a primazia da renda, a sua construção aponta para a influência dos estoques sobre o gasto corrente (fluxos), o que acaba por ter repercussões sobre a natureza da função-consumo, além de indicar um espaço mais abrangente de tomada de decisões por parte das famílias.

Numa forma mais “contida”, por não explorar a fundo as relações com a riqueza ou as decisões frente à incerteza, e preservando o conceito de renda na forma de *renda líquida*, Keynes acaba por não dar destaque aos fatores que teriam maior potencial de afetar a propensão a consumir numa perspectiva de curto prazo. No entanto, ainda que com limitações, o consumo das “*classes proprietárias de riqueza*”²⁹, da forma como foi retratado, é o único que contém elementos capazes de instabilizar a função-consumo. Em certa medida, é o único que capta o impacto dos estoques (ainda que apenas da riqueza), do processo decisório que os envolve, e a influência da incerteza numa perspectiva mais ampla para as decisões das famílias.

De outro lado, por não contar com estes elementos, o consumo do restante das famílias – que, numa primeira aproximação, poderiam ser chamadas de *classes não-proprietárias de riqueza*, em alusão ao termo anterior, e que seriam as receptoras de renda *ex ante* (em geral, salários) – permaneceu numa dimensão conhecida e estável, livre das influências de estoques de qualquer tipo e de sua volatilidade. Assim, dada a proporção das duas “classes” na sociedade, a função-consumo tendeu a um comportamento estável e marcado pela renda.

Antes de prosseguir, contudo, cabe destacar que as definições de Keynes não se referem à posse dos *meios de produção*, mas à posse de ativos numa economia monetária. Nesse sentido, considerando as assimetrias evidentes, ambas as “classes” são proprietárias. Vale dizer, no âmbito dos estoques, ainda que se considere a pequena participação em ativos financeiros por parte das famílias que mais dependem da renda, o mesmo não se pode dizer a respeito dos ativos

²⁹ Para destacar a problemática da construção da função-consumo, o termo “*classes proprietárias de riqueza*” é mencionado apenas uma vez ao longo de toda a *Teoria Geral* (Keynes, 1996, p115), colocando num segundo plano os aspectos financeiros associados a esta função, seja na questão do ativos ou dos passivos. Com relação a estes últimos, não há referência direta na obra.

reais (casas/automóveis)³⁰. Portanto, a influência dos estoques de riqueza, e certamente de dívidas, deve ser considerada para todas as famílias, pois desse modo é possível inserir as famílias, de forma mais ampla, no mesmo ambiente de incerteza e de tomadas de decisões de uma economia monetária.

Assim, tendo em vista as modificações econômicas nos séculos XX e XXI, observa-se que a interpretação original de Keynes, de um consumo “extra-renda”, não se restringe ao escopo das “*classes proprietárias de riqueza*”. Em outras palavras, esta definição, ao longo do tempo, foi perdendo o sentido inicialmente proposto, não porque esta “classe” deixou de existir, mas porque as famílias, em geral, passaram a estar sujeitas, em alguma medida, a estes mesmos fatores. Isso é, pelo enriquecimento advindo da melhoria das condições de vida e com a acumulação gradativa de recursos residuais não gastos (poupanças). Da mesma forma, ao longo do pós-guerra, o consumo foi perdendo seu vínculo único, ou principal, com a renda corrente³¹. Nesse sentido, constata-se que, gradativamente, mais famílias passaram a estar sujeitas a “*variações imprevistas nos valores de capital não considerados no cálculo da renda líquida*”. E isto, seja pelo acesso ao mercado financeiro – na forma de alocação de poupanças acumuladas em ativos financeiros, ou pelas dívidas que poderiam contrair – seja pela variação nos preços de seus ativos, como os imóveis nos episódios de *booms* e *crashes* imobiliários³²; ou ainda, por variações na *taxa intertemporal de desconto*, variável que Keynes aproxima ao conceito de *taxa de juros*, e que associaria as famílias a uma visão de futuro. Dependendo do grau de incerteza envolvido, esta seria responsável por impactos importantes nas decisões sobre os recursos alocados em previdência, poupança e/ou destinados ao próprio gasto em consumo, bem como quanto ao nível de endividamento.

Outros fatores objetivos sobre o consumo poderiam ainda ser considerados, como os impactos da *política fiscal* ou das *expectativas em relação às diferenças entre a renda corrente e futura*. Quanto a estes fatores, em especial, Keynes teria advertido que muitas das interações entre eles poderiam apresentar impactos ambíguos, que se compensariam em nível agregado.

³⁰ Ver tabelas A2 e A3, em anexo, nas quais é apresentado o envolvimento das famílias, por estrato de renda e patrimônio, com ativos não-financeiros e financeiros, para o ano de 2007, a título de exemplificação.

³¹ Minsky (2008a, p.23-24) trata de novos mecanismos e garantias sociais que foram minando essas relações, como a crescente participação das transferências governamentais e o acesso mais facilitado ao crédito.

³² Enquanto os ganhos de capital com ativos financeiros possam estar mais restritos a determinados estratos da população (15-20% mais ricos, em termos de renda), observa-se que a valorização dos imóveis tornou-se um aspecto relevante da dinâmica financeira das famílias em vários estratos de renda e patrimônio, sobretudo pela difusão da propriedade e pela importância dos imóveis. Estes, além de serem residências, são ativos que representam cerca de 45-50% do ativo total das famílias (para cerca de 90% da população nos EUA). Ver tabelas A1, A2, A3 e A4 em anexo.

Contudo, este argumento novamente reforçaria a idéia de estabilidade da função-consumo e passividade da ação das famílias, pois, ao desprezar os impactos diferenciados sobre diversos segmentos, eliminam-se as influências que poderiam contrariar essa suposição. Isto é, nada garante que os impactos positivos sobre algumas famílias, ou grupos, sejam compensados pelos impactos negativos sobre as demais. O resultado final dependeria da proporção de famílias afetadas de um modo e de outro. Assim, não se pode admitir *ex-ante* uma compensação dos efeitos, pois mesmo que isso se verifique num período, nada garante que no momento posterior a situação seja a mesma.

Em relação aos fatores subjetivos, segundo Keynes:

Há, em geral, oito motivos ou fins importantes de caráter subjetivo em virtude dos quais os indivíduos se abstêm de gastar sua renda: (i) **constituir uma reserva para fazer face a contingências imprevistas**; (ii) **preparar-se para uma relação futura prevista entre a renda e as necessidades do indivíduo e sua família**, diferente da que existe no momento, como por exemplo no que diz respeito à velhice, à educação dos filhos ou ao sustento das pessoas dependentes; (iii) **beneficiar-se do juro e da valorização**, isto é, porque um consumo real maior em data futura é preferível a um consumo imediato mais reduzido; (iv) desfrutar de um gasto progressivamente crescente, satisfazendo, assim, um instinto normal que leva os homens a encarar a perspectiva de um nível de vida que melhore gradualmente, de preferência ao contrário, mesmo que a capacidade de satisfação tenda a diminuir; (v) **desfrutar de uma sensação de independência ou do poder de fazer algo**, mesmo sem idéia clara ou intenção definida da ação específica; (vi) **garantir uma *masse de manoeuvre* para realizar projetos especulativos ou econômicos**; (vii) legar uma fortuna; (viii) satisfazer a pura avareza, isto é, inibir-se de modo irracional, mas persistente, de realizar qualquer ato de despesa como tal. (Keynes, 1996, p.127-128, grifo nosso).

Com relação a estes fatores, observa-se que estes podem ser considerados como fonte de importantes variações da propensão a consumir, principalmente se a suposição sobre a sua velocidade de mudança for reconsiderada – admitindo mudanças a curto prazo, por exemplo. Na verdade, admitindo-se alterações nos fatores subjetivos, não apenas o consumo mas o comportamento das famílias em relação às decisões de riqueza (acumulação de ativos ao longo do tempo) e poupança (resíduo da renda do curto prazo), podem ser melhor explorados, à luz de um mundo crescentemente financeirizado, ainda que restrito (por enquanto) à ótica da aplicação de recursos próprios.

É possível observar, na citação anterior, que Keynes aponta alguns elementos atuantes sobre a propensão a consumir que estão associados ao futuro e, portanto, ao processo de

tomada de decisões sob condições de incerteza. Por isso mesmo, as decisões que são influenciadas por estes fatores não estão menos sujeitas às *flutuações e mudanças repentinas* do que as expectativas do empresário quanto à decisão de investir. Ademais, os elementos que constituem motivos para se abster de gastar trazem uma preocupação no âmbito da circulação financeira, seja no que tange à questão da aplicação de recursos, ou mesmo à dimensão do financiamento de “projetos especulativos ou econômicos”, ainda que com recursos próprios. Estes motivos, juntamente com a definição dos motivos para se demandar moeda, encontram particular similaridade com algumas definições apresentadas no *Treatise on Money*.

Dentre os fatores subjetivos mencionados, observa-se que aparece a necessidade de se manter saldos para atender contingências imprevistas, em (i). Em (iii) e (iv), há a menção de comportamentos associados ao desejo de valorização, e em (iii) e (vi), à especulação. Ademais, fica evidente, em (iv) e (v), a intenção de acumulação e valorização dos saldos monetários que Keynes associa, diretamente, a gastos maiores no futuro, ou à independência. Contudo, em termos “práticos”, os fatores (iv) e (v) apenas refletem um desejo de valorização do dinheiro em mãos de seu detentor até que se decida efetivar o gasto (se for decidido gastar). Por fim, o desejo de constituir uma *massa de manobra* para a realização de projetos futuros, antecipando recursos para atender compromissos, ou apenas para aproveitar oportunidades de aplicação, aparece em (ii) e (vi).

Considerando o momento histórico em que foram formulados, talvez estes fatores se restringissem a uma pequena parcela da população nos EUA ou na Inglaterra³³. Contudo, a partir do pós-II Guerra é factível considerar que as famílias, em geral, ou em especial as famílias americanas médias, passaram, progressivamente, a ser afetadas por estes fatores, estando sujeitas a um novo contexto para tomar decisões, quer sobre seus saldos ociosos, quer sobre o consumo corrente. Em outras palavras, à medida que a comunidade se tornou mais rica e os mercados financeiros mais desenvolvidos, estes fatores passaram a desempenhar um papel cada vez mais relevante, tanto na esfera financeira, quanto para a determinação dos gastos em consumo e, portanto, sobre a atividade econômica.

Nesse sentido, afirma-se que os fatores objetivos apresentados por Keynes, ainda que não sejam suficientes, inserem parcialmente a dimensão da riqueza e suas oscilações nas decisões

³³ Galbraith (1988, p.69-70) trata da questão da participação das pessoas, em geral, em empreendimentos de natureza financeira ou imobiliária até o *crash* da Bolsa de *New York* em 1929. Em relação à bolsa de valores, a penetração das famílias teria sido muito restrita naquele momento.

de consumo corrente. Do mesmo modo, os fatores subjetivos dão condições para um melhor entendimento do processo de acumulação de saldos monetários, e enriquecem a discussão sobre os determinantes de gasto dos indivíduos, inclusive abrindo espaço para a influência da incerteza e rompendo com as restrições impostas pela renda ao consumo. Ou seja, a construção de Keynes apresenta a capacidade de captar fatores de impacto que contribuiriam para uma maior volatilidade da função-consumo, ainda que esta dimensão não tenha sido explorada na maior parte da *Teoria Geral*, e mais importante, abrem espaço para um papel das famílias que não se restringe ao consumo e ao curto prazo.

Assim, a partir das formulações presentes na *Teoria Geral*, constata-se que uma faceta mais ativa da ação das famílias é possível de ser explorada a partir da obra original – o espaço das decisões sobre poupança individual, riqueza e dívidas. Apesar disso, a ausência de instituições financeiras e de operações com recursos de terceiros limitam o entendimento do aspecto do financiamento externo dos agentes – justamente um dos elementos importantes na construção do cenário de fragilidade financeira – o que, de certo modo, acaba por subestimar a instabilidade, seja do consumo, pela ação financeira das famílias, seja do investimento.

Como destaca Minsky acerca da *Teoria Geral*:

The passive nature of consumption expenditures has two aspects. For the working classes, who have no financial resources, the prior, simultaneous, or assured receipt of income from wages, or transfer payments, is necessary if consumption spending is to take place. For the property-owning classes, with financial resources, the ideology of maintaining capital intact tends to make consumption spending depend upon net rather than gross income. **Thus as it is assumed initially that consumption expenditures do not depend upon external financing to any significant extent, they do not leave a financial residue in the form of contracts which entail payment commitments.** (Minsky, 2008a, p.23, grifo nosso).

Ou seja, Minsky aponta que, na *Teoria Geral*, é reforçada a dimensão da renda para o consumo das famílias, abastadas ou não. De fato, os gastos em consumo que superam a magnitude da renda só são possíveis a partir do acúmulo de poupança durante sucessivos períodos, como nos leva a crer o motivo (vi) dos fatores subjetivos. Assim, o fato de não se considerar o crédito acaba por eliminar condicionantes que se manifestariam sobre o “consumo seguinte”, no próximo período corrente – o que certamente simplifica e contribui para a alegada estabilidade desta função.

Minsky adverte também que, frente às flutuações cíclicas da relação renda-consumo, a abordagem da *Teoria Geral* permite uma interpretação que incorpora uma estabilidade inicial do consumo agregado. Isto porque o nível de gasto em consumo seria mantido mesmo frente à queda de renda, através de um ajuste expresso pelo que Keynes denomina de *poupança negativa*, situação que seria revertida posteriormente quando a renda voltasse a subir³⁴, invertendo o sinal da poupança e contendo o aumento do consumo.

Ainda sobre a questão da estabilidade atribuída ao consumo³⁵, e sem entrar nos aspectos financeiros, autores de época, como Staehe (1937) e Gilboy (1938), questionavam a ausência de fatores relacionados à distribuição de renda entre trabalhadores, empresários e *rentiers*, bem como a aplicabilidade de conceitos - como a *lei psicológica fundamental* - para a dimensão de estratos da comunidade. Posteriormente, outros autores, como Zellner (1965), Mishkin (1976-77) e Blinder (1976), sugeriram a inclusão de elementos associados à riqueza³⁶. Entretanto, neste aspecto a crítica poderia ser mais sobre a suposição das mudanças a longo prazo da função-consumo do que à ausência de elementos explicativos. Isto porque Keynes, embora não explore, admite os impactos da distribuição de renda sobre o consumo³⁷, assim como as influências das transações com ativos financeiros³⁸. Este ponto é distinto do que ocorre em relação à questão do financiamento externo aos agentes, que é inexistente na *Teoria Geral*.

Frente ao conjunto de críticas é interessante destacar a que diz respeito às evidências empíricas sobre os estratos sociais, como no trecho a seguir:

[...] it appears that the relation between income, consumption, and savings is neither as simple nor as stable as Mr Keynes assumes in his statement of the propensity to consume. Statistical evidence indicates a great diversity in these relationships and a marked increase in income-expenditure elasticity in certain income ranges. It also shows that the elasticity of savings tends to decline as income increases. (Gilboy (1938) *apud* Harcourt & Riach (1997), p.150).³⁹

³⁴ Minsky (2008a, p.25-26), de modo que esta interpretação estaria mais de acordo com o conceito de *renda permanente* (Friedman, 1957), ou com a *hipótese do ciclo de vida* (LCH), do que com a renda corrente.

³⁵ Chick (1997, p.166-169), no capítulo 11, argumenta que a estabilidade da relação entre consumo e renda é maior pelo fato das variáveis terem sido denominadas em unidades de salários e não em termos nominais. Mesmo assim, nossa argumentação questionou a estabilidade a partir do próprio aparato contido na *Teoria Geral*, independentemente das unidades de medida. Como visto, fizemos a discussão a partir da reconsideração dos fatores objetivos e subjetivos atuantes sobre a propensão a consumir.

³⁶ Harcourt & Riach (1997, p.147-171) apresentam alguns dos autores e suas críticas às formulações de Keynes na *Teoria Geral*.

³⁷ Keynes, 1996, p.85.

³⁸ Keynes, 1996, p.114-117.

³⁹ Gilboy, E. *The propensity to consume*, Quarterly Journal of Economics 53: p.120-140, 1938.

Em resposta à autora, Keynes afirma:

My argument does not require, of course, that this rule [a lei psicológica fundamental] holds good of every individual or even of every class, but only of the community as a whole; and this is subject to the usual *ceteris paribus* clause; though I should distrust any statistics which seemed to show the contrary as applying to a whole class. (Keynes *apud* Gilboy (1939) *apud* Harcourt & Riach, 1997, p.150).⁴⁰

Desse modo, observa-se que a defesa da estabilidade do consumo agregado omite um conjunto de relações e fatores incidentes sobre a decisão de consumo de diversos segmentos da sociedade. Isto é, mesmo que seja admitida a estabilidade da função no nível agregado, nada se pode afirmar sobre as flutuações em outros níveis de agregação, ou sobre os arranjos, tais como os financeiros, que sustentam as decisões de gasto de determinadas classes ou grupos. Keynes reconhece esta complexidade, mas a contorna com o argumento do *ceteris paribus*, razoável no curto prazo, mas que não é válido numa perspectiva de maior horizonte temporal, ou num ambiente financeiro mais complexo. Assim, ao se limitar a influência destas questões, sobretudo por considerar os fatores que afetam a propensão a consumir numa perspectiva dada e passiva, acaba-se por superestimar a estabilidade da função-consumo, reduzindo o conjunto de elementos atuantes sobre o universo de decisões das famílias. Desse modo, as influências destes fatores, como o comportamento das diferentes famílias, sobre a estabilidade macroeconômica acabam não sendo captados pela teoria, quando se restringe o entendimento do consumo, ou do papel das famílias, à razão consumo-renda.

Assim, em consideração às críticas apresentadas pelos autores acima mencionados, deve-se ressaltar, para o desenvolvimento seguinte, que os fatores objetivos e subjetivos presentes na *Teoria Geral* revelam-se como importantes recursos teóricos para explicar por que a função-consumo não é, de fato, tão estável como apresentada originalmente, sobretudo ao se reconsiderar as hipóteses adotadas à luz das transformações econômicas e financeiras posteriores à obra de Keynes. Nesse sentido, defende-se que na própria *Teoria Geral* há elementos ricos para o entendimento mais amplo do comportamento do consumo, isto é, entende-se que Keynes teria

⁴⁰ Gilboy, E. *The propensity to consume: reply*, Quarterly Journal of Economics 53: p.633-638, 1939.

elaborado uma construção teórica que ele próprio não teria explorado em sua totalidade, como adverte em várias situações ao longo da obra⁴¹.

A preferência do autor por uma estrutura mais simples para a função-consumo pode ter entre as suas causas: (i) o perfil e situação da riqueza e renda das famílias nos anos 1930; (ii) o objetivo de explicar a determinação do emprego e da renda no curto prazo, o que de fato, teria reduzido o espaço da flutuação cíclica na maior parte da *Teoria Geral*⁴²; (iii) a crítica do autor à economia clássica, retirando o enfoque sobre a poupança das famílias, e assim, sobre modalidades de gastos que envolvem planejamento além do curto prazo⁴³. Neste último aspecto, estaria inserida a crítica à escolha intertemporal da teoria do consumidor, pois no âmbito desta, por não haver incerteza, a decisão dos indivíduos passaria a ser entre *consumo corrente* ou *consumo maior no futuro*, tendo em vista o retorno dos recursos poupados a dada taxa de juros.

Ademais, deve-se considerar que, posteriormente à *Teoria Geral*, a situação econômica durante a Segunda Guerra Mundial e após o conflito foi marcada por uma conjuntura de escassez de recursos – de bens e serviços –, de controle das variáveis da demanda agregada e de foco na alocação de recursos. Os problemas de financiamento, flutuações e insuficiência da demanda agregada não se colocavam numa conjuntura de restrições à demanda e de forte participação dos gastos do governo na coordenação dos investimentos. De modo que a contribuição deste momento histórico, como afirma Minsky (1975, p.14-16), favoreceu um tipo de visão do keynesianismo desprovida de seu potencial revolucionário, isto é, ajudou a consolidar a propagação de uma versão limitada da *Teoria Geral*, o que é também constatado na discussão teórica sobre o consumo, mantido estável, no curto prazo e desprovido de aspectos financeiros.

No que se refere ao que foi tratado até o momento, em primeiro lugar, observou-se que há uma série de elementos explicativos sobre o consumo e a poupança das famílias, em Keynes, que pode conferir uma maior importância analítica para a função-consumo e para a

⁴¹ Keynes, 1996, p.129, “Considerando, portanto, que a base principal das forças subjetivas e sociais muda lentamente, enquanto por outro lado a influência a curto prazo nas alterações da taxa de juros e outros fatores subjetivos é, no mais das vezes, de importância secundária, somos levados a concluir que as variações de curto prazo no consumo dependem, em grande parte, das alterações do ritmo com que se ganham as rendas (medidas em unidades de salário) e não das variações na propensão a consumir uma parte de determinada renda.” Em muitas passagens, como esta, Keynes deixa claro que considera a influência de alguns fatores como dadas no curto prazo, fato que restringe parte das implicações na sucessão dos períodos correntes.

⁴² Ao sair do curto prazo, Keynes faz a seguinte reconsideração: “If we examine the details of any actual instance of the **trade cycle**, we shall find that it is highly complex and that every element in our analysis will be required for its complete explanation. **In particular we shall find that fluctuations in the propensity to consume, in the state of liquidity-preference, and in the marginal efficiency of capital have all played a part.**” (Keynes, 2003, p.196).

⁴³ Isto é, a crítica à economia neoclássica, sobretudo, na questão da poupança, taxa de juros e investimento. A crítica à idéia de poupança prévia pode ter contribuído para a retirada de enfoque sobre a poupança das famílias – o que é parcialmente revertido em outras passagens da *Teoria Geral*, como no capítulo nove.

atuação das famílias. Estes podem ser recuperados tal como foram apresentados na *Teoria Geral*, – como no caso do resgate dos fatores objetivos e subjetivos atuantes sobre a propensão a consumir.

Em segundo lugar, admitindo-se alterações em pressupostos que eram justificáveis à época mas que, atualmente, encontram-se superados, aumenta-se o poder explicativo da construção original de Keynes. Como visto, os fatores objetivos foram, basicamente, aplicados às “*classes proprietárias de riqueza*”, contudo são fatores associados a decisões que excedem a dimensão da renda e não se restringem à riqueza⁴⁴. Vale dizer, vão além da renda por inserirem a dimensão dos ativos, mas não se limitam a estes, uma vez que também se entende que as condições de crédito na economia seriam um importante fator a ser considerado entre os fatores objetivos que podem afetar a propensão a consumir. Sendo assim, é razoável considerar que os fatores objetivos se aplicam para os demais estratos das famílias, sobretudo no período atual. Ademais, a suposição sobre a manifestação e a velocidade de mudança dos fatores subjetivos, ao ser reconsiderada, abre espaço para a compreensão de importantes flutuações no consumo em curtos períodos, bem como na dinâmica decisória das famílias, principalmente frente a modificações na confiança destas em relação ao futuro.

Em terceiro lugar, foi assinalado que, embora o resgate e a aplicação destes conceitos e princípios tenham sido possíveis e adequados do ponto de vista teórico, ainda não são suficientes para preencher as lacunas sobre o entendimento do comportamento das famílias no período mais recente. Dentre os elementos ausentes destacam-se a carência de arranjos financeiros, do lado da captação de recursos, e mesmo um melhor entendimento sobre os impactos no sistema econômico advindos das decisões das famílias. Ademais, segundo Minsky (1975), a função-consumo apresentada na *Teoria Geral* não insere as famílias numa dinâmica de planejamento de gastos sujeitos à incerteza e às flutuações da própria renda. Isto porque o consumo apresentado por Keynes, devido aos propósitos da teoria do emprego, envolve basicamente a produção corrente, fato que se evidencia pela determinação da demanda por trabalho no ponto de encontro entre a demanda agregada e a oferta agregada, funções que se referem ao período corrente. Como afirma Minsky, a preocupação de Keynes era com a determinação do emprego corrente e, nesse sentido, não estaria no foco de suas investigações os

⁴⁴ Nesse sentido, deve-se ir além do conceito da “renda líquida”, inserindo os estoques de riqueza, mas também o de dívidas, para todas as famílias, sobretudo por conta das assimetrias. Não considerar estes aspectos é uma simplificação que omite um comportamento importante destes agentes, bem como as influências deste sobre o sistema econômico.

bens produzidos no passado (estoque material). Vale dizer, as decisões de consumo de maior complexidade, tanto em termos de financiamento, quanto em termos de posições a longo prazo, como o consumo de bens duráveis de elevado valor e de imóveis, não são contemplados na teoria⁴⁵.

Assim, o esforço de unir a *Teoria Geral* e o *Treatise on Money* parece ser um caminho indicado para explorar as implicações financeiras sobre o objeto deste estudo. Segundo Minsky:

A Treatise on Money and *The General Theory* overlap, for they are both attempts to explain much of the same set of observations. Therefore, it is not surprising that many passages in *A Treatise on Money* can be interpreted as foreshadowing *The General Theory*. However, these foreshadowings should not be allowed to obscure the drastic break in concepts and views that is involved. ***The General Theory, although concerned with the implications of institutional usage, and quite clearly relevant only to a financially sophisticated capitalist economy, does not contain any detailed description of banking and financial institutions. Such detail is contained in A Treatise on Money.*** In deciding how, if at all, these two major works are to be “synthesized” it is necessary to recognize that the institutional analysis of *A Treatise on Money* served to set out the problems of finance in a capitalist environment and thus set the background for the theoretical arguments and framework of *The General Theory*. Thus blending the institutional analysis of *A Treatise on Money* with the theory of *The General Theory* seems to be an appropriate way to integrate the two. (Minsky, 2008a, p.10).

Nesse sentido, a próxima seção é dedicada a suprir parte da carência da dimensão financeira na *Teoria Geral*, através das contribuições presentes no *Treatise on Money*⁴⁶. Contudo, entende-se que é a partir de Minsky, de sua releitura realizada em *John Maynard Keynes*, de 1975, e do desenvolvimento dado ao aspecto financeiro no conjunto de sua obra, que o papel das famílias pode ser melhor explorado e compreendido, tornando-se elemento relevante para explicar o estágio atual da economia, de aprofundamento das finanças e mais sujeito à fragilidades, como previa o autor⁴⁷, e tal como se constatou na crise iniciada em 2007.

⁴⁵ Minsky (2008a, p.26-27) discute que a visão da *Teoria Geral* se concentra na atividade corrente, com atenção ao nível de emprego corrente, de modo que a discussão do consumo se resume aos bens produzidos neste período e não contempla os bens em estoque resultantes dos períodos pretéritos de produção, como imóveis e bens duráveis.

⁴⁶ Macedo e Silva (2009) apresenta um ponto de vista similar, no sentido de que lacunas na *Teoria Geral* contrastam com a riqueza de detalhes financeiros presentes no *Treatise on Money*.

⁴⁷ Este aspecto é explorado em Minsky (1992, p.4). O tema será tratado no segundo capítulo desta dissertação.

1.3. Os Aspectos Financeiros: de Keynes a Minsky

Na *Teoria Geral*, como visto, são apresentados e avaliados os motivos para consumir e poupar. Segundo Keynes, uma vez satisfeitas as necessidades imediatas do indivíduo e de sua família, isto é, atingidas as condições básicas de conforto – nas quais o consumo desempenha um papel central –, os fatores e motivos relacionados à poupança, ou à acumulação de riqueza, manifestariam-se com maior vigor⁴⁸. Esta afirmação é particularmente relevante, pois abre espaço para um papel mais ativo das famílias, não restrito ao consumo e à renda, como vem sendo destacado até aqui. Nesse sentido, em algumas passagens, ao tratar dos motivos para abster-se de gastar, Keynes admite que os fatores que afetam as pessoas “*são muito semelhantes, mas não idênticos*” aos atuantes sobre a administração de empresas, instituições, governos centrais ou locais. Vale dizer, enquanto as estruturas empresariais e públicas são afetadas por motivações de ordem precaucional, de atendimento a necessidades futuras, de planejamento e de melhoria de condições para a continuidade de suas operações – razões definidas através dos *motivos empresa, liquidez, melhoria e prudência financeira* – as pessoas estariam sujeitas, de modo análogo, a motivações semelhantes⁴⁹.

Keynes considera, no capítulo 9 da *Teoria Geral*, sob uma mesma ótica, a formação de fundos em que se somariam poupanças individuais, de organizações empresariais e governamentais, compondo o montante de recursos retirados da produção e que não são destinados ao consumo. Entre as implicações deste processo de acumulação de recursos poderia estar a situação de insuficiência de demanda agregada – aspecto central na abordagem da *Teoria Geral* – tanto em relação ao investimento, quanto ao consumo.

Nesta argumentação, é explícito que os impactos sobre a economia são advindos de mais de uma fonte, uma vez que os recursos retirados da atividade corrente também o são⁵⁰. Este aspecto torna-se ainda mais relevante ao se considerar as famílias numa *economia financeiramente mais sofisticada*, tendo acesso a crédito e a canais adicionais para aplicação, e tomando decisões que não se restringem ao gasto e que vão além da magnitude da renda. Desse

⁴⁸ Keynes (1996, p.119) discute as razões envolvidas na formação de poupanças pelos indivíduos.

⁴⁹ Como constituir reservas para contingências imprevistas, aproveitar oportunidades de negócio, constituir fundos para projetos futuros ou simples acumulação de recursos para valorização e especulação. Em relação aos motivos associados às organizações, ver Keynes, 1996, p.127.

⁵⁰ “*Além das poupanças acumuladas pelos indivíduos há também uma grande proporção de rendas, variável talvez, numa comunidade industrial moderna como a Grã-Bretanha ou os Estados Unidos, entre um e dois terços da acumulação total, que é retida pelos Governos centrais ou locais, por instituições e por empresas comerciais*”[...] (Keynes, 1996, p.119).

modo, os impactos sobre a atividade econômica passam a não se restringir apenas àqueles advindos insuficiência de demanda – dada a lei psicológica fundamental (do lado do consumo) e o adiamento das decisões de investimento pelos empresários (alocando recursos em fins alternativos). Passam também à incluir recursos que não se limitam à renda corrente e, assim, promovem a geração de demanda adicional – e aqui aponta-se para o papel do crédito e para o uso dos estoques de riqueza, tanto para o consumo das famílias, quanto para o investimento das empresas.

Esta abordagem é interessante, pois Keynes aproxima aspectos do comportamento das pessoas e de organizações empresariais, tanto que as motivações ao não gasto são semelhantes para ambos. Porém, ao fazer suas suposições simplificadoras, como visto anteriormente, o autor retirou um importante elemento da dinâmica do sistema associado às famílias. Além de não incluir o financiamento, minimizou e retirou a acumulação de riqueza e, portanto, as implicações das decisões, realizadas por este grupo, tomadas sob condições de incerteza.

No *Treatise on Money*, porém, antes de separar indivíduos, classes e empresas e especificar suas funções básicas de gasto, Keynes, preocupado com a circulação do dinheiro, justifica a composição de saldos monetários através de motivações que são semelhantes entre seus detentores. Nesta visão, indivíduos, empresas, governos e famílias, estariam todos incluídos no mesmo ambiente econômico de negociação, compromissos, direitos e de tomada de decisões em relação ao futuro, e por isso sujeitos a modificações de decisões e frustração de intenções. Em outras palavras, enquanto na *Teoria Geral* é priorizada a dimensão dos gastos que compõem a demanda agregada – os fluxos – no *Treatise on Money*, a atenção do autor é dada ao dinheiro e ao seu movimento, sendo importante a dimensão dos gastos, mas, com atenção especial à dimensão dos recursos monetários não gastos, ou *ociosos* – os estoques –, e seu impacto em termos de atividade econômica, produção e emprego. A *Teoria Geral*, ainda que Keynes trate da dinâmica dos ativos no capítulo 17 e insira a influência destes no consumo das *classes proprietárias de riqueza*⁵¹, prioriza os fluxos (como a renda), captando as famílias apenas nesta dimensão; o *Treatise on Money*, trata de fluxos e estoques (riqueza, dívidas), e nesta segunda obra a decisão

⁵¹ Os estoques, neste aspecto, são contemplados, indiretamente, a partir do conceito de “renda líquida”, um tipo de fluxo, passando a ideia de que as aplicações do “capital” permanecem intocadas.

sobre os estoques é uma decisão de portfólio tomada sob incerteza⁵². Ademais, qualquer agente é considerado, no *Treatise*, nas duas dimensões. Desse modo, enquanto se observa a passividade das famílias e a estabilidade da função-consumo na *Teoria Geral*, no *Treatise on Money*, mesmo que se considere a *certeza* da renda, todos os agentes, incluindo as famílias, estão sujeitos a tomar decisões com relação ao futuro e, portanto, sujeitos às flutuações e mudanças de expectativas e de motivações⁵³, independentemente da magnitude das operações e das dotações de cada agente ou família. Assim, ao invés de limitar a explicação e a aplicação dos determinantes das funções de gasto de cada categoria, o autor amplia as possibilidades analíticas, por reconhecer, além da similaridade de comportamentos entre os diferentes agentes, os canais e meios de operação disponíveis numa *economia monetária da produção*⁵⁴.

1.3.1. Os Depósitos do *Treatise on Money*

No *Treatise on Money*, Keynes considera, do ponto de vista dos detentores de recursos monetários, a existência de três razões para um indivíduo qualquer reter dinheiro. Cada razão poderia ser representada através de um tipo particular de *depósito*⁵⁵, de modo que os saldos monetários se encontrariam distribuídos entre *income deposits*, *business deposits* e *savings deposits*⁵⁶.

Os *income deposits*, ou depósitos de renda, corresponderiam à formação de um fundo de recursos destinado a cobrir os intervalos entre as datas de recebimento da renda pessoal e as datas de efetivação do gasto. Como os recebimentos (entradas) e os pagamentos (ou saídas) não são simultâneos, há a necessidade de fazer essa retenção de recursos. Keynes considera que esse seria o fundo de recursos típico da classe trabalhadora, apesar de considerar que o fundo dessa classe não fosse de grande duração (à época). Porém, o aspecto importante seria que, durante um determinado período de tempo, haveria um fundo de recursos pronto para compensar o

⁵² Embora o termo “incerteza” não esteja explícito no *Treatise*, a natureza das relações descritas e o horizonte temporal de determinadas operações, inclusive com base nas motivações envolvidas para a formação dos depósitos, como será visto a seguir, permitem inferir sobre a presença deste conceito, que apenas viria a ser desenvolvido, de forma direta, por Keynes em 1937.

⁵³ Entre estas decisões estão as que envolvem o gasto e o uso das poupanças, bem como a adoção de posições financeiras que estabelecem compromissos futuros – contratos, prestações, etc.

⁵⁴ Dillard (2003, p.3) refere-se ao desenvolvimento do conceito por Keynes .

⁵⁵ Saldos formados de acordo com uma motivação particular, podendo ou não estar “fisicamente” depositados.

⁵⁶ Keynes (1973, p.30-43) define estes três tipos de depósitos na economia.

“descasamento” entre as receitas (salários) e os gastos (pagamentos), bem como para atender a “*contingências que nem sempre podem ser previstas*”.

Keynes prossegue afirmando que, “*no mesmo sentido*”, o homem de negócios, o empresário industrial ou o especulador, nem sempre seriam capazes de compatibilizar suas receitas e despesas. E assim, tal como no caso das despesas pessoais, as de negócio nem sempre permitiriam a previsão completa dos compromissos futuros. Neste caso, seria conveniente a formação de uma margem contra contingências. Este tipo de depósito, para propósito de negócios de natureza ampla, foi denominado de *business deposits*. Keynes distingue três tipos de *business deposits*: (i) associado à remuneração dos fatores de produção e às transações referentes às etapas da atividade industrial, desde a comercialização de matéria-prima até o ato de consumo; (ii) associado às transações especulativas com bens de capital e *commodities*; (iii) associado às transações financeiras de compra e venda de títulos públicos e outras aplicações. Portanto, (ii) e (iii) não seriam “governados” pelo volume e ritmo da produção corrente⁵⁷.

Desse modo, na sequência de sua análise, Keynes une os depósitos de renda e os de negócio no que denomina de *cash deposits*. Estes, como visto – tanto para pessoas (ou famílias), como para empresas – serviriam para os propósitos correntes de encontro entre receitas (direitos) e gastos, ou pagamentos (obrigações), bem como para o atendimento de contingências imprevistas. Sendo assim, dependeriam do volume e da regularidade das transações. Comparativamente à *Teoria Geral*, os *income deposits* e os *business deposits* do tipo (i) corresponderiam aos motivos transação e precaução, apresentados no capítulo treze; já os *business deposits* (ii) e (iii), referentes a transações financeiras e especulativas, englobariam, além destes dois, o motivo especulação.

Contudo, talvez a contribuição mais importante para a presente dissertação, e que é um ponto de apoio para a própria teoria da demanda efetiva, esteja no terceiro tipo de depósito: os *savings deposits*, ou depósitos de poupança, uma vez que estes representam uma dimensão alternativa ao gasto corrente e associam aspectos de fluxos aos estoques⁵⁸. Na verdade, os *savings deposits* não seriam constituídos com o objetivo de realizar pagamentos, como os anteriores, mas como meio de empregar os recursos monetários que não foram destinados ao gasto corrente e que ainda não foram alocados num tipo particular de aplicação – é o resíduo. Assim, o interesse para

⁵⁷ Keynes (1973, p.38-43) detalha de forma pormenorizada a composição dos *business deposits*.

⁵⁸ A poupança é resultado do fluxo da renda gerada no período corrente. Contudo, ela se soma ao estoque de riqueza pretérito da comunidade, passando a fazer parte desta dimensão, assim como os ganhos de capital.

a formação destes fundos poderia estar associado: (i) à busca de uma remuneração de taxa de juros (no caso de contas correntes remuneradas); (ii) à antecipação de queda do valor monetário de outras aplicações em curso (o detentor poderia resgatar os recursos e mantê-los momentaneamente nesta forma de depósito); (iii) ao desejo de manter saldos ociosos (não “imobilizar” recursos em aplicações específicas para se ter acesso rápido ao dinheiro); (iv) à acumulação de recursos de forma gradativa com a intenção de transformá-los em um “*investimento*” específico – o que pode ser interpretado como um investimento de fato, na forma de bens de capital, ou à intenção de realizar uma aquisição qualquer de grande soma, ou um tipo de aplicação financeira que demande uma quantidade mínima de recursos (compra de títulos públicos, privados e participações); (v) à espera do surgimento de oportunidades de negócio; (vi) à qualquer outra razão que motive o indivíduo e não tenha apelo econômico.⁵⁹

Os *savings deposits* representariam a constituição de um fundo de recursos que não seria destinado aos pagamentos correntes, disponível para ser aplicado de acordo com o desejo de seu detentor sem inconveniências, podendo ou não retornar na dimensão de gastos. De certo modo, a formação destes depósitos corresponderiam aos motivos especulação, precaução (liquidez) e *finance*⁶⁰. É interessante notar que os *savings deposits* representam o acúmulo de recursos (poupanças), configuram-se como uma variável de estoque e retratam a dimensão da riqueza, ou seja, é nessa forma de depósitos que estaria o aspecto mais assimétrico entre os agentes econômicos.

Como apresentou Keynes, tendo em vista o uso da moeda, os *savings deposits* seriam realizados por qualquer indivíduo ou organização que estivesse abstendo-se de gastar ou fazer pagamentos. Assim, sem definir os agentes por funções de gasto, como na *Teoria Geral*, Keynes abriu espaço para incluir, na formação dos *savings deposits*, qualquer agente que estivesse retirando recursos do período corrente, podendo ser uma empresa, um indivíduo e famílias de diferentes perfis de renda e patrimônio. A partir do momento em que se considera as famílias como formadoras de poupança, acumulando recursos gradativamente a cada período corrente, está admitindo-se a sua inserção a partir de *savings deposits*, e a dimensão dos estoques passa a ser relevante. Ou seja, é razoável admitir que as famílias passem a estar sujeitas a implicações de

⁵⁹ Keynes (1996, p.128) cita algumas situações no capítulo nove da *Teoria Geral*, como a avareza e o orgulho.

⁶⁰ É interessante notar que o motivo *finance* não aparece juntamente com os demais na *Teoria Geral*, embora, como visto, esteja parcialmente representado entre os fatores subjetivos que afetam a propensão a consumir no capítulo nove. O sentido de *finance* seria o de uma provisão antecipada e temporária de recursos constituída para um gasto iminente não corrente. Assim, *finance* não se restringiria apenas ao investimento. Keynes (1938, p.229), e *Ibid.*, (1937, p.152).

ordem distinta das que afetam o gasto, ou o consumo corrente, tais como: a busca por aplicações e oportunidades de valorização dos recursos acumulados; a realização de gastos que exijam uma determinada quantia que supere a dimensão da renda corrente, como a compra de determinados bens de elevado valor – como bens duráveis (automóveis) – e ativos, como imóveis; ou aos impactos de ganhos e perdas de capital oriundos da variabilidade dos preços de ativos de qualquer natureza que detenham⁶¹.

Vale ressaltar que a construção analítica dos diferentes tipos de depósitos é uma aproximação explicativa que visa capturar os aspectos mais importantes envolvidos nas decisões e motivações associadas ao comando sobre o dinheiro. Segundo Keynes:

Apart from difficulties of classification arising out of banking practices, the line between savings deposits e cash deposits is often not sharp even in mind of the depositor himself – especially as regards that part which is held against unforeseen contingencies. For the holder of a substantial savings deposit may feel himself strong enough to economise in the amount of the cash deposit which he holds against contingencies. Thus a part of his total deposit serves both purposes, and the depositor himself might find it hard to say exactly what proportion of his total deposit he holds for the one purpose and what proportion for the other. But the broad distinction is clear, and can be expressed as follows: the amount of the savings deposits depends upon the comparative attractions, in the mind of the depositor, of this and of alternative securities; whilst the amount of the cash deposits depends upon the volume and the regularity of what he receives and pay by means of cheques and the length of the interval between receipts and expenditure. (Keynes, 1973, p.33).

Além desta dimensão dos recursos próprios, Keynes, considerando os sistemas financeiros do Reino Unido e dos EUA à época, afirma que os *cash deposits* não seriam o único meio de comandar dinheiro para transações correntes e pagamentos. Os agentes poderiam operar, sem recursos próprios, via aumento de seus passivos com os bancos⁶².

Desse modo, o autor adotou uma abordagem mais abrangente no *Treatise* relativamente àquela da *Teoria Geral*, tornando explícita a dimensão dos passivos. A partir do conceito de *cash facilities*, expresso pela soma de *cash deposits* e *overdrafts*, rompe-se com a dependência estrita dos recursos próprios. É possível, assim, operar sem a posse de recursos, desde que se tenha acesso e se submeta a uma relação de crédito.

⁶¹ Vidotto, 2009, p.73-75; Keynes, 1996, p.115 e Minsky, 2008a, p.27.

⁶² Cf., Keynes, 1973, p.36-37, sobre as dimensões do crédito bancário de curto prazo. Os *overdrafts* se enquadram como um crédito rotativo, ou cheque especial, disponível aos clientes bancários.

Contudo, assim como na questão dos *savings deposits*, Keynes não especificou, no *Treatise*, para que categoria de agentes este canal estaria disponível. A partir do sintético tratamento do ponto, entende-se que seria aplicável a qualquer agente que possuísse acesso ao sistema bancário. Assim, agregando este aspecto institucional do *Treatise on Money* ao marco analítico da *Teoria Geral*, é possível admitir que para as famílias isso implicaria (no mínimo), efetivamente, que o crédito ao consumidor, um crédito de mais curto prazo e destinado para transações correntes, estaria contemplado. Dessa forma, poderia ser incluído entre os elementos que compõem os fatores objetivos que afetam a propensão a consumir, à medida que a facilidade do acesso ao crédito e seu custo podem estimular, ou inibir, determinado nível e tipo de consumo. Além disso, poder-se-ia admitir a influência sobre parte dos fatores subjetivos, ao se considerar que um acesso facilitado ao crédito, por exemplo, é capaz de minimizar a necessidade de constituição de reservas contra contingências, podendo reduzir a necessidade de poupanças – ou o volume de *savings deposits* –, liberando recursos para um maior nível de consumo, ou para o consumo de itens não essenciais, bem como para uma aplicação financeira ou em ativos reais⁶³.

Porém, apesar destes aspectos, há ainda lacunas no que diz respeito ao entendimento de relações de mais longo prazo e das implicações das estruturas de financiamento para o comportamento das famílias. Nesse sentido, talvez seja significativo explorar algumas das consequências a que levam a tipificação dos depósitos apresentada no *Treatise on Money*.

1.3.2. A Circulação Industrial e a Circulação Financeira

Numa tentativa de maior sistematização, dada a complexidade de comportamentos e motivações às quais os agentes estão sujeitos, Keynes apresenta, ainda no *Treatise on Money*, uma construção em que o dinheiro, na forma de depósitos e de crédito, movimentar-se-ia necessariamente entre duas esferas que se reforçam e, por vezes, se confrontam: a *circulação industrial* e a *circulação financeira*. A circulação industrial, composta por *income deposits* e por parte dos *business deposits* associados ao volume e ritmo de produção, englobaria todas as dimensões da atividade de produção corrente, desde a utilização e remuneração dos fatores de produção até as transações contidas em cada uma das etapas do processo produtivo, incluindo o

⁶³ O que observa-se nos EUA, a partir de 1985, a queda da taxa de poupança frente a disponibilidade de linhas de crédito ao consumidor *paripassu* à manutenção de aplicações em ações e outros ativos, como imóveis.

transporte, a comercialização dos produtos, e o consumo final. Esta seria a dimensão dos fluxos, onde ocorre a geração e circulação da renda corrente.

Na *Teoria Geral*, as famílias estariam exclusivamente inseridas nesta circulação. Porém, no *Treatise*, com a possibilidade de crédito de curto prazo, a sua inserção se dá de modo distinto, pois em termos da dimensão de suas ações, estas já podem ser captadas de forma mais abrangente, inclusive a partir de gastos de consumo financiados por crédito. Assim, a partir da circulação industrial, já há espaço para captar os *booms* de consumo associados aos *booms* de crédito⁶⁴.

A circulação financeira, por sua vez, incluiria todas as transações relacionadas ao controle e à negociação de títulos representativos da riqueza, incluindo o mercado de ações e as formas diversas de aplicações financeiras, bem como as atividades associadas à negociação de partes da riqueza, como bens de capital e ativos reais. Desse modo, os recursos monetários pertencentes a esta circulação seriam aqueles na forma de *business deposits* associados a operações financeiras e especulativas e, sobretudo, de *savings deposits* da comunidade. Esta é, pois, a dimensão dos estoques, onde ocorre a circulação da riqueza, das poupanças, dos títulos de longo prazo e de curto prazo. É o *locus* da troca de dinheiro por direitos sobre a riqueza, e da determinação das taxas de juros – segundo Keynes, um fenômeno monetário, que se processa nesta circulação. Ademais, é no âmbito da circulação financeira que Keynes destaca a primazia dos *savings deposits* em relação aos *business deposits*, em termos de contribuição para a variabilidade, e mesmo para a instabilidade dos preços dos ativos reais e financeiros, além de destacar a influência desta circulação sobre a esfera industrial pelos canais do crédito, da alavancagem e da especulação.

A dinâmica dos mercados financeiros, de forma geral, é entendida a partir do comportamento do sistema bancário – em termos de restrição ou de estímulo e atendimento às demandas por crédito – e das convenções expressas pelo *sentimento* da maioria dos participantes dos mercados, isto é, do consenso de opinião que indica se o mercado é predominantemente *bull* ou *bear*⁶⁵. Para Keynes, a importância da circulação financeira, em termos de seus impactos sobre

⁶⁴ Esse ponto será tratado no terceiro capítulo dessa dissertação.

⁶⁵ “[...] in language borrowed from the stock market, we will call the ‘bear’ position – including, however, as bears not only those who have sold securities ‘short’, i.e. have sold securities which they do not own, but also those who would normally be holders of securities but prefer for the time being to hold liquid claims on cash in the form of savings deposits. A ‘bear’, that is to say, is one who prefers at the moment to avoid securities and lend cash, and correspondingly a ‘bull’ is one who prefers to hold securities and borrow cash – the former anticipating that securities will fall in cash value and the latter that they will rise.” (Keynes, 1973, p.223-224).

a atividade produtiva, estaria no comportamento dos bancos⁶⁶. Isto é, a partir do momento em que estes passam a “alimentar” a especulação, sustentando a subida artificial dos preços num “mercado *bull*”, acabam por interferir nas cotações que, de outro modo, atingiriam o limite dado pelos *savings deposits*. O impacto sobre a produção ou circulação industrial, segundo o *Treatise*, dar-se-ia na disponibilidade, no volume e no custo do crédito para a indústria e nos efeitos da alta de preços sobre a viabilidade dos investimentos, frente às outras taxas de retorno⁶⁷. Contudo, convém considerar que as condições de crédito para as famílias também podem viabilizar ou inibir a demanda de determinados setores, bem como a demanda agregada de modo geral, uma vez que o consumo alavancado é um estímulo adicional para a produção de bens.

Na linha de abordagem adotada neste trabalho, as famílias passariam a fazer parte também da circulação financeira, seja de *modo ativo*, na forma de aquisições de ativos reais ou financeiros e na busca de valorização de seus saldos monetários, ou de *modo passivo*, na forma de acumulação gradativa de recursos em *savings deposits*. Ao se considerar, por exemplo, o financiamento de longo prazo para a compra de imóveis – um tipo de aquisição de ativos reais/fração da riqueza material – necessariamente está se inserindo as famílias na circulação financeira, numa dimensão que vai além da renda e da riqueza, por contemplar o endividamento. Vale dizer, as famílias são colocadas na circulação financeira a partir da aquisição de ativos e da formação de dívidas. Esta inserção aplica-se a todos os estratos da população, mas contém assimetrias importantes. Desse modo, pode-se argumentar que a inserção das famílias mais abastadas está associada, além da dimensão de suas dívidas, à posse direta da maior parte dos estoques de ativos financeiros (por exemplo, ações). Quanto às demais famílias (maior parte da população), embora detenham frações menores destes – para alocação de poupanças da renda corrente, sobretudo, pela via indireta –, têm sua inserção mais importante vinculada à aquisição de ativos reais e à formação de passivos a estes relacionados⁶⁸.

Em paralelo à análise de Keynes sobre os elementos que envolvem a aquisição de bens de capital, temos que as influências advindas da circulação financeira também se aplicam

⁶⁶ No sentido de que quem gera a maior parte da liquidez do sistema são os bancos comerciais.

⁶⁷ Essa dinâmica é o pano de fundo suposto no capítulo doze da *Teoria Geral*, em que se trata do estado das expectativas, das convenções e das relações entre o preço de oferta e o preço de demanda, sob a ótica dos bens de capital e dos homens de negócio (Keynes, 1973, p.222-230).

⁶⁸ Cabe destacar que a omissão da dimensão dos estoques para as famílias mais dependentes da renda é um dos motivos para que o papel macroeconômico das famílias precise ser reformulado. Vale dizer, não se pode falar em fragilidade financeira destes agentes enquanto estes não forem retratados a partir dos seus estoques. Por isso, por menor que seja a participação em ativos financeiros, ela é importante do ponto de vista familiar e agregado, uma vez que é uma característica difundida nos vários tipos de famílias americanas. Sua omissão não é razoável, sobretudo quando se refere a um capitalismo cada vez mais complexo em sua dimensão financeira.

aos gastos em ativos reais das famílias. Vale dizer, de acordo com a abordagem do *Treatise on Money*, constata-se que há aspectos essenciais na decisão de aquisição de imóveis que permitem a sua aproximação à decisão de investimento. E isto porque ambas: (i) referem-se à decisão de aquisição de uma fração do estoque de riqueza da sociedade e que supera as receitas e as relações do período de atividade corrente; (ii) tratam de uma operação que envolve um ativo de grande valor e que exige algum tipo de *planejamento* para compatibilizar as receitas e as obrigações a serem honradas ao longo do tempo; (iii) estão sujeitas à situação em que o *preço de aquisição* do bem não corresponde ao seu *custo de produção*, ou seja, tal como os bens de capital, os imóveis são precificados no mercado, estão sujeitos à especulação e aos descompassos entre oferta e demanda e, diferentemente dos ativos financeiros, apresentam rigidez de oferta⁶⁹; por fim, (iv) envolvem ativos sujeitos à obsolescência, que podem ser negociáveis em mercados secundários, que são destruídos ao longo do tempo, podendo ter seu valor, ou parte dele, recomposto com incrementos marginais – como gastos em manutenção e reformas.

De modo similar, Vidotto destaca:

Sob esse aspecto, **mesmo os imóveis residenciais guardam suficiente semelhança com os bens de capital, na medida em que têm valor relativo elevado e as unidades que os carregam em seus ativos também assumem passivos de longo prazo.** Se se quiser, as *quasi*-rendas obtidas com seus serviços poderiam referir-se à remuneração esperada do trabalho, **embora o processo decisório** nesse caso **não seja similar ao cálculo empresarial** associado à expansão da capacidade produtiva. (Vidotto, 2009, p.74, grifo nosso).

Com relação à aquisição de imóveis, segundo Vidotto, a diferença estaria no tipo de cálculo, uma vez que o “cálculo empresarial” envolveria a dimensão da capacidade produtiva. Contudo, tendo em vista a discussão embasada no *Treatise on Money* e nas principais contribuições da *Teoria Geral*, – no que diz respeito ao comportamento sob incerteza, à possibilidade da aquisição de imóveis, e ativos financeiros e à acumulação de poupanças – não se pode dizer que não há algum tipo de *cálculo prospectivo* em torno de determinadas decisões tomadas pelas famílias. Isto no sentido de que há motivações e arranjos que são de ordem distinta dos que caracterizam as decisões de gastos em consumo corrente. Deste modo, seria equivocado dizer que as decisões de consumo corrente se assemelhassem às decisões de investimento, como

⁶⁹ Em alguma medida, outros tipos de bens duráveis poderiam satisfazer algumas das características que estão associadas ao investimento na dimensão abordada.

também o seria afirmar que as decisões de aquisição de imóveis e de ativos financeiros, a acumulação e a busca de valorização dos saldos monetários sejam semelhantes às motivações para o consumo corrente.

Assim, de acordo com a afirmação de Keynes, no âmbito da discussão dos motivos envolvidos para consumir e abster-se de gastar, *uma vez atendidas as necessidades básicas do indivíduo e de sua família*, entendemos que os aspectos envolvidos nas decisões sobre riqueza, alavancagem e aquisição de bens e ativos de elevado valor são distintos das que regem o consumo corrente. A aquisição de ativos e o financiamento dos gastos correntes reforçam o aspecto de um papel mais amplo por parte das famílias na atividade econômica, por meio de decisões que ultrapassam a dimensão da satisfação de necessidades básicas pelo consumo e que excedem a dimensão do período corrente de determinação da renda e do emprego. Por isso mesmo, apresentam implicações e consequências que estão além da necessidade e das restrições impostas pela renda.

Segundo Minsky, a visão de Keynes sobre o consumo está associada à atividade corrente, de modo que a compreensão das famílias é parcial, uma vez que a função capta o consumo da parte associada aos bens oriundos do fluxo corrente de produção, e não do estoque pretérito produzido (imóveis/bens duráveis). Nesse sentido, o último tipo de consumo estaria melhor entendido como uma forma de investimento na abordagem neoclássica de preferências, através do uso de conceitos de *renda permanente* ou da abordagem do *ciclo de vida*⁷⁰. Contudo, para Minsky, o ideal seria tratar das famílias como *unidades* que se financiam externamente e que planejam seus gastos, estando sujeitas à incerteza e às flutuações da renda⁷¹. Desse modo, o conceito importante seria, talvez, o de uma espécie de renda permanente que fosse sensível a estes aspectos e às condições de financiamento das famílias. Ou seja, diferentemente da abordagem em que a *renda corrente* ou a *renda permanente* fazem o consumo se comportar de forma estabilizadora, esta visão alternativa conteria a possibilidade de que o consumo pudesse agir de forma pró-cíclica.

⁷⁰ Os modelos teóricos de ciclo de vida, de Modigliani, e da renda permanente, de Friedman, podem ser considerados como desenvolvimentos do modelo de escolha intertemporal de Fischer. Ambos, ainda que com hipóteses restritivas, envolvem fatores que excedem a dimensão da renda corrente, como: a riqueza, no primeiro, e as expectativas sobre a renda futura, no segundo.

⁷¹ Minsky, 2008a, p.26-27.

Segundo Minsky:

Once some of the consumption expenditures are externally financed, and units accept a cyclical and uncertain (rather than an equilibrium and certain) view of income over time, [...] **this alternative view [which allows for the impact of uncertainty and household financial conditions upon current spending] contains the possibility that consumption will behave in a procyclical manner.** (Minsky, 2008a, p.26, grifo nosso).

Além disso, ao se admitir o financiamento, as famílias podem passar a ser analisadas do ponto de vista de um *consumo alavancado*. Isto implica, de um lado, a ocorrência de uma maior demanda por bens, validando os investimentos em curso e reduzindo os problemas de realização das empresas, o que configura um bom ambiente de negócios e favorece uma visão otimista para novos projetos. Porém, de outro lado, é aberta a possibilidade de fragilização financeira destas unidades, uma vez que as famílias se sujeitam ao mercado nas operações de crédito e acabam se tornando vulneráveis às mudanças das condições do mercado. As famílias, assim, aumentam a sua dependência de terceiros e passam a comprometer parcelas do seu fluxo de renda com o pagamento de compromissos financeiros. No caso de uma reversão do nível de atividade, das condições de crédito e de mercado, as famílias podem estar sujeitas a perturbações nas suas fontes de rendimentos, bem como a alterações no valor de seus ativos, como qualquer agente econômico. Além disso, para honrar seus compromissos, podem ter que recorrer a operações de portólio (venda de ativos), num mercado em queda, ou ao refinanciamento em condições penosas, com viés pró-cíclico, comprometendo parcelas ainda maiores dos rendimentos futuros, reduzindo o consumo corrente para ampliar a poupança⁷². Dessa forma, a economia poderá ser afetada se quem “controla” o consumo estiver fragilizado, isto é, o consumo poderá se retrain, o efeito multiplicador tenderá a ser menor, as empresas terão problemas de realização, os investimentos realizados não irão corresponder às expectativas e os novos projetos não serão executados. Vale dizer, o financiamento do gasto das famílias problematiza o ciclo, dá a ele novas nuances, no auge e na reversão da atividade econômica. Esta é uma situação observada em países desenvolvidos como os EUA, (ver Aglietta, 2004), e inclusive em países periféricos, como o Brasil.

⁷² Como pode ser constatado, para as famílias americanas, no *Flow of Funds Accounts* do Fed, a partir de 2008. A ampliação da poupança aparece em momentos de ampliação da incerteza, nos quais as famílias buscam uma recomposição patrimonial.

Assim, talvez o aspecto fundamental contido na *Teoria Geral* e no *Treatise*, para esta discussão, é que tanto os empresários (homens de negócios), quanto os especuladores, bem como as famílias – na qualidade de detentoras de riqueza e/ou emissoras de passivos – estão sujeitos a mudanças de expectativas e do estado de confiança que depositam em seus prognósticos em face da incerteza. Vale dizer, todos estão sujeitos a aspectos que alteram motivações e decisões e trazem consequências sobre a atividade econômica. Desse modo, mesmo considerando apenas o consumo corrente, à medida que se insere o crédito já se estabelece a possibilidade de modificações de decisões e se abre espaço para um novo conjunto de fatores atuantes sobre os gastos das famílias.

Neste trabalho, até o presente momento, foi observado que boa parte das limitações para o entendimento da dinâmica das famílias na economia se deve a uma visão de fluxo predominante na abordagem da *Teoria Geral*. Apesar disso, nesta mesma obra, ao tratar do *trade cycle* (capítulo 22), e principalmente no *Treatise on Money*, Keynes agrega os estoques à dimensão de fluxos, o que permite uma melhor compreensão do consumo, da poupança e do crédito à luz de decisões que excedem o período corrente e que se tornam pressupostas a cada sucessão ou novo estágio da atividade econômica. Com algumas considerações pontuais referentes a aspectos da realidade econômica pós-1930, foi possível, neste trabalho, inserir o comportamento das famílias a partir dos conceitos e das construções originais presentes nestas duas obras de Keynes, em especial no que diz respeito à inserção das famílias na circulação financeira⁷³. Contudo, observou-se também que há limitações importantes, pois embora seja possível extrapolar o entendimento a partir das formulações originais, sobretudo em termos de um caráter mais dinâmico e talvez instável do consumo, uma gama de implicações não foram “tratadas” em Keynes, seja na consideração mais profunda das decisões de portfólio, ou nas estruturas de financiamento que se constroem e são carregadas ao longo do tempo. Nesse sentido, aspectos latentes em Keynes, sobretudo no *Treatise on Money*, no que se refere a finanças e passivos, são entendidos de forma mais completa a partir da visão de Minsky. Assim, é preciso recorrer a Minsky para que o papel das famílias possa ser iluminado e sistematizado de forma a permitir o entendimento da dinâmica destes agentes ao longo do século XX, inclusive sendo referência para o momento atual.

⁷³ A circulação financeira apresentada no *Treatise on Money* talvez seja a construção mais completa para o entendimento dos mercados financeiros até hoje; não em termos dos instrumentos disponíveis e de instituições operantes, que são restritos ao tempo histórico, mas por compreender a natureza das decisões dos indivíduos e as implicações destas sobre a ordem do sistema econômico.

Segundo Vidotto, ao analisar a *crise subprime* dos EUA:

[...] [as famílias] também assumem compromissos certos ou reajustáveis no futuro e esperam receber rendas incertas, sujeitando-se, a partir de desequilíbrios de fluxo, à fragilização financeira. Desse ângulo, **o fato de não se referir ao investimento de empresas não invalida o sentido básico de uma abordagem minskyana.** (Vidotto, 2009, p.74, grifo nosso).

De mesmo modo, Guttman e Plihon apontam:

Nós temos um bom motivo para nos perguntar **em que medida a visão de Minsky sobre a construção da crescente fragilidade financeira** durante um longo *boom* que perpassa vários ciclos **também não se aplica à família média americana** e o seu imenso acúmulo de dívida sobre o consumo nos últimos 25 anos, com o estouro da bolha imobiliária servindo como catalisador de uma grande crise financeira em escala global. Se esse é realmente o caso, então acabamos de entrar em um processo de ajuste acionado pela crise, o qual extrapola, tanto em extensão quanto em profundidade, um mero ajuste recessivo. (Guttman & Plihon, 2008, p.607).

Neste sentido, tendo em vista as contribuições de Keynes e os aspectos em que a teoria se mostra limitada para explicar o comportamento das famílias, o próximo capítulo se dedica à recuperação dos aspectos centrais da abordagem de Minsky aplicados para a dimensão destes agentes. Entendemos que as contribuições do autor representam uma continuidade e aprofundamento da visão de Keynes, mesmo com revisões críticas necessárias sobre determinados aspectos. Além disso, consideramos que a abordagem de Minsky permite um entendimento mais complexo do papel das famílias, pois em vários momentos, ao longo de seus trabalhos, é feita referência direta a esta categoria de agentes. Em muitas passagens, como será visto, Minsky advertia para a necessidade de um olhar diferenciado sobre o comportamento das famílias já nos anos 70 e 80 do século XX.

CAPÍTULO II

O PAPEL MACROECONÔMICO DAS FAMÍLIAS E A HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA

2.1. As Famílias na Visão Financeira de Minsky

Ao tratar dos aspectos financeiros das decisões dos agentes econômicos, é importante ter em vista que este tipo de discussão envolve duas dimensões, que são complementares: a do *uso* e a da *origem* dos recursos monetários. De um lado, há decisões sobre a utilização do dinheiro para fins de gasto e sobre a alocação da parte restante⁷⁴. De outro lado, deve-se decidir sobre a *origem* dos recursos empregados, isto é, sobre a forma de financiamento das decisões de *uso* através de recursos próprios, e/ou de terceiros. No primeiro conjunto de decisões, trata-se de definir o quanto é necessário para atender às atividades correntes e futuras (gastos) e o quanto será destinado à acumulação temporária ou permanente (não-gastos). No segundo conjunto, a decisão é sobre em que medida o gasto é, ou pode ser, financiado com recursos próprios, e o quanto será (se for) financiado por terceiros, considerando o custo, as condicionalidades e prazos dos credores. É decidido, também, se as aplicações se restringirão à magnitude dos recursos próprios deduzidos dos gastos ou recorrer-se-á a recursos externos adicionais, de acordo com uma motivação particular do tomador de decisões.

Essa tipificação, de caráter geral, é derivada da exposição de Minsky (1975) e pode ser aplicada a qualquer agente. A exemplo do que foi visto na seção anterior, a estrutura desta abordagem se apoia na construção teórica de Keynes presente na *Teoria Geral* e, principalmente, no *Treatise on Money*⁷⁵. Desse modo, todo o desenvolvimento e o resgate de conceitos destas obras – como os fatores envolvidos na função-consumo, a incerteza, as expectativas, a renda, a

⁷⁴ Estão considerados na denominação “uso”, os gastos que compõem a demanda agregada e as aplicações dos recursos restantes em qualquer modalidade. A poupança, o resíduo do gasto, *per se*, é um “não gasto”, que envolve uma decisão posterior sobre a forma em que será mantida.

⁷⁵ Keynes (1973, p.20-29) trata destas dimensões ao explorar a dinâmica do sistema bancário em *Bank Money*. Neste capítulo, transparecem noções de instabilidade e fragilidade financeiras, ainda que restritas ao ambiente bancário.

riqueza, as poupanças e o crédito – continuam válidos e podem ser explorados de forma mais aprofundada a partir do enfoque sobre os portfólios e as estruturas financeiras constituídas pelos agentes no curso de suas decisões.

Minsky, em *John Maynard Keynes*, elenca três aspectos para o entendimento do comportamento da economia a partir da *Teoria Geral: o ciclo de negócios, a incerteza e a natureza do investimento*. Na interpretação do autor, Keynes havia construído uma teoria para explicar o comportamento de uma economia capitalista financeiramente sofisticada, tendo como uma de suas principais características a ocorrência de flutuações bruscas oriundas de seu próprio processo de funcionamento e que levariam à construção e superação de situações passageiras, ou estados transitórios, de operação do sistema econômico – tais como *booms*, *crashes*, fases de desaceleração, recuperação e de estagnação⁷⁶.

Numa primeira interpretação, a instabilidade teria como causa a volatilidade do investimento, sendo esta a razão mais próxima da natureza mutável de cada estado transitório. Contudo, para Minsky, os processos e os aspectos que cercam a decisão de investir também seriam compatíveis com os que estão envolvidos na tomada de outras decisões de portfólio. Tal como o investimento, as demais decisões de portfólio estão sujeitas: (i) à incerteza; (ii) são de caráter expectacional; (iii) dependem de avaliações subjetivas sobre os acontecimentos e perspectivas ao longo do tempo; e (iv) estabelecem posições, através de contratos, que implicam obrigações financeiras a serem levadas para além do período corrente. Ou seja, poder-se-ia pensar, desse modo, numa causa ainda mais profunda e geral de perturbação do sistema⁷⁷: a instabilidade advinda das decisões de portfólio e das interrelações financeiras que se constituem a partir da dinâmica de negócios e das relações econômicas em geral. Assim, na interpretação de Minsky, esta é uma economia: “*where each household and, more importantly, each business firm (including banks and other financial institutions) makes intertemporal portfolio as well as contemporaneous income decisions*”.⁷⁸ Desse modo, a economia descrita por Keynes poderia ser representada como constituída por portfólios privados, nos quais os ativos reais seriam praticamente equivalentes aos ativos financeiros – em termos dos aspectos envolvidos no ato de aquisição e financiamento, e na qual os bancos e as instituições financeiras desempenhariam

⁷⁶ Minsky (2008a, p.77-78) observa na obra de Keynes uma teoria capaz de explicar a sucessão de estados ou situações da atividade econômica.

⁷⁷ O investimento, por sua vez, é um tipo de decisão de portfólio. Nesse sentido, a proposta de Minsky é explorar uma dimensão mais ampla e, portanto, mais completa do curso das modificações na atividade econômica.

⁷⁸ Minsky, 2008a, p.65.

papéis importantes para a dinâmica de funcionamento desta economia, estimulando ou inibindo seu funcionamento⁷⁹.

A incerteza, nesta abordagem, impacta a performance do sistema por afetar a sua estrutura financeira a partir das decisões de gasto e de portfólio. Vale dizer, Minsky expande a validade ou a percepção do conceito de incerteza e a sua ação sobre o sistema econômico, potencializando a visão de Keynes. Os portfólios das várias *unidades econômicas* são constituídos a partir de avaliações subjetivas dos rendimentos esperados das operações e empreendimentos em curso (investimentos, aquisições de ativos, renda do trabalho), de forma que cada nova evidência ou acontecimento pode alterar a confiança e as próprias expectativas, modificando as decisões que estabelecem os portfólios, de modo similar ao que ocorre com o investimento, na abordagem de Keynes. Estas reversões e mudanças de opinião moldariam novas trajetórias para a atividade econômica. Assim, as flutuações no sistema econômico estariam associadas às decisões de investimento, bem como às outras decisões de portfólio, às condições de financiamento apresentadas pelo mercado e ao estado de confiança em relação ao futuro face a esta incerteza. Vale dizer, estes fatores, em conjunto, configuram a base de sustentação ou de ruptura da conjuntura econômica, do estado transitório, que se caracteriza pela interação das decisões expressas através da coleção de ativos e passivos de cada indivíduo ou organização e pela adequação dos fluxos de rendimentos e obrigações.

Nessa economia, as famílias, os empresários, as instituições financeiras bancárias e não-bancárias e mesmo os governos realizam escolhas intertemporais na dimensão de seus gastos e na formação de seus portfólios. Contudo, não antecipam e não dominam plenamente o resultado de suas ações. As famílias podem ser retratadas como tomadoras de decisões de portfólio que excedem a órbita do gasto e da renda; podem realizar aquisições de ativos de diversas naturezas e financiá-los com recursos próprios provenientes do fluxo de renda corrente, ou do estoque de riqueza, ou ainda através de compromissos de dívida a serem quitados ao longo do tempo.

Assim, a partir da abordagem minskyana, é possível inserir o financiamento nas decisões de gasto e de aplicações, abrindo espaço para determinantes mais complexos sobre o próprio consumo e permitindo explorar as consequências do lado dos ativos e sua relação na construção de um cenário de fragilidade. A partir dos portfólios, *os resíduos financeiros na forma*

⁷⁹ Em “*John Maynard Keynes*”, Minsky (2008a) aborda mais diretamente os bancos. Contudo, em outros trabalhos – Minsky (2008b), *Ibid.*, (2008c) e *Ibid.*, (1992) – o autor destaca a dimensão das instituições financeiras não-bancárias, sobretudo em relação aos processo de desregulamentação financeira, no final dos anos 1970, e de securitização, nos anos 1980.

de contratos que contém compromissos de pagamento estão representados e são considerados a cada decisão corrente. Assim, é possível inserir as famílias como agentes capazes de planejar seus gastos para além do período corrente, inclusive com a opção de recorrer ao financiamento, e nesse sentido, inseri-las no universo de incerteza e expectativas destacado pela *Teoria Geral*. Em outras palavras, a partir do enfoque de Minsky é possível explorar uma *função financeira* para as famílias.

2.2. A Economia dos Portfólios

In a capitalist economy, one way every economic unit can be characterized is by its portfolio: the set of tangible and financial assets it owns, and the financial liabilities on which it owes. (Leases and rent contracts are financial liabilities and assets; just like bonds, they set up cash flows.) In principle, the owned assets are marketable and the unit can assume additional financial liabilities. Each economic unit makes portfolio decisions. (Minsky, 2008a, p.68).

Essa caracterização atende a uma das carências da *Teoria Geral*, ao explicitar a construção de passivos que sustentam as escolhas dos tomadores de decisões, expressas por seus ativos. De outro lado, está em consonância com o que foi discutido na abordagem do *Treatise on Money*, pois: (i) destaca um mundo de negócios e de relações com o dinheiro no qual se estabelecem fluxos monetários de receitas e pagamentos; (ii) cada *unidade econômica* pode ser caracterizada a partir de decisões de aquisição de ativos e de financiamento de suas escolhas; (iii) permite a constituição de estruturas financeiras de certo tipo e qualidade a que o agente econômico estará atrelado durante determinado período de tempo. Vale dizer, esta construção permite ter uma “visão dinâmica” da evolução da economia no tempo, pois os sucessivos períodos correntes são representados e estão “conectados” a partir dos portfólios.

Nessa economia, as relações entre fluxos e estoques também são contempladas de forma direta, pois uma vez que a preocupação teórica não se restringe ao curto prazo, mas sim à sucessão de “curtos prazos”, a interação entre estes dois grupos de variáveis é constatada e contribui para a explicação das flutuações e do caráter instável da economia capitalista. Desse modo, a partir da construção dos portfólios, além de se ressaltar a “herança” econômica e financeira do período anterior, é possível abarcar todas as variáveis importantes de fluxo – como renda, salários, lucros, pagamentos e recebimentos – e de estoque – riqueza e dívidas – para os diferentes agentes econômicos e organizações (empresas e instituições financeiras). Isso torna

possível, por exemplo, captar os impactos da riqueza e do crédito sobre as decisões correntes e sobre as funções de gasto das diversas unidades econômicas.

As famílias, como já foi dito, são contempladas diretamente nesta abordagem, uma vez que podem ser descritas na dimensão da formação de passivos financeiros que sustentam determinados gastos em consumo e aquisições de ativos, como bens duráveis e imóveis. Elas podem ser representadas enquanto tomadoras de decisões de portfólio, seja a partir da riqueza (classes proprietárias), das poupanças acumuladas ao longo dos sucessivos períodos correntes (famílias trabalhadoras), das dívidas que constituem, ou a partir das aplicações e aquisições financeiras de qualquer tipo. Assim, as famílias são colocadas no espaço das finanças, inclusive na sua vertente mais ativa, de busca de valorização dos recursos acumulados, quando não em posições alavancadas e *especulativas*⁸⁰. Ao se destacar estes aspectos, em termos teóricos, constituem-se as bases para entender os processos de endividamento e o comportamento das famílias de modo mais sofisticado e adequado às economias contemporâneas.

Nesse sentido, Minsky (2008b, p.72) destaca que: “[...] *when John Maynard Keynes first formulated his theory in terms of passive consumption behavior, household wealth and consumer installment credit were a much smaller part of the total economic picture than in the 1970s.*” Vale dizer, frente às transformações da realidade econômica, a teoria precisa ser adaptada para que o tratamento adequado seja dado aos fenômenos econômicos. Assim, com o intuito de superar as limitações, seja na *Teoria Geral*, ou nas abordagens posteriores, como as da síntese neoclássica, Minsky destaca a importância assumida pelos aspectos financeiros e reconhece, além das transformações do ambiente econômico, que a interação dos agentes com este também se modifica. Nesse sentido, o autor adverte que:

In the modern world, analyses of financial relations and their implications for system behavior cannot be restricted to the liability structure of businesses and the cash flows they entail. **Households (by the way of their ability to borrow on credit cards for big ticket consumer goods such as automobiles, house purchases, and to carry financial assets), governments (with their large floating and funded debts), and international units (as a result of the internationalization of finance) have liability structures which the current performance of the economy either validates or invalidates.** (Minsky, 1992, p.4, destaque nosso).

⁸⁰ Quando consideramos que a estrutura financeira, de parte das famílias, passa a depender cada vez mais de determinada trajetória dos preços de seus ativos para seja sustentável no nível dos *cash flows*.

Minsky destaca que as estruturas financeiras e os seus respectivos fluxos monetários (*cash flows*) são importantes de serem analisados no âmbito de cada agente econômico, ou organização. No que diz respeito ao enfoque desta dissertação, o autor destaca os três aspectos considerados importantes em relação ao papel das famílias numa economia mais financeirizada: (i) o financiamento dos gastos em consumo; (ii) as aquisições de bens de grande valor (como automóveis e casas); e (iii) a aquisição de ativos financeiros. A partir daí é possível reconhecer o caráter mais complexo do papel das famílias na economia, bem como os possíveis impactos resultantes do seu envolvimento financeiro sobre o sistema econômico. Sua análise está de acordo com a realidade observada ao longo das últimas décadas, e com as circunstâncias que envolvem a mais recente crise iniciada nos EUA.

Outro aspecto importante é a visão de que as estruturas financeiras são validadas, ou não, pela atividade econômica corrente. Isto é, os arranjos financeiros montados através de contratos refletem as perspectivas sustentadas pelos diversos agentes em relação ao futuro. Por sua vez, o ritmo da atividade econômica, as características do momento corrente da economia e a visão de futuro confirmarão, ou não, as posturas financeiras assumidas. Ademais, estas estruturas, e a sua interação, não são inócuas e não se restringem apenas ao período corrente. Elas representam, de fato, um conjunto de determinações e condicionalidades que estarão pressupostas para o próximo período – como o seu ponto de partida –, de modo que, embora haja a possibilidade de flutuações e mudanças bruscas na atividade econômica, há limites que são colocados por este conjunto de estruturas financeiras e compromissos que podem ser carregados por vários períodos. Neste sentido, representam um limite para o uso dos instrumentos de política econômica, de acordo com a gravidade da situação de fragilidade em que os agentes se encontram⁸¹.

Assim, com base nas relações *income-debt*, Minsky⁸² considera que os agentes, a partir da dinâmica de *cash flows*, transitam entre três posturas financeiras: *hedge speculative e Ponzi*. Segundo o autor, uma unidade econômica com estrutura de finança *hedge* (e quem a financia) espera que os *cash flows* derivados da posse de ativos, bens de capital ou contratos financeiros (que pagam juros e dividendos) sejam suficientes para compensar os compromissos financeiros assumidos no presente e no futuro. A finança *hedge* seria mais vulnerável às situações

⁸¹ Como a situação de sobreendividamento de empresas e famílias na recente crise nos EUA, fato que impõe limites inclusive sobre as decisões de política monetária, como no caso da determinação da taxa básica de juros.

⁸² Minsky (2008a, p.84-86), Ibid., (2008b, p.268), Ibid., (1992).

em que a receita se reduz além do esperado, uma vez que seus compromissos financeiros, em geral, não seriam afetados diretamente pelas condições de mercado (por exemplo, no caso de financiamento a taxa de juros fixas). Já uma unidade de financiamento *speculative* (e quem a financia) espera que os *cash flows* da operação com ativos ou contratos financeiros seja inferior aos *cash payment commitments* para períodos próximos. Essa unidade pode ter receitas que superem o pagamento dos juros, porém, não consegue amortizar o principal da dívida. Desse modo, a finança do tipo *speculative* envolve a rolagem da dívida, mas essas unidades esperam que as receitas no futuro permitirão honrar os compromissos em sua totalidade. Este seria o caso dos bancos, empresas e governos, isto é unidades com posições de longo prazo que precisam ser refinanciadas a curto prazo. Unidades *hedge* se tornam *speculative* com uma queda na receita esperada que não permita honrar os *cash payment commitments*, enquanto que uma unidade *speculative* se torna *hedge* caso as receitas superem estas despesas. Por fim, uma unidade de financiamento *Ponzi* seria aquela que apresenta um fluxo de recebimentos insuficiente para cobrir qualquer modalidade de pagamentos (juros e/ou principal) por longos períodos. Neste caso, é uma unidade que apresenta endividamento crescente. Diferentemente da estrutura *hedge*, unidades em situação *speculative* e *Ponzi* são vulneráveis às condições de mercado tanto para se refinar, quanto para vender seus ativos.

Podemos inserir as famílias da mesma forma, com a singularidade de que o *cash flow* de entrada destas unidades é, em geral, a própria renda, e não um rendimento derivado da posse do ativo desejado⁸³. As famílias não extraem renda dos ativos, como ocorre com o empresário, através de seu bem de capital, ainda que possam fazê-lo com a aquisição de ativos financeiros e na posição de proprietárias que alugam um imóvel. Desse modo, estes agentes fazem frente às obrigações com outras formas de rendimento, ou com operações de portfólio (venda de ativos). Nesse sentido, as famílias seriam *hedge* quando financiam um imóvel, ativos em geral, bens, ou consumo a *taxas fixas* e numa magnitude tal que seu fluxo de compromissos financeiros possa ser “honrado” por sua renda, de modo que estes *cash flows* não estariam diretamente vulneráveis às condições de mercado.

⁸³ No caso das famílias dos últimos estratos de renda e patrimônio, as “quase-rendas” dos ativos financeiros são relevantes, tendo em vista a concentração da posse destes ativos.

De outro lado, segundo Minsky:

A unit in a speculative or Ponzi financing posture obtains the cash to satisfy its debtors by selling some assets, rolling over maturing debt, or new borrowing; such units are dependent upon financial market conditions in a more serious way than units whose liability structures can be characterized as hedge financing. (Minsky, 2008b, p.79).

As posições *speculative* e *Ponzi*, quando não ocorrem de forma involuntária, são viabilizadas pelo mercado e, portanto, estão vulneráveis às mudanças de volume e das condições de concessão de crédito. As famílias que assumem contratos a *taxas flexíveis*, e as que decidem fazer novas dívidas (*home equity loans*) ou refinarciar as existentes (*cash out refinancing*), estão num tipo de estrutura *speculative*, pois seus fluxos de pagamentos podem variar, bem como as condições para assumir novas dívidas, desse modo, a carga de obrigações financeiras pode não ser inteiramente honrada. Já as famílias que falham no cumprimento das obrigações financeiras (pagamentos de juros e principal), ou quitam compromissos através da emissão de novas dívidas, ou ainda, as que lançam dívidas sem contrapartida na renda, poderiam ser consideradas como de estrutura *Ponzi*, pois não apresentam condições para quitar a totalidade dos compromissos financeiros. Deve-se acrescentar, com relação aos imóveis e seu processo de valorização, que as famílias que passam a adotar posturas mais especulativas, assumindo maior carga de compromissos financeiros, acompanhada de elevação do montante de suas dívidas – não ajustado com seus recebimentos, mas compatível com a apreciação dos ativos – transitam para posturas *speculative* e *Ponzi*, sem que haja, na verdade, uma queda do seu fluxo de rendimentos. Desse modo, estas famílias, quando conseguem vender seus ativos (valorizados), pagando as dívidas e realizando ganhos de capital, podem transitar de posições *speculative* e *Ponzi* para *hedge*.

Para Minsky, o dinheiro, o sistema monetário e as interrelações financeiras são centrais para a determinação dos níveis de produto, emprego, investimento e de preços. Nesta visão, o paradigma relevante para a economia capitalista seria a de um sistema como a *City*, ou *Wall Street*, onde a posse de ativos e o prosseguimento das transações correntes são financiados por dívidas⁸⁴; no qual os passivos financeiros privados compram os ativos e determinam *cash flows commitments*. Neste sentido, entende-se que as famílias, por financiarem parte de seus gastos e acumularem recursos advindos do fluxo de renda, bem como por adquirirem ativos reais

⁸⁴ Minsky, 2008a, p.70.

e financeiros, apresentam os requisitos para se enquadrarem enquanto *unidades econômicas* tomadoras de *decisões de portfólio* neste tipo de economia. Assim, pode-se inferir que as famílias também estão sujeitas às vicissitudes a que a estrutura de portfólio conduz, como a situação de fragilidade financeira expressa pela elevada alavancagem e descasamentos de prazos entre ativos e passivos, característicos deste sistema. É neste sentido que segue a afirmação de Minsky:

To analyse how financial commitments affect the economy it is necessary to look at economic units in terms of their cash flows. The cash flow approach looks at all units – **be they households, corporations, state and municipal governments, or even national governments – as if they were banks.** (Minsky, 2008b, p.221, destaque nosso).

Desse modo, a compreensão mais profunda dos determinantes de impacto sobre a economia deve considerar a análise de todas as categorias de agentes, inclusive as famílias, nas referidas dimensões.

2.3. Os *Cash Flows* e a Fragilidade Financeira

Segundo Minsky, na economia capitalista toda *unidade econômica* poderia ser caracterizada a partir de seu portfólio, isto é, pelo conjunto de ativos, tangíveis e financeiros, que possui, e pelo volume e magnitude de seus passivos financeiros frente a terceiros. A decisão de portfólio seria, portanto, uma decisão dupla e interdependente, por se referir à escolha de composição do ativo e ao modo de financiá-lo. Nesta visão, “*Uncertainty most directly affects the performance of a capitalist economy by affecting the financial structure, as exemplified by the interrelated portfolios of the various units.*”⁸⁵ Ativos e passivos definem receitas e despesas que vigoram por determinado período de tempo, no qual é estabelecida uma sequência antecipada e datada de fluxos monetários, os *cash flows*⁸⁶. Estes fluxos representam direitos a serem exercidos referentes à posse de ativos (*cash receipts*) ou obrigações estabelecidas por contrato a serem cumpridas pela unidade (*cash payments*), ambos denominados em dinheiro.

Assim como os ativos e passivos, os *cash flows* apresentam grande diversidade no que diz respeito à frequência dos fluxos, qualidade e segurança dos contratos, confiança da

⁸⁵ Minsky, 2008a, p.67.

⁸⁶ Segundo Minsky (2008a, p.68), os *cash flows* são todos os tipos de remuneração dos fatores de produção (salários, lucros), aluguéis, juros, impostos, transferências, pagamentos por bens finais e intermediários, bem como pagamentos referentes a compromissos financeiros.

negociação e nas contrapartes de negócio, bem como referentes às salvaguardas envolvidas. Entre os fatores que podem afetar estes fluxos, com base em Minsky (1975 e 1986), estariam as expectativas das contrapartes de uma relação de negócio. Por exemplo, numa relação de empréstimo, as prestações, bem como todas as condições envolvidas, dependem da avaliação dos credores sobre a capacidade do tomador em gerar as receitas necessárias para efetuar os pagamentos, bem como da própria avaliação do tomador sobre sua capacidade de gerar receita e sobre a evolução do seu ramo de negócio, ou sobre as condições que cercam suas fontes de receita⁸⁷. Neste aspecto, o mesmo se aplica na operação de hipotecas e de crédito pessoal: as famílias avaliam suas expectativas de recebimento da renda futura e a sua capacidade de reservar uma fração desta para atender aos compromissos financeiros – juros e principal.

Outro fator diz respeito à natureza do ativo envolvido: é relevante a avaliação da existência, ou não, de mercado secundário líquido e profundo para o ativo, seja ele real ou financeiro, bem como o reconhecimento da especificidade dos ativos envolvidos. No caso de empresas, trata-se de avaliar se haveria, para o bem de capital, um mercado de certa magnitude que permita a sua negociação sem grandes perdas de valor, ou é um bem muito especializado e de demanda reduzida. Para as famílias, no caso dos imóveis, a avaliação de seu ativo depende da localização, das dimensões do imóvel e do valor – características que delimitam o tamanho do mercado para este ativo e a possibilidade de negociação. Outro fator importante diz respeito ao nível de preços do ativo em questão, isto porque a variação de preços de ativos de longo prazo, como títulos, alteram o poder de compra de seus *cash flows*, uma vez que até o momento de sua liquidação, os preços de mercado estão sujeitos a oscilações. De fato, a cada momento, os preços de mercado refletem a taxa de juros corrente para ativos de qualquer maturidade.

A abordagem de *cash flows*, assim, remete para a situação em que as unidades vão procurar compatibilizar suas posições ativas e passivas de modo que seus fluxos de receitas sejam suficientes para contrabalançar os fluxos de pagamentos devidos. Para Minsky, “*The fundamental speculative decision of a capitalist economy centers around how much, of the anticipated cash flow from normal operations, a firm, household, or financial institution pledges for the payment of interests and principal on liabilities.*”⁸⁸ Para se adquirir ativos cujos valores excedem a renda gerada no período e a riqueza acumulada, as unidades devem emitir débitos, de preferência débitos “casados” com o fluxo esperado de recebimentos. As unidades devedoras, sobre as quais

⁸⁷ Como expresso a partir do *borrower's risk e lender's risk* no modelo de dois preços.

⁸⁸ Minsky, 2008a, p.84.

o mercado deposita confiança, têm maior facilidade de emitir débitos e melhores termos de negociação. A unidade credora, isto é, a que concede empréstimos (instituições financeiras, bancárias e não-bancárias), deve avaliar a expectativa de repagamento da dívida (juros e principal) e deve possuir liquidez no curto prazo, para que não precise recorrer ao mercado. A unidade tomadora de empréstimos, por sua vez, deve avaliar a própria capacidade de gerar recursos para liquidar os compromissos de suas dívidas, sem que precise recorrer ao mercado, na forma de novos empréstimos ou através de venda de ativos, sendo obrigada a aceitar qualquer tipo de condições para refinarçar ou renegociar suas dívidas, ou para negociar os ativos que controla. Segundo Minsky, as unidades podem escolher posições que superam suas possibilidades, como nas situações *speculative* e *Ponzi*. Contudo, o preço da alavancagem é a perda de graus de liberdade sobre as decisões e fluxos de recebimentos futuros, situação que pode ser vantajosa caso as expectativas envolvidas se concretizem⁸⁹. Do contrário, a alavancagem se converte em enfraquecimento da capacidade financeira da unidade.

Assim, no caso de perturbações não esperadas que levem à insuficiência dos fluxos de receitas frente aos compromissos assumidos, as unidades devem possuir ativos sob seu controle que apresentem determinado grau de liquidez e cuja negociação, a preço de mercado, garanta o pagamento do que é devido. A alternativa a essa operação de portfólio é a posse de dinheiro (caixa/disponibilidades) ou de ativos aproximados, como ativos financeiros muito líquidos – *near monies*, *savings accounts*, CDBs –, pois todos estes podem atuar como um seguro contra o mau funcionamento da economia⁹⁰. No caso de uma unidade sem ativos líquidos e recursos na forma de dinheiro, a “saída” é tentar aumentar o passivo, por meio de novos débitos, a fim de fazer frente aos anteriores, isto é, tentar rolar a dívida ou renegociar os débitos, alternativas que saem da alçada da decisão individual e dependem das expectativas/condições do mercado.

Minsky, em *Stabilizing an Unstable Economy*, classifica os fluxos monetários em três tipos: *income*, *balance-sheet* e *portfolio cash flows*⁹¹. Essa separação analítica é importante, tanto em termos de sintonia com os aspectos presentes no *Treatise on Money*, quanto por apresentar uma referência direta do autor sobre os arranjos financeiros que incluem as famílias, em especial,

⁸⁹ Como no caso das unidades com estruturas de financiamento *speculative* e *Ponzi*, que de modo intencional esperam que a trajetória dos preços dos ativos ou o retorno futuro do projeto de investimento sejam mais do que suficientes para compensar a situação corrente de desequilíbrio de *cash flows*.

⁹⁰ Minsky, 2008a, p.71.

⁹¹ Minsky, 2008b, p.219.

com relação aos instrumentos de financiamento de longo prazo. O primeiro tipo de fluxo destacado é o *income cash flow*, o qual representa a circulação da renda, mais especificamente salários, ordenados e lucros depois dos impostos, bem como pagamentos e recebimentos à produção e comercialização de bens e serviços – descrição muito próxima da *circulação industrial* de Keynes, no *Treatise*. Os *balance-sheet cash flows*, por sua vez, estão relacionados aos compromissos de pagamentos de juros e principal ao longo do tempo, como em operações de empréstimos, seguros e financiamentos. Neste tipo de fluxo, a magnitude dos *cash flows* é determinada pela *duration* do instrumento financeiro. Já os *portfólio cash flows* resultam da negociação de bens de capital e ativos financeiros: derivam da decisão de comprar ou vender ativos e de colocar novos passivos em circulação. Analogamente, os *balance-sheet e portfólio cash flows* se aproximam da *circulação financeira* de Keynes, embora os *balance-sheets cash flows* tenham destaque muito maior na construção de Minsky.

Ainda sobre os *balance sheet e portfolio cash flows*, Minsky adverte que determinadas transações podem gerar dois tipos distintos de fluxos, dependendo da ótica de análise das negociações. Por exemplo, para o produtor de bens de capital, uma operação de venda corresponde a uma transação de portfólio, mas também ao estabelecimento de um *balance-sheet cash flow*, pois determina um direito de recebimento de juros e principal sobre a venda, normalmente financiada, de seu bem. No entanto, para o empresário que adquire o bem, trata-se de uma transação de portfólio, e também do estabelecimento de compromissos financeiros que deverão ser cumpridos ao longo do tempo. De modo similar, as operações que envolvem a negociação de ativos reais, como compra e venda de imóveis e bens duráveis, por parte das famílias, apresentam a mesma perspectiva. Em essência, trata-se de dois exemplos de mesmo tipo, ou seja, a operação de aquisição e de financiamento, que envolve um conjunto de expectativas e cálculos sobre a capacidade de sustentação dos compromissos assumidos.

Minsky (2008b, p.223-7) adverte para as nuances relacionadas com os *balance-sheets cash flows*, de modo que é importante considerar os fluxos oriundos de três categorias de contratos financeiros: *dated*, *demand* e *contingent*. Nos *dated cash flows*, destaca-se a relação do “dinheiro de hoje” com o “dinheiro de amanhã”: é o caso dos fluxos derivados, por exemplo, dos contratos de financiamento de automóveis e das hipotecas imobiliárias, nos quais se estabelecem pagamentos mensais – *cash commitments* –, em que as prestações do contrato estabelecem um montante referente ao pagamento de juros e a outro destinado à redução do principal – a

amortização. Nesse ponto, Minsky trata do que é o cerne da *finança capitalista*, ou seja, a relação inversa entre a taxa de juros de mercado e os preços dos títulos. A cada momento do tempo é conhecido o montante, ou valor futuro das dívidas a pagar. A capitalização das prestações, pela taxa do contrato, abre espaço para diferentes prognósticos, uma vez que esta pode ser maior ou menor do que a taxa de mercado. Entre os *dated cash flows* ainda configurariam as *discount notes* – como títulos públicos federais – e os *bonds* de empresas.

Os *balance-sheet cash flows*, por sua vez, também podem gerar *demand cash flows*, fluxos cuja *duration* é indeterminada, como no caso dos depósitos em bancos e instituições financeiras depositárias. Nesta categoria ainda se incluem as transações realizadas através de cheques e *overdrafts*, tal como desenvolvido por Keynes ao tratar do sistema bancário e da moeda creditícia no *Treatise on Money*. Nessa tipologia dos *cash flows* ainda se incluem os *contingent* ou *conditional claims*, ou seja, contratos que geram fluxos monetários contingentes, ou asseguram o pagamento de valores na ocorrência de determinado fato, previsto em contrato. Exemplos deste tipo são: (i) contratos que contam com uma terceira parte, que garante a transação ou parte dela, como nos empréstimos que exigem fiador ou que contam com alguma garantia do governo – *Home Loan Banks Guarantee on Mortgages* –; (ii) contratos de seguro de vida e contra acidentes, os quais estabelecem pagamentos na ocorrência do sinistro; por fim, (iii) contratos que protegem os credores contra risco de crédito (*default*) de seus clientes, principalmente contratos que envolvem dívidas de longo prazo ou de grandes magnitudes. Esse tipo, como o anterior, visa proteger a unidade que o realiza contra o evento de risco: a unidade escolhe realizar pagamentos frequentes para se proteger contra a incerteza e deter alguma garantia no futuro.

A partir da dimensão dos *cash flows*, além de se colocar em evidência as relações entre fluxos e estoques e as interrelações entre os diversos agentes em negociação contínua no ambiente econômico, Minsky associa a importância relativa dos três tipos de *cash flows* às condições para a ocorrência da situação de *instabilidade financeira*. Assim como em Keynes, as relações em torno da renda e da produção, ou da *circulação industrial*, são vistas como as que sustentam a dinâmica das relações associadas ao crédito, às dívidas e à riqueza – a *circulação financeira*. Dessa forma, a viabilidade dos *balance-sheets* e *portfólio cash flows* estabelecidos assenta-se nos fluxos oriundos da renda e da produção – os *income cash flows*. Em outras palavras, as estruturas financeiras e os compromissos de *cash flow* que estas estabelecem tem sua

viabilidade posta à prova diante dos fluxos de receitas gerados pela atividade corrente. De acordo com Minsky: “*These private financial liabilities set up cash commitments. The cash to meet the liabilities of households and business firms will ordinarily flow from their income-producing operations*”⁹².

Assim, em relação às famílias, as relações que envolvem endividamento e as decisões de portfólio devem passar pela sanção da renda, nas suas várias formas. Contudo, não se trata apenas de considerar a renda corrente, mas também o fluxo de renda esperada nos sucessivos períodos, bem como o comportamento dos mercados financeiros, seja nos termos para a contratação de empréstimos ou para a negociação de ativos. Essas particularidades colocam as famílias diante de uma realidade que exige planejamento e a busca de adequação da situação financeira a cada período, de modo a sustentar as posições de gastos, de acumulação patrimonial e de endividamento, tal como se verifica para os demais agentes nos diferentes tipos de relações econômicas.

Em relação às estruturas financeiras, Minsky avalia que:

If realized and expected income cash flows are sufficient to meet all the payment commitments on the outstanding liabilities of a unit, then the unit will be **hedge financing**. However, the balance-sheet cash flows from a unit can be larger than the expected income receipts so that the only way they can be met is by rolling over or even increasing debt; units that roll over debt are engaged in **speculative finance** and those that increase debt to pay debt are engaged in **Ponzi finance**. Thus, speculative and Ponzi financing units need engage in portfolio transactions-selling assets or debts to fulfill their payment commitments, whereas units engaged in hedge finance can meet payment commitments on debts without portfolio transactions.(Minsky, 2008b, p.226).

As famílias, enquanto um tipo de *unidade econômica*, são capazes de apresentar cada uma destas posturas financeiras. Assim como as empresas, as instituições financeiras e mesmo o governo, as famílias devem adequar a sua estrutura financeira de modo a equilibrar suas fontes de receitas com os compromissos vinculados às suas decisões, a cada período. Como fonte de *cash flows*, as famílias podem apresentar: (i) as remunerações do trabalho, na forma de salários e ordenados, (ii) o recebimento de juros e dividendos derivados da posse de ativos financeiros, (iii) o recebimento de aluguéis, bem como o “lucro” (ganhos ou perdas de capital) derivado de negociações com ativos financeiros ou tangíveis, (iv) outras formas de renda como transferências

⁹² Minsky, 2008a, p.71.

do governo. Estes *cash flows*, por sua vez, irão se contrapor aos compromissos estabelecidos, a partir das decisões de consumo baseadas em crédito, nas prestações dos financiamentos para aquisições de bens, como automóveis, nas hipotecas imobiliárias e nos compromissos gerados por qualquer outro tipo de dívida assumida⁹³.

Especificamente no que diz respeito à decisão de adquirir bens imóveis, como destaca McCulley,⁹⁴ as unidades de finança *hedge* possuem uma hipoteca, um empréstimo de longo prazo, o qual é satisfeito periodicamente (em geral, de forma mensal) com o pagamento do serviço e do principal da dívida. Após alguns anos, a hipoteca se extingue e a unidade passa a deter, de fato, o imóvel⁹⁵. Na posição *speculative*, por sua vez, as famílias conseguem arcar apenas com o serviço da dívida, não ocorrendo amortização do principal. Quando vence a *duration* da dívida, a unidade é obrigada a refinanciar seu passivo: estas unidades estão, assim, especulando sobre as condições de refinanciamento, sobre a trajetória dos preços dos ativos e sobre o desempenho de suas receitas futuras. Sob outra ótica, pode-se afirmar que elas estão sujeitas a riscos, como os de mercado – variação dos preços do imóvel e de taxa de juros – dado que a renegociação pode implicar taxas superiores às do empréstimo inicial; de liquidez e de solvência⁹⁶. Segundo Minsky (2008b, p.231) “*By this criterion, a unit that borrows at floating rates is engaged in a form of speculative finance, even though at ruling interest rates it is engaging in hedge financing*”. As famílias em situação *Ponzi*, por sua vez, quando não o são em função da frustração sobre as suas receitas esperadas, devem suas posições a expectativas extremamente positivas sobre o futuro e, claro, à conivência das contrapartes de negócio (os financiadores) que corroboram o outro lado das apostas⁹⁷. Vale dizer, enquanto algumas famílias podem se tornar *Ponzi*, por conta de uma emergência, como uma questão médica ou situação de desemprego, outras decidem ampliar seu endividamento conscientemente, estimuladas por uma expectativa de valorização dos imóveis associada à facilidade de acesso ao crédito, operando,

⁹³ Despesas médicas podem comprometer a estrutura financeira das famílias. Até a crise *subprime*, os casos mais comuns de insolvência, entre pessoas, estavam associados a este fator. Ver Himmelstein *et al* (2007); CBS (6/5/2009) “*Medical Debt Huge Bankruptcy Culprit*”.

⁹⁴ McCulley, 2009, p.6-9, no mesmo sentido, busca adaptar a visão das posturas financeiras de Minsky para os acontecimentos envolvendo as famílias no recente colapso do mercado imobiliário nos EUA.

⁹⁵ A hipoteca, cuja forma mais abrangente é a *mortgage by legal charge*, é um compromisso de dívida que concede o direito legal de propriedade ao agente devedor, permitindo o usufruto do ativo, inclusive permitindo a sua alienação. Contudo, em caso de *default*, mesmo que a propriedade tenha sido vendida, o credor tem o direito de reaver o ativo pela força legal desse contrato financeiro.

⁹⁶ Sobre os problemas de liquidez e solvência, Vercelli (2009), ao analisar a crise *subprime*, propõe uma distinção entre as posturas *hedge*, *speculative* e *Ponzi* de modo a ponderar a intensidade do peso do endividamento das unidades em estágio de falência ou concordata.

⁹⁷ Como visto, por exemplo, nos eventos por detrás da crise *subprime*.

gradativamente, com uma estrutura financeira incompatível com o seu fluxo de rendimentos. Nesse mesmo sentido, acrescenta-se o caso das famílias que já entram *Ponzi* no mercado, tendo em vista que os fluxos de rendimentos de qualquer origem, em muitos casos, é duvidoso, ínfimo ou inexistente. Ou seja, por conta da facilidade dos empréstimos, expressos por períodos de carência mais amplos e pela diversidade de formas das prestações – opções de pagamentos apenas dos juros ou do principal, prestações que têm o valor ampliado de modo progressivo – muitas famílias não precisam, até certo momento, confrontar receitas com as despesas das hipotecas. Porém, mesmo que não seja “sentida”, a sua estrutura financeira já se configura como *Ponzi*, uma vez que a carga total da dívida não pode ser paga com seus rendimentos esperados, dependendo da venda do imóvel para ser honrada⁹⁸.

Como destaca Kregel (2008a), a crise *subprime* representa um processo de fragilização distinto, uma que vez que se caracterizaria por margens de segurança já reduzidas desde o início do processo de expansão do mercado, diferindo da tradicional visão de fragilidade financeira de Minsky, em que a queda das margens se dá ao longo do período de prosperidade. Para o autor a transformação das instituições financeiras, do marco regulatório – com a derrubada progressiva das restrições estabelecidas pelo *Glass Steagal Act*, chegando à extinção do ato em 1999 – a operação dos bancos por meio de “entidades com propósitos especiais” e as inovações associadas à securitização já em voga, culminaram com a substituição da avaliação do crédito realizada pelo credor pelas notas das agências de *rating*, configurando o sistema financeiro do “originar e distribuir”, frágil desde o princípio.

Contudo, embora a avaliação do crédito tenha se transformado e, assim, permitido a expansão excessiva dos empréstimos e a multiplicação do risco sistêmico – seja pela subavaliação do risco das operações de empréstimo, conflitos de interesses entre avaliadores e emissores⁹⁹ (agências e instituições financeiras), seja por fraudes – os devedores tomaram empréstimos com base em avaliações sobre sua capacidade de pagamento. Ou seja, mesmo

⁹⁸ No caso da crise *subprime*, por exemplo, o novo ciclo de valorização dos imóveis que se seguiu ao colapso da bolsa de valores, a partir de 2001, conduziu as famílias a posturas financeiras alavancadas, que deviam boa parte de sua sustentabilidade à trajetória ascendente de preços destes ativos. A abundância de liquidez que se seguiu à crise, somada às facilidades de crédito, inclusive auxiliada pela queda das exigências para a concessão (*American Dream Package*, 2003), fez com que muitas famílias já entrassem em situação *Ponzi* no mercado.

⁹⁹ Segundo Farhi & Cintra (2009, p.6-7.), ao tratar do *shadow banking system*, “Essas agências [de *rating*] tiveram um crescimento acelerado e registraram forte elevação de lucros com a expansão da securitização dos ativos de crédito (*asset backed securities*). Ao auxiliar as instituições financeiras na montagem dos “pacotes de crédito” que lastreavam os títulos securitizados de forma a garantir a melhor classificação possível, as agências tiveram participação relevante na criação do mito que ativos de crédito bancário podiam ser precificados e negociados como sendo de “baixo risco” em mercados secundários. Ademais, elas incorreram em sério conflito de interesses na medida em que parte substancial de seus rendimentos advinha dessas atividades.”

levando em conta este processo mais específico, que se insere na desregulamentação dos mercados financeiros e das inovações financeiras, destaca-se que as famílias tomaram a decisão objetiva de ampliar seu endividamento. Nesse sentido, vale acrescentar, as famílias americanas há muito tempo “têm tomado esta decisão”, num processo que vem desde as primeiras décadas do pós-guerra. As transformações nos anos 1970 e 1980, bem como a conjuntura mais específica do período 2001-2007, na verdade, permitiram que esse processo de endividamento se intensificasse, tanto pelo lado da concessão do crédito, quanto pela expansão de esferas de valorização da riqueza financeira.

Assim, embora o período 2001-2007 tenha grau de importância pelo aspecto da “contaminação” em larga escala, que os novos instrumentos e práticas permitiram, sobretudo por conta da flexibilidade propiciada pela securitização e pela dimensão da crise gerada, o período ressalta traços relevantes do comportamento das famílias, em especial, associados à fragilidade financeira. Desse modo, pode-se dizer que os credores deste sistema financeiro desregulado e liberalizado teriam estendido o processo de fragilização das famílias a proporções não testemunhadas até então, porém, este processo já estava em curso¹⁰⁰.

A crise demonstrou que as famílias, de forma abrangente, estavam envolvidas em operações com ativos (reais e financeiros), carregando posições financeiras cada vez mais dependentes da trajetória de valorização dos ativos (em especial, no caso dos imóveis desde a segunda metade dos anos 1990). De alguma forma, estas famílias, ao ampliarem suas dívidas com base na valorização dos ativos, estavam *especulando* sobre a sua própria capacidade de pagamento dos compromissos financeiros, sobre a estabilidade das condições da economia e sobre a trajetória futura dos preços dos ativos que possuíam. Vale dizer, com a euforia do *boom*, acabaram reduzindo as suas margens de segurança, mesmo que a de seus credores “já fossem baixas”.

Segundo Minsky, sobre os aspectos que levam à fragilidade financeira:

Profits are available to innovators in financial structures and institutions as well as to innovators in products, production techniques, and marketing. Many of the great fortunes accrued to financial innovators, either as borrowers or lenders. Banks, other financial institutions, businesses, and households are always seeking new ways to finance activities. (Minsky, 2008b, p.220).

¹⁰⁰ A fragilidade financeira das famílias é observada em Minsky (2008a, 2008b, 2008c, 1992), Guttman (1994), Chesnais (1998) e Aglietta (2004).

Desta forma, consideramos que a perspectiva dos portfólios e de seus *cash flows* é essencial para o entendimento do comportamento das famílias, sobretudo numa economia monetária cada vez mais financeirizada, no qual o acesso aos mercados de ativos e de dívidas tornou-se amplo.

Minsky adaptou, para a abordagem de *cash flows* e das posturas financeiras, a discussão de Keynes, no capítulo 17 da *Teoria Geral*, sobre os atributos apresentados por qualquer bem. Segundo Minsky, na perspectiva dos portfólios, qualquer unidade possui um balanço caracterizado por uma coleção de ativos e passivos que estabelecem fluxos de recebimentos, denominados por “q” (as quase-rendas)¹⁰¹, e fluxos de pagamentos, “c”, (o custo de carregamento). Deste modo, a unidade toma decisões sobre a magnitude expressa por [q-c], tendo em vista a negociabilidade de seus ativos, expressa pelo seu atributo de liquidez, “l”. A unidade pode adquirir ativos adicionais, e estes podem gerar [q], mas em contrapartida, implicam aumento dos compromissos financeiros [c]. Dependendo da natureza do ativo e de sua forma de aquisição, esta pode levar à diminuição da liquidez do portfólio, e/ou ao aumento dos passivos e da liquidez. No caso da decisão de aquisição de bens de capital pelo empresário, a avaliação é sobre os retornos prospectivos que um bem de capital pode oferecer a partir de sua utilização (q_i), bem como sobre os custos de carregamento (c_i). No caso da aquisição de bens reais (ativos) pelas famílias, a avaliação a ser feita, no que diz respeito à capacidade de pagamento, centra-se nos fluxos de rendimentos da família (e não do bem), e muitas vezes na expectativa de valorização do preço de mercado do bem (ativo). Isto é, em muitos casos a “atenção” reside sobre a apreciação/depreciação do ativo, expresso por [a], e não sobre [q], tal como destacado com o exemplo do mercado de imóveis, mas que também se aplica, em alguma medida, para o mercado de automóveis, e ao acionário. Uma casa que não seja alugada, ou um automóvel para uso pessoal, mesmo que não estabeleçam um fluxo de rendimentos futuros, são ativos precificados a cada momento do tempo, apresentam determinada liquidez, estão sujeitos à (des)valorização e estabelecem um fluxo determinado de pagamentos (prestações). Assim, quem os adquire está sujeito às mudanças das condições que cercam suas fontes de rendimentos, sejam elas quais forem e, em alguns casos, à mudança das condições sobre os compromissos financeiros associados a estas aquisições, como na presença de contratos com taxas de juros flexíveis, bem como a mudanças no valor dos ativos. Vale dizer, dessa forma, que mesmo os ativos que não

¹⁰¹ No caso de bens de capital seria o retorno esperado de sua utilização, no caso de ativos financeiros trata-se da remuneração de taxa de juros e dividendos, dada a natureza do ativo.

geram rendimentos são, ainda assim, alvo de especulação – pois apresentam mercados líquidos em alguma medida – e de montagem de estruturas financeiras a serem carregadas no tempo, as quais, em muitos casos, apenas se sustentam pela continuidade do processo de valorização dos ativos.

Dessa forma, como as demais unidades, as famílias, a partir de comportamentos e de posturas financeiras, tanto para as operações corriqueiras – como as de consumo – quanto para as que envolvem horizontes temporais mais longos – como as aquisições financiadas por terceiros –, estão sujeitas às situações de iliquidez e insolvência. Desse modo, estas unidades também estão sujeitas à situação de fragilidade financeira, isto é, considera-se que as famílias apresentam os elementos para se enquadrarem na seguinte descrição:

Whereas hedge finance units are vulnerable to difficulties in fulfilling outstanding financial commitments only if receipts fall short of expectations, speculative - and Ponzi - financing units are vulnerable to developments in financial markets. Both speculative - and Ponzi -financing units have to meet changing financial-market conditions, whereas a hedge unit will be impervious to such changes. (Minsky, 2008b, p.231).

De fato, quanto maiores a magnitude e a velocidade com que o processo de transição para posturas mais especulativas se desenvolve, maiores são as influências para a atividade econômica, inclusive em termos de fragilidade do sistema. De um lado, exacerba-se os movimentos na fase de expansão, sobretudo, pela questão da “realização da produção”, ou seja, da sustentação do ritmo de expansão da demanda. De outro, dado o atual estágio das finanças, o sistema se torna mais vulnerável pelo fato de as famílias também estarem sujeitas a comportamentos especulativos a partir de seus portfólios.¹⁰² Segundo Minsky:

The mixture of hedge, speculative, and Ponzi finance in an economy is a major determinant of its stability. The existence of a large component of positions financed in a speculative or a Ponzi manner is necessary for financial instability. (Minsky, 2008b, p.232).

Assim, tanto pela questão do financiamento da aquisição de ativos, quanto dos gastos em consumo, consideramos que as famílias, em alguma medida, enquadram-se neste processo de fragilidade financeira, podendo ter um papel importante ao longo das fases do ciclo econômico, contribuindo para a sua extensão ou reversão.

¹⁰² Belluzzo & Coutinho (1998).

2.4. As Famílias e a Hipótese de Instabilidade Financeira

There is a multitude of real assets in the world which constitutes our capital wealth - buildings, stocks of commodities, goods in the course of manufacture and of transport, and so forth. The nominal owners of these assets, however, have not infrequently borrowed money in order to become possessed of them. To a corresponding extent the actual owners of wealth have claims, not on real assets, but on money. A considerable part of this financing takes place through the banking system, which interposes its guarantee between its depositors who lend it money, and its borrowing customers to whom it loans money where with to finance the purchase of real assets. The interposition of this veil of money between the real asset and the wealth owner is an especially marked characteristic of the modern world. (Keynes, 1973, p.151).

A Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF), originalmente proposta por Minsky, é comumente considerada como centrada na decisão de investimento, no sentido de aquisição de bens de capital por parte de uma unidade empresarial financiada através de crédito bancário, como se destaca na exposição do modelo de dois preços (Minsky, 2008a e 2008b). Contudo, consideramos que a contribuição teórica da HIF, por se referir ao sistema como um todo, é mais abrangente, de acordo com a própria visão do autor em relação às finanças e transformações do ambiente econômico.

Segundo Minsky, a HIF teria respaldo empírico e teórico. Sua construção estaria baseada nas evidências do período histórico, através do registro de diversas crises financeiras e “reais”. No plano teórico, o autor aponta que a HIF é uma interpretação do que há de mais substantivo na *Teoria Geral* de Keynes. Além disso, seria uma abordagem que refletiria, de alguma forma, a visão do crédito e do ciclo de Schumpeter¹⁰³. A HIF trata da economia capitalista como uma economia em que os sistemas financeiros são complexos e sofisticados, e os ativos de capital são de elevado valor, de modo que o problema econômico central estaria no desenvolvimento da estrutura de capital da sociedade: para Keynes, como é ressaltado em *John Maynard Keynes* (1975), o investimento seria a *causa causans* das flutuações da economia. Minsky, porém, complementa tal visão ao afirmar que as decisões de portfólio, entre as quais se encontra a decisão de investimento, são as causas mais profundas para as flutuações da demanda

¹⁰³ Minsky, 1992, p.1-2.

agregada¹⁰⁴. Além disso, acrescenta que o consumo, diferentemente da forma que é tratado na maior parte da *Teoria Geral*¹⁰⁵, teria o potencial de agir de forma pró-cíclica sobre a economia, sendo uma variável importante na análise das perturbações do sistema. Nesse sentido, a partir da própria interpretação de Minsky, verifica-se que a construção teórica da instabilidade financeira está baseada numa visão mais ampla das flutuações da economia. Por esta razão, considera-se que o conteúdo teórico da HIF vai além das condições que cercam as decisões de investimento, permitindo e ensejando a análise das decisões de aquisição e financiamento de ativos reais e financeiros por parte de várias unidades¹⁰⁶. Como desenvolvido até aqui, considera-se que a HIF pode e deve ser utilizada também para as famílias, pois tem a capacidade de retratar as repercussões das relações financeiras associadas à realização de gastos em consumo e às decisões que envolvem o patrimônio (real e financeiro), como destaca o próprio autor – embora este não tenha explicitado mecanismos de perturbação do sistema a partir do consumo, numa perspectiva mais ativa, ao longo do ciclo.¹⁰⁷

Entendemos neste sentido, que a HIF se refere a um processo amplo, cujo foco é compreender a natureza das flutuações econômicas a partir do próprio funcionamento do sistema, de modo que esta perspectiva, somada à visão de transformação da economia capitalista e de suas instituições, consolida uma abordagem que permite adaptações e extensões que se articulam para captar os fatores atuantes sobre a dinâmica de validação dos passivos dos agentes, em diferentes contextos de operação do sistema capitalista.

Ao expor os aspectos teóricos da HIF, Minsky (1992) ressalta que o comportamento do sistema depende diretamente da acumulação de capital, e nesse sentido as empresas e o seu financiamento são centrais para se entender o *business cycle*, ou de outro modo, as flutuações na demanda efetiva a qualquer tempo. Segundo Minsky: “*In spite of the greater complexity of financial relations, the key determinant of system behavior remains the level of profits*”.

¹⁰⁴ “*In Keynes’s theory the proximate cause of the transitory nature of each cyclical state is the instability of investment; but the deeper cause of business cycles in an economy with the financial institutions of capitalism is the instability of portfolios and of financial interrelations*”. (Minsky, 2008a, p.55).

¹⁰⁵ Minsky (2008a, p. 25), entre outros elementos, destaca a “lei psicológica fundamental”.

¹⁰⁶ Nesse sentido, Minsky (1992) destaca a abrangência de sua hipótese, inclusive advertindo para o tratamento do envolvimento financeiro de diferentes agentes econômicos como famílias, governos e empresas financeiras não-bancárias. Minsky (2008c) apresenta as nuances sobre a fragilidade do sistema oriundas dos processos de *securitização* e de desintermediação bancária, numa investigação que vai muito além do escopo do crédito bancário tradicional. Outros autores aplicaram a construção de fragilidade e instabilidade financeira de Minsky a diferentes contextos: Kregel (1998), por exemplo, utilizou o conceito de fragilidade financeira como forma de interpretar a situação apresentada pelos países emergentes na crise asiática; Taylor & O’Connell (1985) avaliaram a dinâmica de crescimento dos países com restrição externa através de um modelo de endividamento externo dentro das categorias de análise minskyanas; Deos (1997) analisou a validade e aplicabilidade da *Hipótese de Instabilidade Financeira* num contexto de mercados de capitais e de sistema financeiro diversificado.

¹⁰⁷ Lourenço, 2006, p.467.

Contudo, a partir do momento em que as famílias (e os governos) passam a afetar o *business cycle*, as expectativas e as condições de geração de lucro, faz-se mister a sua consideração no arcabouço da HIF. Vale dizer, consideramos as famílias, no agregado, como agentes que podem potencializar as perturbações do sistema econômico, através de seus gastos, da aquisição de ativos ou por meio de suas dívidas. Vale dizer, pela evolução da própria da economia capitalista, e por conta das inovações da órbita financeira e de ordem institucional, as famílias passaram a ter capacidade de influir mais significativamente sobre a dinâmica do sistema. As evidências desta afirmação podem ser observadas no processo que culmina na crise iniciada em 2007, mas não se restringem a este. Isto porque um papel mais dinâmico das famílias também se verifica em toda a expansão econômica associada a um padrão de ampliação dos gastos em consumo, tendo em vista os *booms* de crédito e os processos de endividamento presentes desde o pós-II Guerra, como também nos processos de recuperação da economia, nos quais parte importante das medidas contra-cíclicas se destinam ao estímulo do mercado doméstico.

Assim, segundo Minsky:

The evolution from financial robustness to financial fragility did not take place in a vacuum. The sources of the change can be traced to profit opportunities open to financial innovators within a given set of institutions and rules; a drive to innovate financing practices by profitseeking households, businesses, and bankers; and legislative and administrative interventions by governments and central bankers. (Minsky, 2008b, p.219).¹⁰⁸

Além de tratar das dimensões referidas, a HIF conecta o presente e o futuro ao longo dos sucessivos períodos por meio das estruturas financeiras, ao explicitar o modo pelo qual as dívidas são constituídas e validadas, ou não, a ponto de se tornarem um fator que pode afetar o comportamento do sistema econômico. Como afirma Minsky: “*The financial instability hypothesis, therefore, is a theory of the impact of debt on system behavior and also incorporates the manner in which debt is validated*”¹⁰⁹. Assim, nesse trabalho, entende-se que a HIF é suficientemente ampla para captar a dinâmica de outras categorias de agentes, independentemente dos instrumentos típicos de cada conjuntura, uma vez que suas categorias de análise, com adequações específicas, permitem descrever a natureza de processos, muito à frente da conjuntura da qual tratava o autor. Isto porque, na visão de Minsky, é destacada a importância

¹⁰⁸ Minsky (2008b, p.232) explicita: “*Bankers – using the term generically to include various financial-market operators – are always seeking to innovate in financial usages*”.

¹⁰⁹ Minsky, 1992, p.6.

das transformações econômicas e o papel das inovações financeiras enquanto elementos que potencializam/modificam a dinâmica do sistema, mas que também podem contribuir para a sua fragilidade e instabilidade, sobretudo se as instituições e os mecanismos de supervisão não evoluírem para acompanhar as novas práticas e instrumentos. Desta forma, o comportamento financeiro das famílias, marcado pelo endividamento, mas não só por este, aparece como um movimento possível a partir do próprio sistema, sendo compatível com os aspectos teóricos da HIF:

The financial instability hypothesis is a model of a capitalist economy which does not rely upon exogenous shocks to generate business cycles of varying severity. The hypothesis holds that business cycles of history are compounded out of (i) the internal dynamics of capitalist economies, and (ii) the system of interventions and regulations that are designed to keep the economy operating within reasonable bounds. (Minsky, 1992, p.8).

Assim, interpreta-se que a contribuição teórica substantiva da HIF está na demonstração da transformação endógena das posturas financeiras dos agentes a partir da abordagem dos *cash flows* e em como estes fluxos validam, ou não, os compromissos assumidos, gerando o *business cycle*. Desde *John Maynard Keynes* (1975), *Stabilizing an Unstable Economy* (1986), e em contribuições posteriores, como em *The Financial Instability Hypothesis* (1992), é explícito que a abordagem dos *cash flows* se aplica a qualquer agente econômico – uma vez que todos podem ser caracterizados por um tipo de portfólio. E de fato, para o comportamento do sistema, o interessante é o modo como as relações financeiras dos diversos agentes se processam. A instabilidade financeira, por sua vez, possibilidade sempre presente, torna-se mais provável com o predomínio de posturas mais especulativas e incompatíveis com os *cash flows* envolvidos, isto é, com um ambiente frágil. O processo que pode culminar com a instabilidade é descrito em termos gerais, não se restringindo a agentes, ativos ou instrumentos financeiros específicos.

Nos termos de Minsky:

It can be shown that if hedge financing dominates, then the economy may well be an equilibrium seeking and containing system. In contrast, the greater the weight of speculative and Ponzi finance, the greater the likelihood that the economy is a deviation amplifying system. The first theorem of the financial instability hypothesis is that the economy has financing regimes under which it is stable and financing regimes in which it is unstable. The second theorem of the financial instability hypothesis is that over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system. In particular, over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move from a financial structure dominated by hedge finance units to a structure in which there is large weight to units engaged in speculative and Ponzi finance. (Minsky, 1992, p.7-8).

Assim, as famílias podem contribuir tanto para gerar, prolongar e consolidar a situação de estabilidade e crescimento acelerado, quanto para a reversão e agravamento do ciclo. Podem estar entre os motivos para a formação de um *boom*, à medida que afetam o investimento, bem como entre os que determinam seu fim, pois ao se fragilizarem, ou promoverem a fragilização de outros, contribuem para a construção de um cenário de aumento da incerteza e da desconfiança nos prognósticos em geral. Essas famílias, assim, pertencem ao tipo de economia que Belluzzo e Coutinho (1998), Braga (1985), Aglietta (1994), Plihon & Guttmann (2008) destacam: uma economia em que o componente financeiro da riqueza passou a ser muito representativo, e que em certo sentido, chega a subordinar as decisões típicas dos agentes econômicos. Neste tipo de economia, a inflação dos ativos financeiros estimula e valida as posições:

Assim, as empresas, bancos e também as famílias abastadas – através dos investidores institucionais – passaram a subordinar as suas decisões de gasto, investimento e poupança às expectativas quanto ao ritmo do seu respectivo “enriquecimento” financeiro. Do ponto de vista individual este “enriquecimento” não parece fictício, pois os títulos podem ser perfeitamente validados por mercados líquidos e profundos. A certeza de “comercialização”, ou seja, de que os papéis sempre poderiam ser reconvertidos à forma monetária e geral da riqueza, realimenta o circuito de valorização, induzindo uma parcela crescente de agentes a alavancar as suas carteiras de ativos financeiros com base em dívidas tomadas junto ao sistema bancário. (Belluzzo & Coutinho, 1998, p.138).

As famílias, assim, por conta das posturas financeiras que assumem, problematizam as flutuações da demanda agregada, sobretudo pela articulação dos seus gastos/aquisições de ativos com a circulação financeira, mas também por sua relação com o investimento. O acesso ao crédito, *per se*, garante um grau de autonomia nas decisões (em relação à renda) e gera determinada alavancagem das famílias. Contudo, o efeito riqueza, advindo de processos de valorização continuada de ativos reais e financeiros, que detêm, ou para os quais migram ao longo de um período de estabilidade, permite às famílias de modo geral um “segundo” tipo de alavancagem, maior que a do crédito “convencional”, porque a valorização de colaterais, ao afetar a percepção de risco, é acompanhada pela ampliação do acesso ao crédito. O efeito riqueza, vale dizer, se manifesta sem a necessidade da realização da venda dos ativos¹¹⁰: a simples valorização financeira permite um maior acesso a crédito. Portanto, o enriquecimento em termos financeiros, ou de natureza fictícia, permite a tomada de decisões com menor restrição orçamentária. Desse modo, o resultado desse efeito riqueza é a ampliação do endividamento e dos compromissos gerados¹¹¹. Os agentes que acumulam dívidas com base em seus ativos estão projetando a continuidade do processo de valorização que tem representado seu enriquecimento. Suas expectativas alimentam o processo de alavancagem e endividamento associados a maiores gastos de consumo e em aquisições de elevado valor (bens duráveis, imóveis, ativos diversos). Contudo, as contrapartes, instituições financeiras e bancos, tanto por “excluírem” as operações de crédito de seus balanços, pelas inovações financeiras, quanto por partilharem das expectativas, permitem e, mais do que isso, induzem a continuidade do processo¹¹².

Tal processo se justifica, pois:

A perspectiva de enriquecimento acelerado passa a comandar as decisões de gasto de consumo: o nível de endividamento não é mais calculado sobre a renda corrente e sim sobre a expectativa de crescimento dos preços dos ativos que compõem o seu porta-fólio. Assim, é possível observar aumentos do serviço da dívida sobre a renda corrente, embora a relação entre este serviço e o estoque de riqueza possa se manter estável ou venha a declinar. (Belluzzo & Coutinho, 1998, p.139).

¹¹⁰ Na verdade, a realização dos ganhos financeiros, do ponto de vista individual, implica enriquecimento de fato. Contudo, em termos macroeconômicos, e nesse sentido aparece a contradição, a realização dos ganhos efetivamente representaria um força depressiva sobre a trajetória de preços, colocando em xeque a própria conjuntura econômica.

¹¹¹ Braga (1985) trata desta dimensão para a dinâmica das empresas, uma vez que a lógica dos ganhos financeiros e endividamento sustentados pela valorização de ativos, exterior ao processo de produção, passa a ser um traço marcante das grandes organizações.

¹¹² Fato observado pela rotina de oferta de crédito ao consumo para os clientes já tomadores de crédito imobiliário no período 2001-2007, nos EUA.

Assim, pode-se afirmar que quando uma parcela significativa das famílias se encontra representada por esse comportamento e dinâmica, o sistema passa a ser afetado por um maior (ou crescente) nível de demanda, não apenas no setor de bens de consumo, mas também no setor de bens duráveis, viabilizando projetos de investimento e inclusive estimulando novas inversões: um processo (crédito-consumo-investimento) que se retroalimenta. O crescimento da demanda sustentado pelo crédito, mas também pela combinação do efeito riqueza, permite a construção de um cenário otimista e o seu prolongamento até certo ponto, uma vez que novas e rentáveis oportunidades são criadas, tanto no lado real, quanto no lado monetário ou financeiro, pela continuidade da valorização dos ativos e pelo baixo nível de inadimplência.

O investimento, vale dizer, é afetado: (i) pelos impactos advindos do crescimento da demanda a partir do faturamento e nas expectativas de lucro; (ii) pela valorização das empresas de capital aberto – a partir da demanda de ativos financeiros, da sustentação dos mesmos em portfólio privados e da melhoria das expectativas de lucro a partir do lado real; e (iii) pela melhoria das condições de financiamento das empresas, em parte afetada pelos dois processos anteriores. Em termos teóricos, admitindo-se os impactos de uma propensão a consumir ampliada pelos efeitos da alavancagem de crédito e da riqueza financeira, o efeito do multiplicador poderia ser considerado de forma potencializada em seus impactos perversivos sobre o sistema econômico. E isso tanto no que diz respeito à sua adequação ao movimento de expansão econômica, quanto nos efeitos depressivos, pois além de potencializada, a propensão a consumir se tornaria mais volátil, uma vez que o componente financeiro, sujeito a “bruscas e repentinas mudanças”, passa a compor a relação, sendo que uma maior parcela do consumo agregado passa a estar sujeito à dinâmica financeira.

O potencial presenciado em fases de expansão, ainda mais em períodos longos de estabilidade, de abundância de liquidez e da promessa implícita das salvaguardas do *Big Bank* e do *Big Government*, contribuem para sustentar a euforia das expectativas, ainda que ao custo da fragilização crescente dos agentes que compõem o sistema. Essa situação ganha maior gravidade quando o endividamento familiar não acompanha o movimento dos salários¹¹³, mas o da inflação de ativos. Quando a dinâmica econômica passa a depender da ampliação contínua dos gastos das famílias – como forma de validar os investimentos produtivos em curso (sustentação do lucro esperado do sistema) – sustentados pelo crédito com base na valorização crescente dos ativos

¹¹³ Guttman & Plihon (2009)

(lucro na forma fictícia) – qualquer fator que atue de forma depressiva sobre as expectativas tem o potencial de, endogenamente, desencadear a reversão brusca. Por exemplo, um crescimento mais lento do valor dos ativos, como no caso do mercado imobiliário, seguido do aumento, ainda que de pequena magnitude, da inadimplência, por conta do exercício de cláusulas de juros flutuantes dos contratos. Isto seria o suficiente para levar a dúvida sobre o vigor, ou a robustez sobre a qual o sistema ancora seus negócios. Uma vez que o potencial de expansão do sistema passa a depender de múltiplos agentes, as fontes da insegurança ou da ampliação da incerteza, as quais podem desencadear a reversão das expectativas, também passam a ser potencialmente mais amplas, sobretudo em economias com sofisticados sistemas financeiros, com múltiplas esferas de valorização de ativos, (liberalizadas e interligadas) e sujeitas a mudanças bruscas.

Segundo McCulley:

The essence of the hypothesis is that stability is destabilizing because capitalists have a herding tendency to extrapolate stability into infinity, putting in place ever-more risky debt structures, up to and including ponzi units, that undermine stability” (McCulley, 2009, p.5)

Para complementar, deve-se observar que não apenas os capitalistas, mas os agentes em geral de uma economia capitalista financeirizada, tendem a exarcebar suas posições, isto é, transitar para posições mais especulativas, à medida que os ganhos correntes validam as suas expectativas e amenizam a sensação de incerteza, sobretudo em conjunturas de insuficiência dos mecanismos de regulação prudenciais e de supervisão sistêmica. Como afirma Aglietta, a valorização dos ativos acompanhada, e estimulada, pela expansão do crédito, tal como Keynes argumenta no *Treatise* ao tratar do mercado *bull*, pode induzir os agentes a tomarem uma alta especulativa como uma tendência de longo prazo, construindo posições ao acreditarem na continuidade da evolução dos preços, mesmo que o endividamento e seu serviço se elevem. Desse modo, “a acumulação de dívidas acarreta uma fragilidade financeira que permanece dissimulada enquanto as mais-valias sobre os ativos prosseguem”(Aglietta, 2004, p.109). Foi esse, exatamente o processo que se assistiu nos EUA, famílias sustentando portfólios, sobretudo com imóveis, a partir do endividamento crescente e duplo das hipotecas e crédito ao consumo.

O envolvimento patrimonial das famílias e seu endividamento passaram, assim, a inserir elementos importantes para a dinâmica econômica, tanto no que diz respeito ao impacto sobre os mercados de ativos, dada a composição dos portfólios, quanto pela determinação dos

gastos em consumo. O consumo, mesmo sendo uma variável mais estável, está sujeito a perturbações tanto mais severas quanto maior o peso de seu componente financeiro, devido tanto ao crédito, quanto ao efeito riqueza dos ativos. À medida que parcela significativa das famílias apresenta dívidas e ativos, é adequado admitir que em conjunturas de crescimento econômico – normalmente acompanhadas, em alguma medida, pelo *boom* desses ativos e de ampliação da liquidez via crédito – estes agentes ampliem seu envolvimento financeiro, motivados pela expectativa de ganhos ou como forma de contornar os encargos já acumulados, podendo migrar para posturas financeiras mais especulativas, sancionadas pela acomodação e/ou “empurradas” pela dinâmica dos credores em busca incessante de ganhos crescentes.

Ao lado dos estímulos da alavancagem das posturas financeiras para o mercado de bens e de ativos, o envolvimento financeiro das famílias passa a ser relevante a partir do momento em que crises financeiras são acompanhadas pela fragilidade dos seus balanços. Isto é, desde o momento em que o comportamento destes agentes, em reação a uma crise, não é mais apenas de reagir, passivamente, a uma conjuntura de maior incerteza da atividade econômica, mas os envolve de forma direta, pois buscam recompor a sua própria saúde financeira afetada pela deflação de ativos, elevação do peso das dívidas e da maior incerteza sobre os rendimentos tradicionais (do trabalho) e do próprio emprego. Na conjuntura recente (2007-2010), o comportamento pró-cíclico das famílias, expresso pela elevação das poupanças, contribui para dificultar o movimento de recuperação da economia.

Esperamos ter demonstrado que as famílias são agentes que não apenas podem se tornar financeiramente frágeis, mas que também podem fragilizar o sistema e inserir outras nuances sobre as variáveis convencionalmente analisadas, como o investimento, seja por sua ação na órbita dos gastos correntes, seja pela estruturação de seus portfólios. Assim, no intuito de verificar a atualidade do conteúdo teórico da *Hipótese de Instabilidade Financeira*, no contexto em que as famílias tomam um papel mais importante na circulação financeira – como foi o caso dos EUA, sobretudo nas duas últimas décadas –, buscaram-se, até o momento, os fundamentos teóricos para a compreensão deste comportamento, no contexto de aprofundamento e de maior complexidade das relações financeiras. As famílias foram interpretadas como unidades econômicas tomadoras de decisões, como o próprio Minsky as considerava, não as restringindo à renda e ao consumo. Dessa forma, foram inseridas de acordo com os aspectos teóricos característicos da economia monetária de Keynes, ressaltando o papel das expectativas, da

incerteza e da interação financeira-produtiva, destacando a contribuição macroeconômica das famílias para a dinâmica sistêmica. Isto posto, os próximos capítulos são destinados à análise das estruturas e institucionalidades envolvidas na evolução do sistema financeiro americano a partir dos anos de 1930, em especial após a II Guerra Mundial, e no período de finanças liberalizadas, de modo a acompanhar, além da transformação da economia americana – de suas instituições, práticas e instrumentos –, o quadro em que se insere a transformação do comportamento das famílias e de seu papel macroeconômico.

CAPÍTULO III

EVOLUÇÃO DA INSERÇÃO DAS FAMÍLIAS AMERICANAS NA DINÂMICA MACRO-FINANCEIRA

If income is to grow, the financial markets [...] must generate an aggregate demand that, aside from brief intervals, is ever rising. For real aggregate demand to be increasing [...] it is necessary that current spending plans, summed over all sectors, be greater than current received income [...]. It follows that over a period during which economic growth takes place, at least some sectors finance a part of their spending by emitting debt or selling assets. (Minsky, 1982, p.6).

A partir do pós-guerra, o que se verificou nos EUA foi a constituição da sociedade de produção e consumo em massa, em que as famílias, de forma geral, passaram progressivamente a constituir patrimônio (riqueza), seja pelos ganhos reais obtidos na sua principal fonte de renda, o salário, seja por meio de operações de portfólio financiadas via mercado. Vale dizer, à luz da discussão dos capítulos precedentes, com base em Keynes e Minsky, duas identidades básicas passam a ser consideradas ao tratar do comportamento das famílias. A primeira é a relação de fluxo: $Y=C+S$, sendo [Y]: a renda, [C]: o consumo e [S]: o resíduo (poupança). A segunda é a relação de estoque: $A=P+PL$, sendo [A]: os ativos, [P]: os passivos e [PL]: o patrimônio líquido. Através destas duas expressões é possível captar a totalidade das decisões que envolvem a renda e os estoques (ativos, passivos e patrimônio líquido), permitindo o entendimento do papel do crédito, das aquisições de imóveis, de ativos financeiros e dos bens de consumo duráveis. Estes elementos constituíram-se, progressivamente, como conquistas da sociedade do pós-guerra, e tiveram a sua importância sintetizada na expressão do *american way of life*, na difusão da classe média e no acesso à riqueza material.

De acordo com a argumentação do capítulo anterior, busca-se demonstrar que as decisões das famílias relativas à renda, e mesmo esta, são mutáveis; e que gradativamente, pelo conjunto de transformações da economia capitalista (e americana), as famílias, inclusive as trabalhadoras, passaram a se inserir no ambiente macroeconômico de forma diferenciada, não podendo mais ser analisadas apenas a partir de suas decisões de curto prazo, com um horizonte limitado ao gasto corrente.

Como será argumentado, em linha com a interpretação de Minsky sobre uma economia de portfólios, as famílias passaram a constituir relações que excedem o período corrente, seja para o consumo tradicional (corrente), seja para aquisições de elevado valor, como casas, automóveis e bens duráveis em geral. Vale ressaltar que esta característica não é nova e, obviamente, não se limita aos eventos que levaram à crise *subprime*. As relações de fluxo e estoque das famílias estão em mudança desde o início da *Golden Age* e são sobre estas transformações, inclusive, que se assenta parte da expansão daquele período.

Assim, primeiramente, cabe elencar alguns aspectos que moldaram a institucionalidade que regeu a economia americana a partir da Grande Depressão. Isto porque entende-se que as reformas levadas a cabo na década de 1930, além de cobrirem justamente um dos períodos mais críticos da economia dos EUA, em termos de produção e acesso à riqueza material, constituem-se também como a base institucional sobre a qual floresceu o regime capitalista, principalmente, a partir de 1945. Embora esta base não tenha se tornado permanente, a sua própria desarticulação ao longo da *Golden Age* e nas décadas seguintes, bem como a preservação de alguns aspectos, a colocam em posição de referência para o entendimento das transformações da economia dos EUA e, portanto, para o espaço de ação das famílias. Nesse sentido, um dos objetivos desta seção é buscar apresentar o que se considera como as medidas estruturantes da conformação institucional sobre a qual a economia americana se assentou após a II Guerra Mundial, com especial atenção à regulação bancária/financeira.

3.1. O Marco Institucional da Economia Americana: aspectos do período 1929-1945

3.1.1. A Reforma do Sistema Financeiro e o *Big Bank*

Segundo Mazzuchelli (2009), foi no governo Roosevelt que se consolidou o papel de intervenção do estado na economia, sobretudo em relação ao sistema financeiro, tanto no segmento bancário, quanto no mercado de capitais. Pode-se afirmar, ao acompanhar o conjunto das medidas tomadas pelos *new dealers*, que o *Big Bank* se consolidou, e passou a atuar de modo profundo e permanente, antes mesmo do *Big Government*.

Frente à Grande Depressão e à crise bancária de 1933, a resposta do governo foi no sentido de fortalecer a capacidade de intervenção das autoridades monetárias. De imediato isso foi obtido através de uma maior flexibilidade da administração da liquidez, permitida pela abolição do padrão-ouro, e principalmente pelas medidas expressas nos *Emergency Banking Acts* de 1933 e 1935. Vale destacar que embora diversas medidas do *New Deal* apresentassem caráter emergencial, outras possuíam forte conotação prudencial e de regulação a longo prazo, principalmente no que se refere à reforma do sistema financeiro.

Através do *Banking Act* de 1933, a *Reconstruction Finance Corporation* (RFC), criada por Hoover, foi fortalecida e ampliada, tornando-se uma das principais agências de intervenção do *New Deal*. O seu objetivo era emprestar recursos do governo federal para socorrer os bancos, permitindo a reabertura de diversas instituições atingidas pela crise, de modo a permitir o funcionamento do canal de crédito privado, essencial para viabilizar as decisões de gasto e a manutenção do emprego. Além disto, seguiu-se a lei de segmentação do mercado financeiro e de especialização das instituições financeiras, o *Glass-Steagal Act*, que definiu o marco regulatório do sistema financeiro americano, passando a ser o traço característico da estrutura financeira do pós-guerra até recentemente¹¹⁴. Esta lei foi responsável pela separação entre bancos comerciais e de investimento, delimitando as áreas de atuação, destas e de outras instituições financeiras bancárias e não-bancárias, em mercados distintos. Desse modo, um dos reflexos imediatos do *Glass-Steagal Act* foi a extinção dos bancos universais e o estabelecimento de uma regulamentação rígida e de caráter prudencial, atuando sobre a concorrência e as práticas do sistema financeiro como um todo, em especial, sobre o segmento bancário.

Os bancos nos anos 1920 haviam se tornado, em sua maioria, bancos universais, operando em vários segmentos do mercado financeiro, principalmente no mercado acionário, por meio de subsidiárias. Na época, como destaca Guttman (1994), esses bancos estavam proibidos de fazer transações de ações com recursos próprios, mas não eram impedidos de fazer negócios em nome de clientes, via departamentos de investimento. O diagnóstico do Senado americano, sobre a crise de 1929, afirmava que a depressão havia sido ampliada pelo envolvimento especulativo das instituições bancárias, uma vez que as perdas no mercado acionário haviam levando a um comportamento defensivo em outros segmentos. Ou seja, a fim de cobrir as perdas,

¹¹⁴ Apesar de ter sido continuamente deteriorado pela evolução das práticas do sistema financeiro, o *Glass Steagal Act* só foi revogado em 1999, através da Lei de Modernização Financeira. Esta lei, a propósito, passou a permitir práticas similares às que motivaram a reação prudencial dos anos 1930.

os bancos adotaram posturas pró-cíclicas que implicavam um racionamento de crédito, e no posterior *credit crunch*, problematizando a resposta de recuperação da economia, deprimindo ainda mais a atividade econômica e ampliando o desemprego.

Deste modo, a partir destas reformas, a segmentação das instituições financeiras definia os bancos comerciais como os únicos autorizados a operar com depósitos à vista, sendo suas operações restritas a nichos de mercado específicos, compatíveis com a natureza de curto prazo de seus passivos. As demais instituições financeiras também passavam a ser obrigadas a operar com fontes mais adequadas de captação quanto à natureza e prazo de suas operações ativas. Nesse sentido, os bancos de investimento, responsáveis pela subscrição e negociação de títulos de propriedade ou de dívida no mercado de capitais, passavam a operar com depósitos a prazo e com a emissão de seus próprios títulos. Já os bancos e sociedades de poupança estavam autorizados a atuar no segmento imobiliário, estando restritos à captação de depósitos de poupança.

De modo complementar aos objetivos prudenciais do *Glass Steagal Act*, estabeleceu-se a *Regulação Q*, pela qual se estabelecia a estrutura de limites (tetos) de taxas de juros para os recursos passivos das instituições financeiras – isto é, a remuneração dos depósitos a prazo e de poupança – além de impedir a remuneração dos depósitos à vista. O objetivo desta medida, ao lado da segmentação, era evitar a concorrência predatória entre as instituições financeiras e garantir uma oferta de fundos a menores custos, contribuindo para o controle da estrutura de taxas de juros de mercado pela autoridade monetária.

Além destas medidas, vale destacar a criação da *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), cujo objetivo era assegurar os recursos dos depositantes em casos de crises bancárias. Esta agência foi criada para prevenir a ocorrência de corridas bancárias em momentos de incerteza elevada e de desconfiança sobre o sistema financeiro bancário¹¹⁵. Como destaca Guttman, esta instituição, além de assegurar parte do sistema (a maior à época), dotava a autoridade monetária de um importante meio de acompanhamento e supervisão do sistema bancário. Posteriormente, e no mesmo sentido, criou-se a *Federal Savings Insurance Corporation* (FSLIC), para assegurar os recursos depositados em *saving institutions*, como *thrifts*, bancos de poupança e sociedades de crédito.

¹¹⁵ Movimentos típicos que se seguiam às crises bancárias, e agravavam a sua ocorrência.

Essas medidas dotaram o *Federal Reserve* de um espaço mais amplo de intervenção e supervisão do sistema financeiro, com o fortalecimento dos instrumentos típicos de condução da política monetária, em especial ao que se relaciona com a função de *emprestador de última instância*. Por exemplo, as operações de redesconto, tipicamente um instrumento de empréstimo emergencial do banco central aos bancos comerciais, tiveram a sua abrangência ampliada, bem como foram facilitados os critérios e as exigências de colaterais das instituições para a sua concessão. O controle dos compulsórios, ademais, tornou-se mais efetivo e diferenciado por tipo de instituição financeira, permitindo ao Fed um maior manejo das condições de liquidez e controle dos impactos por segmento de mercado. As operações de *open market*, com a reestruturação do *Federal Open Market Committee*, tornaram-se mais amplas, permitindo o exercício de agente fiscal do governo pelo banco central¹¹⁶. O próprio Fed foi objeto de reforma, tendo suas funções ampliadas e o poder fortalecido e centralizado na sede do *Federal Reserve* de Washington. Deve-se observar que desde sua criação, as disputas federativas haviam limitado o exercício centralizado das funções do Fed, e apesar de haver um comitê central, as medidas de política monetária eram exercidas pelas sedes estaduais do *Federal Reserve*, característica que é profundamente alterada como o *New Deal*.

Além do segmento bancário, foram tomadas medidas no segmento de mercado de capitais. Por meio do *Truth in Securities Act*, de 1933, e com a *Securities Exchange Commission* (SEC), aumentava-se a supervisão e o rigor para emissão de novas ações, além de se ampliar a transparência das operações e as exigências das empresas participantes. No segmento imobiliário, os recursos para crédito foram assegurados pela *Federal Housing Administration* (FHA), e através da *Home Owners Loan Corporation* (HOLC), as famílias que entraram em *default*, durante a depressão, foram mantidas em suas casas e passaram a negociar com o governo, ao invés dos bancos. Desse modo, manteve-se um canal de refinanciamento das dívidas hipotecárias, garantindo o funcionamento deste mercado, das instituições financiadoras, e mais importante, condições materiais mínimas para parte da população.

¹¹⁶ Guttman (1994) e Mazzuchelli (2009) fazem uma análise detalhada das reformas do *New Deal*.

3.1.2. Depressão e Guerra: a construção do *Big Government*

Em relação à intervenção do Estado em outros setores da economia, como destacam Mazzuchelli (2009) e Belluzzo (2009), não havia consenso entre os *new dealers* da forma que esta deveria tomar, ou sobre o seu caráter, isto é, se permanente ou emergencial. Desse modo, muitas das ações foram experimentais, com forte cunho prudencial, sendo que algumas fracassaram, como no caso da indústria. No âmbito do *National Recovery Act* (NRA), o atrito entre o governo e as grandes empresas se manifestou de maneira mais forte, contribuindo de forma negativa sobre a recuperação da atividade industrial, diferentemente do que ocorria na agricultura. Desse modo, devido às tensões entre governo e empresas e à gravidade da depressão, a economia americana apenas começaria a se recuperar da Grande Depressão, em termos de produto, renda e emprego, com a entrada do país na Segunda Guerra Mundial, momento em que a ação das grandes empresas foi privilegiada e o gasto público entrou em cena de forma decisiva¹¹⁷.

Contudo, cabe destacar que as ações prévias do governo Roosevelt, ainda que com estas limitações, foram fundamentais para limitar os efeitos da Depressão e, apesar de insuficientes para engendrar a recuperação, passaram a se constituir como bases duradouras do regime do pós-guerra. Por exemplo, no âmbito social, *é no New Deal que se plantam as sementes do Welfare State* (Mazzuchelli, 2009, p.191), pois ao longo da depressão tornou-se clara a necessidade de se oferecer garantias mínimas aos trabalhadores e às pessoas fora do mercado¹¹⁸. Nesse sentido, a partir do *National Labor Relations Act* (*Wagner Act*) e do *Social Security Act*, estabeleceu-se uma ampla gama de reformas que se tornariam os pilares da rede de proteção social do EUA. Através deste atos, garantia-se a organização sindical dos trabalhadores, a institucionalidade dos acordos coletivos de salários, introduzia-se o sistema de aposentadorias e pensões, o regime de contribuições e do seguro-desemprego. Outras medidas foram tomadas, em especial, na forma de planos emergenciais de criação de emprego e de garantia de renda mínima à população¹¹⁹. A definição da legislação trabalhista tomou forma, sobretudo com o

¹¹⁷ A despeito dos vários planos de assistência criados pelo governo buscando garantir a renda e o emprego, e que por sua vez representaram déficits, “foi somente a partir de 1942, em virtude das necessidades impostas pela guerra, que o déficit público assumiu proporções excepcionais.” (Mazzuchelli, 2009, p.234). Ver gráfico A1 em anexo.

¹¹⁸ Foram criadas uma série de iniciativas de socorro à população através de transferências de rendas, geração de empregos temporários e promoção do desendividamento das famílias.

¹¹⁹ “O impacto das ações da *Public Works Administration* (PWA), da *Civil Works Administration* (CWA), do *Emergency Work Relief Program*, do *Civilian Conservation Corps* (CCC) e, sobretudo, da *Works Progress Administration* (WPA) sobre a demanda agregada, a produção e a renda foi evidente”. (Mazzuchelli, p.235).

estabelecimento do salário-mínimo, delimitação da jornada de trabalho, idade mínima para trabalhar, entre outros. Em 1946, terminada a guerra e frente ao abrupto corte dos gastos do governo que se seguiu, foi definido o *Employment Act*, estabelecendo-se o compromisso permanente do governo americano com a busca pelo pleno emprego.

Assim, como destaca Mazzuchelli (2009), as medidas do *New Deal* contribuíram de forma importante para a liderança americana no pós-guerra¹²⁰, uma vez que a reestruturação promovida ao longo dos anos 1930 havia tornado o sistema financeiro americano robusto, diversificado e profundo, favorecendo a posição do dólar enquanto uma divisa importante. Segundo Guttman (1994), as reformas do período 1933-1935 haviam transformado o regime monetário, permitindo a administração elástica da oferta monetária por um sistema bancário seguro, e ao mesmo tempo, dotaram o Fed de amplos mecanismos para influenciar o comportamento das instituições financeiras, consolidando o seu papel de *Big Bank*. De outro lado, pela gravidade da situação social e econômica nos anos de 1930, consolidava-se o papel de intervenção fiscal através do *Big Government*.

A Grande Depressão e a conflagração mundial forjaram a consciência dos deveres do Estado em relação aos cidadãos: se esses representavam a força de trabalho viva da nação e eram seus combatentes nas lutas, cabia ao Estado proporcionar garantias amplas de empregos, saúde, educação e habitação, erradicar os focos de pobreza, estabelecer níveis reais crescentes para o salário mínimo e não voltar as costas para as demandas dos movimentos civis. Desde o *GI Bill of Rights* de 1944, passando pelo *Employment Act* de 1946, pelo *Fair Deal* de Truman, pela *New Frontier* de Kennedy e pela *Great Society* de Johnson, é possível perceber a inegável força dos ideais reformistas inaugurados pelo *New Deal*. Em consequência, o *Big Government* se consolidou como um aspecto central da vida norte-americana do pós-guerra. (Mazzuchelli, 2009, p.365.)

3.2. A Inserção das Famílias numa Estrutura em Permanente Transição

As transformações do período 1929-1945 lançaram as bases do sistema monetário, da regulação e supervisão do sistema financeiro e do “modo de regulação” da economia americana na *Golden Age*. Como destacam Guttman & Plihon (2008, p.576), o sistema financeiro tornou-se um dos pilares do forte crescimento econômico das décadas de 1950 e 1960, capacitado tanto

¹²⁰ Mazzuchelli (2009) destaca que o *Glass-Steagal Act*, a *Regulação Q*, as medidas prudenciais de regulamentação e as linhas especiais de fomento criadas pelo *New Deal* foram decisivos para a concepção da arquitetura do pós-guerra.

nas operações de empréstimos, quanto na negociação de títulos de dívidas privadas e públicas. Os empréstimos voltaram a se expandir após a guerra, superando os volumes praticados nos anos de 1920. Por intermédio das reformas do mercado de capitais e dos instrumentos de intervenção, os EUA, com o objetivo de dar suporte à ação do governo, criaram um mercado de títulos dinâmico lastreado em papéis dos governos federal e estaduais¹²¹, tendo este desempenhado um papel importante na captação de recursos das famílias, na figura dos *saving bonds*, títulos federais e municipais, durante o período 1939-1945¹²². Essa profundidade do mercado de títulos também estimulou a emissão privada de dívidas por parte das empresas, sobretudo se considerarmos os seguintes aspectos: (i) o patamar reduzido de taxa de juros que prevaleceu até meados dos anos 1970; (ii) a especialização e segmentação das instituições financeiras, fornecendo espaços adequados de colocação e negociação de papéis; (iii) a própria dimensão e dinâmica do mercado de títulos públicos; (iv) os incentivos fiscais na forma de deduções de impostos para títulos de dívida, colocando essa forma de financiamento em vantagem relativamente aos títulos de propriedade (ações). De outro lado, o sistema bancário, por sua dimensão, passou a sustentar o crescimento econômico pelo atendimento flexível das demandas de liquidez de vários segmentos da economia, por meio da expansão dos empréstimos para a iniciativa privada e pela expansão do acesso ao crédito, em conjunto com o aprofundamento da bancarização das famílias.

Como argumentam Guttman (1994) e Guttman & Plihon (2008, 2010), uma das características do regime monetário do pós-guerra passaria a ser o financiamento dos gastos além da renda corrente, tanto por parte do governo, quanto das empresas, e das famílias. Para os autores, os EUA teriam montado uma complexa estrutura institucional pronta para oferecer liquidez de acordo com a demanda dos agentes. A razão para isto estaria na preocupação do governo em mitigar os efeitos de crises, evitar os ajustes recessivos e as deflações, característicos dos períodos anteriores, tal como a Grande Depressão.

Contudo, o papel do governo não se restringiu a contrabalancear o *business cycle*, pois com um sistema de administração elástica da liquidez e a partir de seus incentivos fiscais (estrutura progressiva de impostos), transferências (benefícios sociais), parcerias com as empresas e toda gama de investimentos em infraestrutura, pesquisa, educação, treinamento profissional, saúde e programas de manutenção da renda e do emprego, o governo constituiu uma

¹²¹ Plihon (1998) ressalta este aspecto como um dos pilares da dimensão e profundidade do mercado financeiro americano, sobretudo a partir das décadas de 1970 e 1980, quando o déficit público se torna recorrente.

¹²² Segundo a composição do portfólio referente às famílias, *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

série de estímulos à atividade econômica e à transformação desta, tendo papel importante na construção do ambiente de expectativas, norteando o investimento produtivo, permitindo o seu financiamento e o círculo virtuoso entre a produção e demanda¹²³.

Nesse sentido, ao lado das reformas da década anterior, enquadram-se os esforços de *Bretton Woods*, em 1944, de modo a garantir o crescimento mais equilibrado das economias, com controle de capitais, paridades fixas (mas ajustáveis) de taxa de câmbio e estabilidade das taxas de juros, preços-chave para o horizonte de decisões produtivas e a longo prazo. Nesse contexto, o governo não só passou a administrar a demanda agregada, mas a buscar a sua ampliação, promovendo a distribuição de renda e inclusive atuando no mercado de crédito – estabelecendo legislação específica de modo a garantir o acesso e a transparência nas relações entre as famílias tomadoras e os emprestadores¹²⁴.

Segundo Glyn *et al.* (1990, p.49-50):

A fundamentally new development of the post-war period was that the massive growth in production was counterbalanced by an equal growth in consumption [...] The significance of the growth in consumption lay not only in the impact on mass living standards but on the assurance it gave to those taking investment decisions of a steadily growing market.

Segundo Guttman (1994), o marco prudencial e de regulação fez com que a economia americana, a partir dos anos 1950, passasse a contar com o endividamento enquanto um fator importante de estímulo da demanda agregada, sobretudo pela administração das autoridades monetárias da moeda bancária, ou do *credit-money system*. O autor chega a caracterizar a economia americana a partir do pós-guerra como *Debt Economy*, ou a *economia do endividamento*¹²⁵, visto tanto da ótica do financiamento público e do investimento das empresas, quanto da ampliação do poder de gasto das famílias, sobretudo com a introdução de diversas modalidades de financiamento e de instituições, inclusive vinculadas ao governo (*government-sponsored/owned enterprises*), para este fim. Como exemplo, ao lado da *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) de 1938, criada na conjuntura da depressão para estimular o

¹²³ Tal regime, segundo os regulacionistas, caracteriza o “padrão de acumulação fordista”.

¹²⁴ Algumas das medidas do governo foram: *The Truth in Lending Act* de 1968 (Regulação Z), estabelecendo critérios de maior transparência acerca dos termos contratuais das operações de empréstimo; *The Equal Opportunity Act* de 1974 (Regulação B), buscando contornar a discriminação na concessão de crédito; *Home Mortgage Disclosure Act* de 1975 (Regulação C), busca de transparência nos contratos hipotecários; *The Community Reinvestment Act* (Regulação BB), no sentido de garantir a oferta de crédito para localidades específicas.

¹²⁵ Guttman & Plihon (2008) e (2010).

mercado de hipotecas, inclusive na forma de repasses para garantir *funding* aos bancos, destaca-se o surgimento de diversas instituições de crédito às famílias. Em 1968, foi criada a *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae) para promover a expansão da casa própria; em 1970, surgiu a *Federal Home Loan Mortgage Association* (Freddie Mac), criada para dinamizar o mercado secundário de hipotecas, e em 1972, a *Student Loan Market Association* (Sallie Mae) destinada para promoção do financiamento estudantil.

O processo de endividamento da economia americana neste contexto, contudo, foi possível e sustentável por conta de um crescimento acelerado do produto e da renda, sobretudo nas décadas de 1950 e 1960, que permitiram a rápida ampliação do crédito para as famílias. Nesse período, os EUA passavam a exercer a sua liderança econômica em diversos setores, garantindo a expansão do emprego compatível com melhorias salariais. Isto é, ao lado da expansão das empresas, inclusive em âmbito internacional, da difusão das tecnologias de produção em massa, características das economias de escala e escopo, e da geração de lucro em mercados em forte expansão, como era a economia americana nesse período¹²⁶, estava também o fortalecimento dos sindicatos, o crescimento real dos salários e a expansão e difusão das garantias do *Welfare State*¹²⁷. Vale ressaltar, o processo de rápido crescimento econômico acabou por estimular o endividamento das famílias e de todos os demais agentes, porém, o próprio crescimento acabou sendo estimulado pela demanda adicional criada pelo financiamento. Desse modo, a compatibilização de *cash flows* das empresas e das famílias justificavam, ou permitiam, este processo de crescimento e de formação de dívidas.

Assim, se por um lado o endividamento passou a ser cada vez mais um dos aspectos característicos da economia americana, inclusive sendo estimulado no âmbito fiscal, com deduções de impostos ampliando a renda disponível e estimulando determinadas decisões, não apenas o consumo corrente das famílias passou a ser dinamizado, como também a acumulação patrimonial destas. Tal acumulação de riqueza, financeira e real, passou a ser um traço importante do comportamento das famílias, como se verifica desde os anos 1950. Essa dimensão financeira, expressa nos portfólios e no consumo alavancado, passou a ser um dos elementos constitutivos da

¹²⁶ Acrescenta-se a singularidade da posição americana como principal fornecedor mundial em diversos gêneros de produtos, em meio à reconstrução dos países devastados pela Segunda Guerra Mundial, consolidando, assim, a posição da indústria americana e a expandindo para o exterior já nos anos 1950.

¹²⁷ Estes benefícios representaram cerca de 20% dos gastos correntes do governo entre os anos de 1950 e 1970, e a partir de 1970, atingiram 30%. *Flow of Funds Account* do *Federal Reserve*, ver gráficos A1 e A2 em anexo.

dinâmica do sistema econômico do pós-guerra (1945-1970), tendo sua importância ampliada no período posterior de finanças liberalizadas (1970-atual).

3.2.1. Transformações Estruturais do Sistema Financeiro Americano

Com o intuito de situar as considerações sobre o portfólio das famílias (ativos e passivos), cabe inserir uma breve discussão sobre as principais mudanças que afetaram o sistema financeiro americano, as quais representaram a ruptura da arquitetura financeira e de regulação prudencial posta no pós-guerra, permitindo um melhor entendimento sobre em quais condições se processou o comportamento das famílias, ao se analisar o longo período 1945-2010.

A crise estrutural do padrão de crescimento da *Golden Age*, levou, progressivamente, ao questionamento da institucionalidade do regime em várias frentes. A indústria, após duas décadas de crescimento acelerado, passou a perder posições, domesticamente, por conta da concorrência das economias reconstruídas (Japão e Alemanha), levando a uma queda dos lucros¹²⁸, cuja reação imediata foi a pressão sobre os salários e dos trabalhadores nos EUA. Nas finanças, o recrudescimento da inflação, frente às restrições prudenciais, obrigaram as empresas financeiras a buscarem alternativas, como a criação de centros *off-shore* (o euromercado), buscando novas formas de captação para viabilizar as operações e se manter competitivas. No âmbito monetário e internacional, a credibilidade do padrão dólar-ouro foi progressivamente abalada, levando ao desmonte deste arranjo.

Os anos 1970, assim, apresentaram-se como o período de transição da *Golden Age*, quando se eliminaram os pilares, já danificados, da construção de 1944. Os preços-chave da economia passaram a ser flexíveis, como destaca Belluzzo (2009, p.285-288). Com o rompimento da paridade do dólar-ouro em 1971, as taxas de câmbio, a partir de 1973, tornam-se flutuantes. As taxas de juros, por sua vez, já apresentavam volatilidade por conta das tentativas de controle da inflação ao longo da década. Contudo, em 1979, por questões de ordem política e internacional, tenta-se resgatar a credibilidade da divisa, invertendo-se a trajetória de depreciação da moeda com o choque das taxas de juros, que além de jogar a economia americana e mundial em recessão, tornou os EUA o destino prioritário de capitais. Nesse cenário, a volatilidade passaria a ser a regra a partir dos anos 1970 e 1980, inclusive no âmbito doméstico. Ao longo

¹²⁸ Guttman (1998), Glyn *et al* (1990),

deste período, assistiu-se à desarticulação do sistema financeiro regulado, pela remoção de alicerces prudenciais, pelo movimento de inovações financeiras e pela entrada de *novos players* no interior da dinâmica competitiva. Como afirma Belluzzo:

Já entre o fim dos anos 60 e o início dos 70, as tensões entre a regulamentação dos sistemas nacionais e o surgimento de um espaço “desregulado” de criação de empréstimos (e depósitos), num ambiente de inflação ascendente, haviam acarretado mudanças nas formas de concorrência bancária, provocando uma onda de inovações financeiras. (Belluzzo, 2009, p.274).

Nesse sentido, cabe destacar que a partir dos anos 1970, como argumenta Carvalho *et al* (2000), a inovação financeira, num cenário de elevada volatilidade dos preços, passou a ser a arma competitiva das instituições financeiras bancárias e não bancárias. O aumento da incerteza passou a exigir e estimular práticas de administração de riscos e de redução das posições de longo prazo carregadas em portfólio. Desse modo, com a progressiva integração financeira global, auxiliada pelo impacto das tecnologias de informação e comunicação, num cenário de desregulamentação e liberalização financeira, assistiu-se à emergência de *novos players*, os investidores institucionais, e à transformação dos velhos, como a progressiva universalização dos bancos. Produtos e práticas novas surgiram e se consolidaram, como a securitização e, posteriormente, os mercados de derivativos¹²⁹.

Como argumenta Guttman (1998), com a queda das taxas de juros nos anos 1980, o desempenho do mercado de títulos, juntamente com a emergência de novas instituições financeiras e a crise bancária nos anos 1980, fizeram com que as empresas preferissem lançar títulos de dívida (*commercial papers*) para se financiar. Isto é, a *securitização primária* foi preferível relativamente à tomada de empréstimos bancários, mais custosos. Pressionados, os bancos comerciais passaram a financiar instituições voltadas para o mercado de títulos, securitizaram seus créditos¹³⁰ e, de forma progressiva, foram rompendo com as limitações da regulação (operações *off-balance*). A concentração bancária que se verificou nos anos 1980 e 1990, inclusive com bancos comerciais adquirindo bancos de investimento, mostrou a clara

¹²⁹ “Securitization leads to the creation of financial paper that is eminently suitable for a global financial structure. There is a symbiotic relation between the globalization of the world’s financial structure and the securitization of financial instruments. Globalization requires the conformity of institutions across national lines and in particular the ability of creditors to capture assets that underlie the securities”. (Minsky, 2008c, p.2-3).

¹³⁰ A securitização secundária pode ser vista através da securitização dos ativos bancários, na qual ocorre a transformação da carteira de crédito em obrigações negociáveis no mercado de títulos, num processo em que as receitas dos empréstimos tornam-se colaterais de um pacote negociável, ver Carvalho *et al.* (2000),

tendência à universalização bancária, cujo impedimento formal era o *Glass Stegal Act* – o qual foi revogado em 1999, reconhecendo uma prática de fato já em andamento.

Com relação à *securitização secundária*, não apenas os bancos comerciais se beneficiaram da retirada das operações do balanço. Outros agentes financeiros, como as instituições de poupança, companhias de seguro, financiadoras de cartão de crédito, automóveis, passaram a se envolver nestas operações como forma de se manter competitivos.

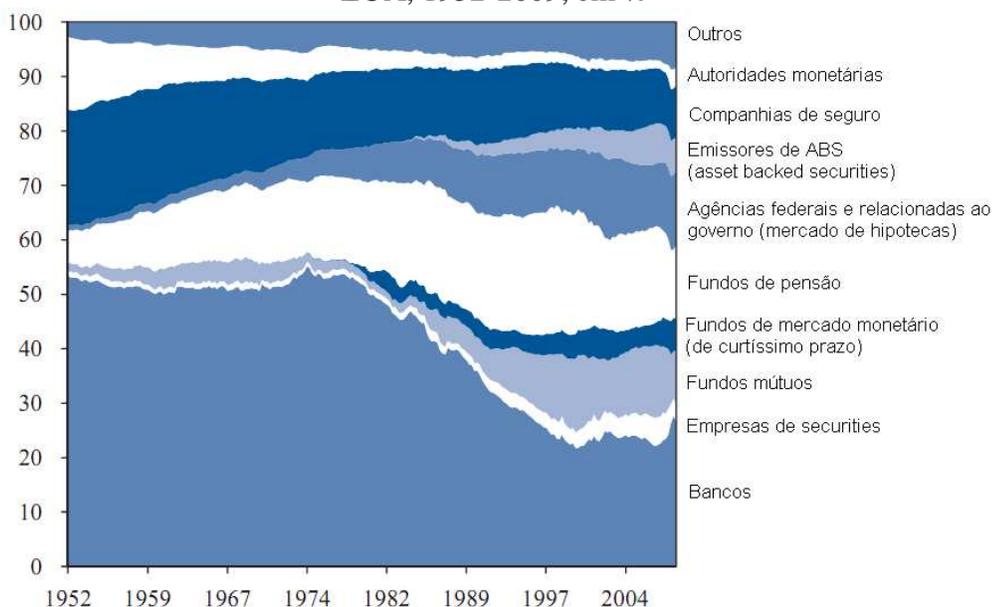
Ao lado do processo de securitização estaria, também, a expansão dos instrumentos derivativos. Por um lado, estes instrumentos financeiros permitiriam decompor e negociar os riscos de um ativo e de um mercado, possibilitando uma melhor administração destes. Desse modo, poderiam dar liquidez aos ativos de referência, cumprindo as mesmas funções do mercado secundário. Por outro lado, permitem um enorme incremento dos riscos assumidos, individual e, sobretudo sistemicamente. Como afirma Carvalho *et al.* (2000), os derivativos teriam se associado de forma simbiótica com as transações nos mercados de capitais, dando liquidez aos títulos de dívida das empresas, sendo que o mesmo não teria ocorrido com os derivativos de crédito, ao menos até o ano 2000¹³¹.

Além destas inovações financeiras, destaca-se a emergência dos investidores institucionais, ao longo dos anos 1980. Isto é, o surgimento de vários agentes financeiros, com diferentes propósitos, cujo traço comum estaria no poder de concentração e centralização de recursos da sociedade para aplicações financeiras, garantindo, assim, a participação em mercados que não estariam disponíveis ao pequeno investidor individual. Dentre os fundos mais importantes estariam os fundos de pensão, os fundos mútuos e de investimento. Estes fundos passaram a ser um destino atrativo para os recursos ociosos das famílias, oferecendo flexibilidade e retorno superiores com relação aos depósitos em instituições de poupança e bancos comerciais. Dessa forma, a inserção financeira das famílias passou a ser ampliada pelo lado dos ativos, neste caso, pelo acesso a ativos financeiros através de participações em fundos. Assim, ainda que indiretamente, vários estratos da população passaram a ter seus recursos próprios expostos às condições e dinâmica dos mercados financeiros. Cabe destacar que as famílias de maior poder

¹³¹ Entre os elementos para que a crise do mercado imobiliário se tornasse uma crise financeira profunda está a expansão dos derivativos de crédito, uma vez que a combinação da securitização destes créditos, mesmo os de pior qualidade, juntamente com a expansão dos contratos derivativos, na esperança de diluir o risco, contaminou os vários mercados financeiros e instituições.

aquisitivo já participavam destes mercados, sendo a novidade, a difusão desse acesso, aspecto que passa a alimentar a própria expansão da esfera financeira.¹³²

Gráfico 4: Participação nos ativos financeiros totais por tipo de instituição, EUA, 1952-2009, em %



Fonte: *Economic Report of the President*, 2009, p.163.

Em relação à complexidade que o sistema financeiro americano assumiu a partir das décadas de 1980 e 1990 (observada no gráfico 4), Chesnais (1998, p.11) argumenta sobre o predomínio das instituições financeiras não-bancárias, ao tratar da *mundialização financeira*. A arquitetura regulatória e prudencial baseada no sistema bancário transitou, no espaço de uma década, para um sistema financeiro desregulado e de “finanças desintermediadas”. Isto é, a perda relativa de participação das instituições depositárias sob controle das autoridades monetárias, sobretudo os bancos¹³³¹³⁴, e a vertiginosa expansão de várias instituições que passaram a captar recursos das famílias.

¹³² Como destaca Aglietta (2004), a recuperação dos mercados acionários na segunda metade dos anos 1980, conta com um importante envolvimento das famílias. A oferta rígida de ativos (ações) passou a se confrontar com a expansão da demanda, entre outros, propiciada pelas reduções das condições para se aplicar e pela busca de proteção dos recursos poupados. Este movimento acabou conduzindo à alta das cotações, bem como a estimular novos movimentos, como a especulação e o endividamento, em face da expectativa de continuidade da valorização dos preços.

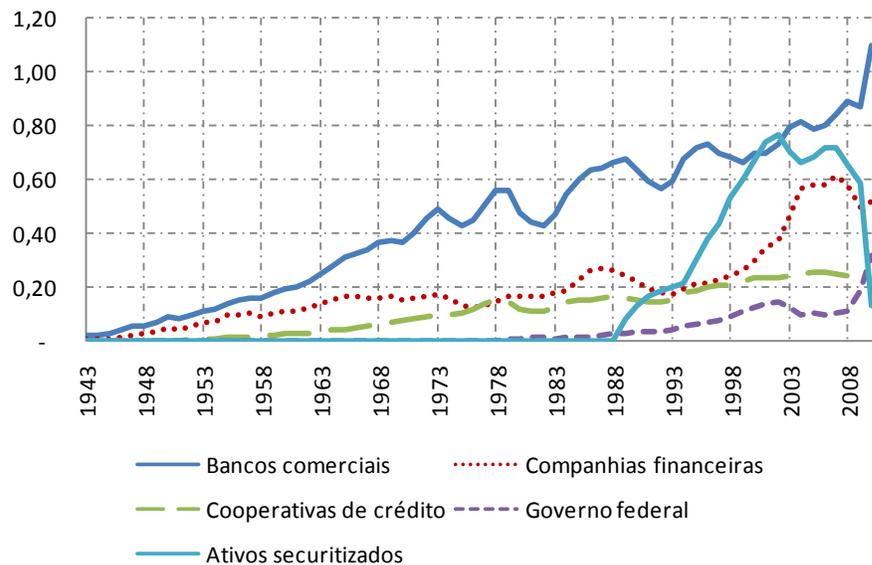
¹³³ Ver gráficos A3, A4 e A5, em anexo, sobre a evolução do número de instituições bancárias e de poupança (filiais e escritórios).

¹³⁴ A menor participação dos bancos, no entanto, também reflete a dinâmica do processo de securitização. Os bancos puderam reduzir seus ativos financeiros através da securitização dos créditos, reduzindo a necessidade de requerimentos das autoridades regulatórias, “perdendo”, assim, participação em ativos, os quais passaram a constar nos demais intermediários financeiros.

3.2.2. Os Credores das Famílias

Tendo em vista estas transformações financeiras, que sem dúvida têm impactos significativos na questão dos portfólios, cabe destacar algumas das características que envolvem o setor que financia as famílias, uma vez que, como foi destacado e será visto a seguir, o endividamento passou a ser um aspecto essencial para entender o impacto das famílias no sistema econômico desde o pós-II guerra.

Gráfico 5: Crédito ao consumidor por emissor, EUA, 1943-2010, em trilhões de dólares de 2010



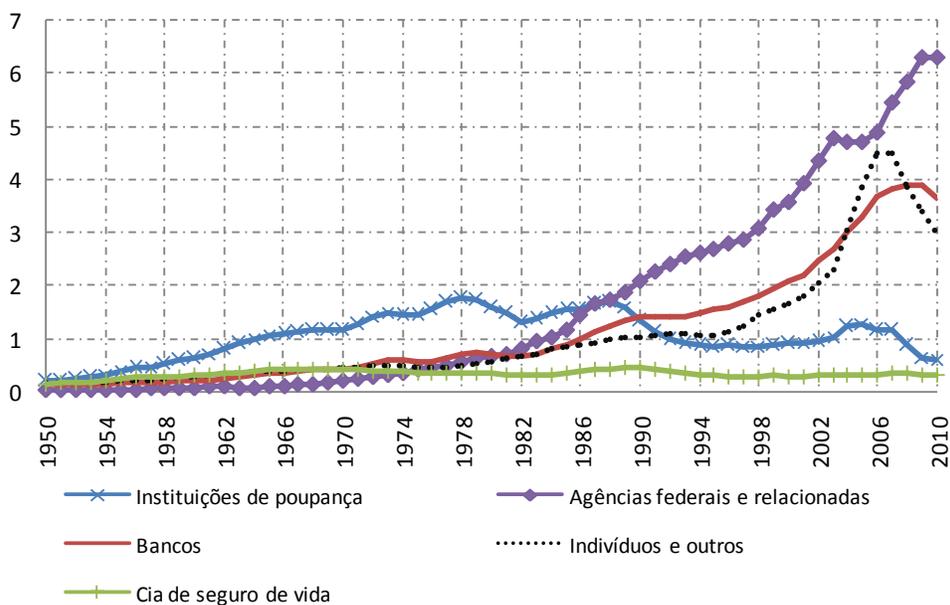
Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Federal Reserve*, disponível em: http://www.federalreserve.gov/releases/g19/hist/cc_hist_mh.html

Com relação ao crédito ao consumidor, no gráfico 5 observa-se que o crédito bancário de curto prazo sempre foi a forma predominante de financiamento dos gastos do consumidor, apresentando tendência de crescimento, ainda que sujeito a variações cíclicas. Contudo, a partir do fim dos anos 1980, novos agentes passaram a ter relevância no mercado de crédito. Embora os bancos não tenham contraído suas operações, sua participação direta caiu relativamente, passando a corresponder a um terço do total, ao longo dos anos 1990 e 2000. A partir de 1997, cresceu a importância das companhias financeiras na concessão de crédito, que

passaram a conceder cerca de 24% do total. Cabe destacar a importância crescente de crédito securitizado ao consumo já ao final dos anos 1980, mas sobretudo a partir de 1994, quando alcançou o volume do crédito bancário. Este crédito é oriundo de várias instituições financeiras, de acordo com o *Federal Reserve*, pois engloba bancos e, principalmente, companhias financeiras.

Com relação ao mercado de crédito imobiliário (gráfico 6 a seguir), verifica-se, a partir da segunda metade dos anos 1980, a intensificação da oferta de hipotecas, sobretudo por agentes não tradicionais neste mercado. Entre estes, os bancos comerciais, agências federais ou relacionadas ao governo, e uma gama de novos agentes financeiros (categoria “indivíduos e outros” no gráfico), como: *mortgage companies*, *real estate investment trusts*, *private mortgage pools*, *noninsured pension funds*, agências de crédito estaduais e municipais, fundos de aposentadoria estaduais e municipais, cooperativas de crédito, companhias financeiras e agências menores associadas ao governo.

Gráfico 6: Hipotecas por emissor, EUA, 1950-2010, em trilhões de dólares de 2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Federal Reserve*, disponível em: <http://www.federalreserve.gov/releases>.

Assim, deve ser destacado o impacto da *securitização* na promoção das operações de empréstimos hipotecários, pois tal processo permitiu aos bancos comerciais explorarem esse mercado, tanto por conta da pressão competitiva enfrentada em suas operações tradicionais,

quanto pelo barateamento dos custos destas operações. Por outro lado, as instituições de poupança, desde os anos 1970, passaram a enfrentar o descasamento de prazos de seus portfólios e a se defrontar com o risco de refinanciamento introduzido pela elevação das taxas de juros. Como destaca Minsky (2008c, p.3), “*The interest rates of the monetarist experiment destroyed the funding capabilities of the thrift ‘industry’ in the United States by undermining the value of mortgages and thus impairing their net worth*”. Além disso, estas instituições passaram a enfrentar a fuga de depósitos para formas mais atrativas de alocação de recursos por parte dos investidores institucionais. Desse modo, estas instituições, progressivamente, foram perdendo espaço no mercado imobiliário, viabilizando suas operações por meio de uma mudança profunda na forma de intermediação, isto é, utilizando-se (e especulando) com crédito securitizado, pelo menos até a *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act* de 1989 (*bailout bill*).

Numa reação à derrocada das instituições de poupança (crise das *saving loans*), o governo passou a formar um amplo mercado secundário para as hipotecas¹³⁵, securitizando estes créditos, sobretudo através da Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae. Com isso, permitiu o funcionamento e ampliação do mercado imobiliário, dando condições para emergência de novos agentes credores, como os bancos comerciais, instituições financeiras, fundos mútuos de investimento imobiliário e demais originadores de hipotecas. Além disso, as medidas de desregulamentação e liberalização financeira têm um importante papel nesta expansão, pois a partir do *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* de 1980 (DIDMCA) foram removidos os limites de taxa de juros que as instituições financeiras sob regulação poderiam cobrar nas operações de empréstimo ao consumo e nas hipotecas. Por sua vez, o *Alternative Mortgage Transactions Parity Act* de 1982 (AMTPA) permitiu novas formas de hipotecas, como as *adjustable rate mortgages* (ARM), *ballon-payment mortgages* e *interest-only mortgages*, rompendo com a institucionalidade das hipotecas tradicionais de 30 anos.

Neste quadro de transformações, a próxima seção se propõe a discutir a evolução do comportamento das famílias, tendo como referência a análise de sua estrutura financeira e de seus rendimentos, ao longo do período 1945-2010. O objetivo é mostrar como as mudanças do ambiente institucional inseriram as famílias num espaço de decisões cada vez mais amplo e complexo, no qual estas participaram ativamente.

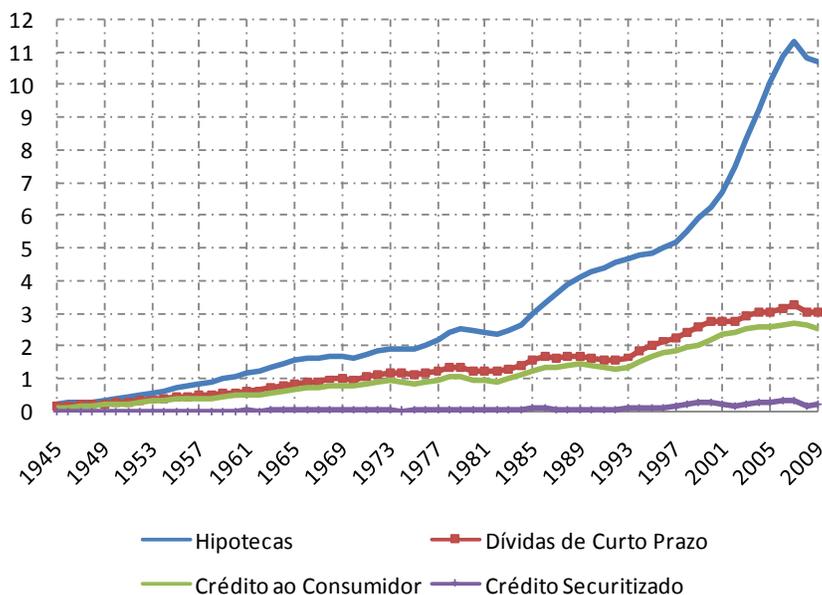
¹³⁵ Inclui *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae), *Federal Housing Administration*, *Public Housing Administration*, *Homeowners Loan Corporation*, *Federal Deposit Insurance Corporation*, agências relacionadas ao governo, como: *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae), *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac); e hipotecas emitidas ou garantidas por estas agências.

3.3. O Papel Macroeconômico das Famílias

3.3.1.O Passivo das Famílias Americanas

Tendo por base as informações setoriais do *Flow of Funds Accounts of the United States*, do *Federal Reserve*, e séries temporais complementares do *Bureau of Economic Analysis*, pode-se afirmar que o crédito passou a desempenhar um papel importante na promoção das decisões de gasto das famílias americanas desde os anos de 1950. Ao reduzir as restrições de ordem orçamentária, o crédito contribuiu para acelerar o crescimento da demanda agregada de bens de consumo, como também viabilizou a expansão da aquisição de ativos, como no caso de imóveis, a partir do crescimento do financiamento imobiliário. Vale dizer, o crédito, em suas várias formas, passou a ser um elemento indissociável da dinâmica econômica, estando entre os fatores capazes de influenciar as decisões das famílias e a performance da atividade econômica.

Gráfico 7: Evolução dos principais itens do passivo das famílias, EUA, 1945-2009, em trilhões de dólares de 2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

No gráfico 7, é possível observar que o *boom* americano das primeiras décadas do pós-guerra veio acompanhado de um vigoroso processo de crescimento das principais modalidades de financiamento às famílias: o crédito ao consumidor (de curto e médio prazo) e o

crédito imobiliário na forma de hipotecas (de longo prazo). Tal processo de endividamento auxiliou na difusão do padrão de produção em massa, como destacado, ao permitir a ampliação acelerada e antecipada do consumo de bens duráveis, como automóveis e eletrodomésticos¹³⁶.

No caso dos imóveis, a estabilidade propiciada pelas reformas dos anos 1930, o estabelecimento dos contratos de longo prazo, o regime de reduzidas taxas de juros, e a segmentação e especialização do mercado financeiro deram condições para a expansão do financiamento da aquisição de ativos de elevado valor, garantindo o acesso das famílias à casa própria. Desse modo, na saída da Segunda Guerra Mundial, entre os fatores envolvidos no *boom* dos anos dourados, pode-se colocar o *boom* do mercado imobiliário nos EUA, amparado fortemente neste crédito de longo prazo, ao lado dos aspectos demográficos, como o processo de urbanização e a formação de uma ampla classe média urbana. O setor imobiliário, além de intensivo em mão-de-obra, possui uma cadeia de setores subsidiários, tal como o automobilístico, de modo que a rápida expansão das aquisições imobiliárias acabam por ter efeitos importantes sobre o emprego e ritmo da atividade econômica em geral, efeitos que não se restringem à órbita financeira (apreciação dos ativos).

De acordo com o gráfico 7, é possível constatar que o endividamento das famílias é um processo estrutural nesta economia. Ao longo do período 1945-2009, com exceção dos períodos de recessão, as famílias não apresentaram qualquer processo consistente de desendividamento para as diferentes modalidades de crédito. Observa-se, num primeiro momento, que o crédito ao consumidor, visto pela ótica do passivo das famílias, sempre apresentou maior volatilidade em relação ao crédito imobiliário, sendo mais sensível nos períodos de baixo desempenho econômico. As dívidas hipotecárias, por sua vez, são as que mais crescem após conjunturas recessivas, como no final dos anos 1970, após a crise início dos 1990, e do estouro da bolha das empresas de tecnologia. Desse modo, as principais distinções, para qualquer tipo de análise temporal pretendida, parecem não se restringir ao fato das famílias endividarem-se ou não, mas residem na magnitude e velocidade com que constituem estas dívidas. Marcadamente, a partir dos anos 1980, as dívidas imobiliárias aceleraram-se em relação à trajetória histórica, o que ocorreu novamente em 1997. O mesmo verifica-se, em menor dimensão, com o crédito ao consumo a partir de 1993.

¹³⁶ Cabe destacar, ao lado do endividamento, o papel crescente dos meios de comunicação, como rádio e televisão, e da propaganda, como estímulo à sociedade de consumo em massa, definindo normas de consumo, criando novas necessidades. Ver Galbraith (1982), Cynamon & Fazzari (2008).

A principal razão para estas diferenças pode estar relacionada à origem dos recursos e ao tipo de instituição que financia cada um dos tipos de gastos das famílias. Pode-se dizer que o crédito ao consumidor esteve, majoritariamente, associado aos bancos comerciais durante a maior parte do período analisado, sendo ainda estas instituições fontes importantes deste tipo de financiamento no período recente (anos 1990 e 2000). Já o crédito imobiliário esteve mais vinculado a instituições de poupança, até os anos 1980. A partir daí, contudo, o aumento do endividamento de longo prazo das famílias aparece associado ao maior peso de organizações governamentais, ou com participação do governo, bem como por conta de novos ofertantes, beneficiados pelas inovações financeiras (securitização), sobretudo na conjuntura dos anos 2000¹³⁷ (tal como se observa no gráfico 6). Desse modo, uma das razões para a maior volatilidade, ou mesmo para a existência de ciclos de crédito, aparece muito mais associada ao crédito ao consumo, de curto prazo, frente a conjunturas recessivas, o que reflete o comportamento pró-cíclico dos credores, mas também das famílias. Esse comportamento, a princípio, não se observa no endividamento de longo prazo, seja por haver um maior “casamento” de prazos das instituições credoras (até os anos 1980), seja pela securitização¹³⁸, que acaba por eliminar as restrições dos credores, ou pela dinâmica dos preços dos ativos financiados, que estimulam o ritmo das aquisições.

Para melhor compreender o papel do crédito na esfera de decisões e gastos das famílias, é importante observar não apenas a evolução das variáveis no tempo, mas também as relações entre as diversas modalidades de dívidas e a renda disponível, de modo a permitir inferências sobre a robustez ou fragilidade financeira das famílias. Como argumentou-se no segundo capítulo, embora as conexões com a renda tenham sido afrouxadas, é inegável o seu papel estrutural em termos de permitir a compatibilização dos *cash flows*. A renda do trabalho ainda constitui-se como o mais significativo *cash flow* de “entrada” para as famílias, sendo que nos momentos de baixo dinamismo da economia, esta é a variável relevante de sustentação da estrutura financeira familiar.¹³⁹

De acordo com o gráfico 8, observa-se quatro etapas do processo de endividamento das famílias americanas: 1945-1965, 1966-1984, 1985-1997, 1998-2007. Do imediato pós-guerra

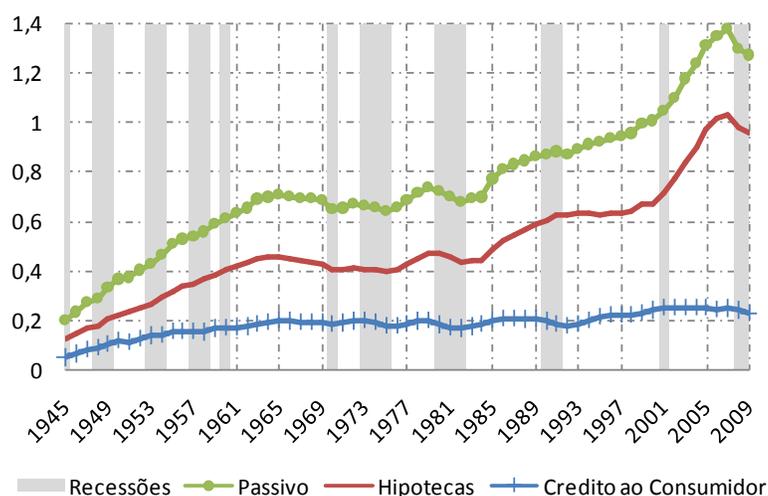
¹³⁷ Ver Cintra & Cagnin (2007).

¹³⁸ Cabe destacar que o crédito de curto prazo (crédito para pessoa física ou para o consumo) acaba sendo securitizado no período mais recente, contudo, a securitização das hipotecas é um processo anterior e mais consolidado.

¹³⁹ Nesses períodos de baixa ou reversão do ciclo econômico, normalmente, observa-se uma maior restrição do crédito e queda dos preços dos ativos.

até 1966, as famílias apresentaram um vigoroso processo de crescimento de passivos, cuja velocidade excedeu ao da renda disponível – em franca expansão pelo crescimento dos salários no período, gráfico 9 – fazendo com que a relação passivos/renda disponível apresentasse inclinação positiva. Entre as razões deste processo estava uma situação financeira robusta por parte das famílias, isto é, um baixo nível “inicial” de endividamento (dívidas em 20% da renda disponível, gráfico 8) acompanhado de um período prévio de acumulação de poupanças, entre 1939-1945, por conta da recuperação da economia americana, da renda e do emprego. Além disso, terminada a guerra, os bancos comerciais voltaram a expandir o crédito, atendendo às famílias¹⁴⁰. O predomínio do mercado de crédito, em muito auxiliado pela segmentação do mercado financeiro americano, permitiu a especialização e difusão de diferentes modalidades de crédito (curto e longo prazo). Assim, observa-se o crescimento do crédito ao consumo, e mais fortemente, em termos de magnitude e taxa de expansão, do crédito imobiliário.

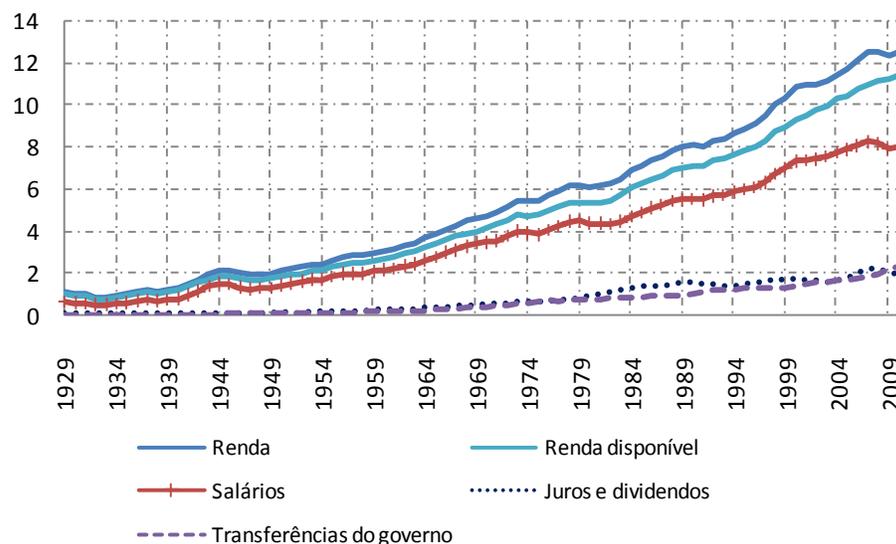
Gráfico 8: Passivo das famílias americanas, 1945-2009, em relação à renda disponível



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do Fed e *Bureau of Economic Analysis*.

¹⁴⁰ A composição dos ativos bancários, para o período 1934-2009, é apresentada no gráfico A6, em anexo.

Gráfico 9: Renda das famílias americanas e seus componentes, 1929-2010, em trilhões de dólares de 2010



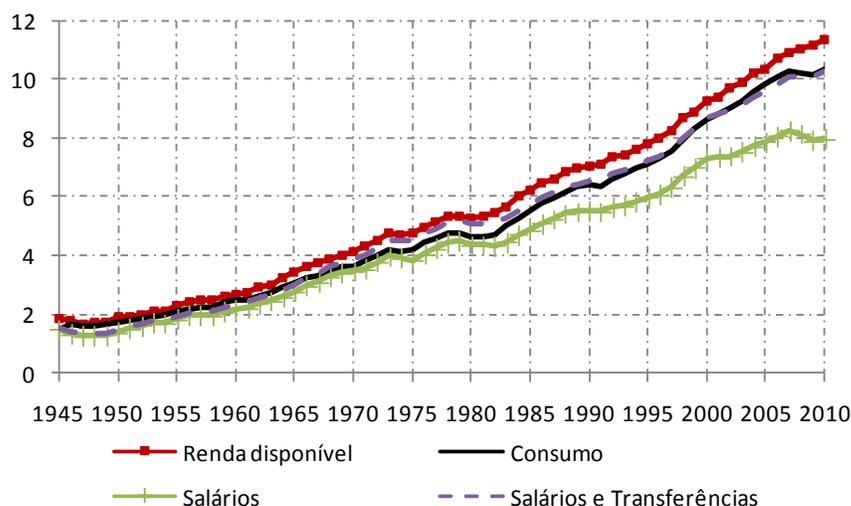
Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve* e *Bureau of Economic Analysis*.

O ritmo de endividamento, no entanto, estabilizou-se em torno de 70% da renda disponível ao longo do período 1965-1985. Conforme observou-se no gráfico 7, apesar de perturbações, o crédito esteve sempre em expansão, de modo que a estabilidade da relação passivo-renda disponível (entre 1965-1985) deve-se ao crescimento mais acelerado da renda, e não a uma retração na expansão do crédito. A renda, de fato, apresentou-se fortemente vinculada aos salários (gráfico 9) até meados dos anos 1970, e a partir daí, mesmo com queda da participação destes, a renda disponível manteve-se em crescimento, por conta de outros fatores, tais como: deduções fiscais, aumento do trabalho autônomo, rendas derivadas da posse de ativos e, principalmente, por conta das transferências do governo.

A partir da segunda metade dos anos 1980, tem-se um segundo processo de endividamento mais intenso: as dívidas em relação à renda disponível voltaram a se acelerar, até 1997, embora em ritmo inferior ao do pós-guerra. Enquanto no período de 1945 a 1965 a relação dívida-renda disponível aumentou 3,5 vezes, no período 1997-2007, ela dobrou, chegando a 140% da renda disponível. Entre as razões para esse processo, Guttman & Plihon (2008, 2010) argumentam que as transformações da própria estrutura produtiva, já nos 1970 e a “guinada liberalizante” na política e na economia, haviam deteriorado as condições de trabalho, pressionando os sindicatos e o rendimento dos trabalhadores, acarretando a compressão salarial na distribuição funcional da renda. Os autores defendem que o endividamento em curso desde os

anos 1980, dessa forma, é um reflexo da perda salarial, numa tentativa de manutenção do padrão de consumo. A este respeito, é inegável a ocorrência do processo de queda da participação dos salários na renda, sobretudo com as reformas do regime de trabalho e sua flexibilização (precarização).

Gráfico 10: Consumo das famílias americanas, renda disponível, salários e transferências do governo, 1945-2010, em trilhões de dólares de 2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

Contudo, como se observa no gráfico 10, o consumo tende a acompanhar a evolução da renda (salários mais transferências do governo), ainda que a conexão entre as variáveis (consumo e salários) passe a ser gradativamente menor, a partir dos anos 1970. Assim, considerando este aspecto juntamente com as informações sobre o crédito, pode-se constatar que o crescimento do consumo não está baseado num processo de endividamento mais intenso a partir do desmonte da *Golden Age*. Isto é, foi observado que a parte majoritária do endividamento das famílias não aparece associado ao crédito para o consumo. O que verifica-se, de fato, é um forte movimento de formação de dívidas de longo prazo para viabilizar aquisições imobiliárias a partir do final dos anos 1980, e não se pode negar a extensão desse endividamento para outros ativos, a partir dos anos 1990 e 2000 – como os ativos financeiros, como argumenta Aglietta (2004) –, o que coloca uma questão sobre o movimento de acumulação patrimonial das famílias. Cabe ressaltar nesse contexto, tal como apontado por Minsky (2008c) e Wray (2009), o papel da securitização do crédito imobiliário, a partir dos anos 1980. Wray (2009, p.4), a esse respeito,

constata: “*Securitization contributed to an apparent democratization of access to credit as homeownership rates rose to record levels over the coming decades*”. Tal afirmação corrobora com o entendimento de que houve uma “guinada” do endividamento de longo prazo, o principal componente das dívidas do setor famílias, a partir dos anos 1980.

De acordo com o gráfico 10, observa-se um ritmo de expansão dos salários mais lento em relação ao consumo, a partir de 1980. Contudo, apesar da expansão vertiginosa do endividamento imobiliário, não se observa “saltos” no endividamento de curto prazo (gráfico 8 e 9) e no consumo. De fato, as elevações mais significativas destas variáveis (consumo e crédito de curto prazo) dão-se justamente com a aceleração do crescimento dos salários, entre 1995-1999, quando a economia americana apresenta um novo período de crescimento, amparado na aceleração dos investimentos das empresas, até o estouro da bolha financeira de 2000-2001. O consumo, neste contexto, parece acompanhar a mesma tendência da renda disponível, e mesmo nos períodos de maior liquidez, anos 1990 e 2000, não parece haver descolamento das duas variáveis. Na verdade, há uma indicação de que o ritmo de endividamento para consumo apresenta um comportamento ajustado ao dos salários, e não divergente, a despeito das inovações financeiras e da “permissividade” advindas da desregulamentação financeira. Esta constatação seria compatível com a de Maki (2000), o qual argumenta que o endividamento para consumo tende a ser estável, sendo que as suas maiores expansões ocorrem nos momentos em que a economia não se encontra em recessão – momento em que os salários mais se expandem –, isto é, o autor defende que não haveria um papel estabilizador do crédito para o consumo¹⁴¹.

Com relação à composição da renda, vale acrescentar que, ao passo que os salários perderam ritmo de crescimento (a partir da década de 1980), as transferências do governo apresentaram maior expansão, desde meados dos anos 1970¹⁴². Deste modo, a evolução conjunta de salários e transferências do governo parece se ajustar à evolução do consumo, sobretudo após 1980. A partir de 1968, as transferências governamentais, na forma de benefícios sociais como assistência às famílias, seguro-desemprego, seguro de saúde, auxílios por invalidez, benefícios aos idosos e veteranos, passaram a ter participação crescente na renda disponível, bem como nos gastos do governo¹⁴³.

¹⁴¹ Ludvigson (1999), por outro lado, argumenta que a desregulamentação financeira estimulou o consumo alavancado por crédito, pois considera que a facilidade de crédito teria eliminado restrições sobre os gastos das famílias.

¹⁴² Sobre a composição da renda, ver o gráfico A7 (período 1934-2010) e tabela A9 (por tipo de família, em 2007), em anexo.

¹⁴³ Destaca-se, por exemplo, o programa *Great Society* de Lyndon Johnson, com iniciativas na área de saúde para pessoas idosas e de baixa renda, e na área educacional para a população em geral.

Assim, consideramos que as abordagens sobre o endividamento das famílias têm dado ênfase ao descompasso entre o crescimento da renda e o maior crescimento do consumo, justificando a acumulação de dívidas a partir do financiamento deste gasto. Os dados, de fato, permitem inferir que a renda tem se modificado, em termos de composição. Contudo, estes dados também evidenciam que, mesmo frente a uma taxa de expansão menor da renda, o endividamento de curto prazo parece ter um papel menor para explicar a evolução dos gastos em consumo, bem como para explicar as decisões de “portfólio” das famílias. Isto posto, não se estaria afirmando que o crédito ao consumo tenha um papel reduzido no contexto pós-1980. Dado que ele rompe limitações sobre os gastos e facilita a tomada de decisões, sobretudo com a difusão de novas modalidades de crédito¹⁴⁴, constitui-se um elemento importante, com impacto sobre os fatores que afetam a propensão a consumir, como visto no primeiro capítulo. Contudo, ele deve ser considerado dentro de uma articulação mais consistente¹⁴⁵, tendo em vista que o aspecto mais relevante das dívidas das famílias americanas não está associado ao consumo corrente, e pouco se relaciona com a dinâmica da renda.

Neste sentido, consideramos que uma análise minskyana pode conduzir a uma explicação mais completa sobre o endividamento e o comportamento das famílias, compatível com os dados da economia americana. Vale dizer, ao se inserir as famílias a partir de uma ótica patrimonial, que é justificada pelo seu endividamento para aquisição de imóveis, uma hipótese que surge é a de que a disponibilidade de crédito de curto prazo, ou para o consumo, permite uma queda “desejada” da poupança. Isto é, uma vez que as famílias podem “exercer” os ganhos de capital derivados da valorização dos imóveis através do crédito de curto prazo, sem precisar vender seus ativos, o consumo – na proporção em que se ampliar – acaba reduzindo a taxa de poupança das famílias, tendo em vista que não houve alteração da renda. Nesta construção – que considera os estoques de ativos, passivos e os fluxos monetários –, o consumo corrente ampliado (ou “*consumo alavancado*”) poderia ser entendido, em grande medida, como um efeito secundário do movimento patrimonial, e não como o aspecto mais importante do comportamento das famílias nos últimos anos, como é possível inferir através dos dados de endividamento e consumo. Neste aspecto, Ludvigson & Sløk (2002) destacam que o efeito riqueza derivado da

¹⁴⁴ Em 1977, o crédito rotativo representava 15% do crédito ao consumidor, em 1995 atingiu seu pico, cerca de 40%. Este aspecto é explorado pelos autores que tratam da alavancagem do consumo como, Cynamon e Fazzari (2008), Rocha (2010), Maki (2000).

¹⁴⁵ O termo “consistente” é no sentido de adequação das variáveis de fluxo e estoque, e em referência a uma abordagem teórica compatível com as informações da economia americana.

valorização dos ativos financeiros e, sobretudo dos imóveis, tem se tornado cada vez mais importante para explicar a expansão do consumo nos países da OCDE, no período 1980-2000.

Esta abordagem, portanto, difere das proposições de Cynamon & Fazzari (2008), Rocha (2010) e Brown (2007), tendo em vista que os autores ressaltam o aspecto do endividamento para o consumo – através de cartões de crédito, prestações, *home equities lines of credit*, crédito estudantil – sem enfatizar a contribuição do crédito de longo prazo e, mais importante, o papel dos ganhos derivados do principal ativo da estrutura patrimonial das famílias, e que justificaria a própria expansão destas outras formas de crédito. Consideramos, assim, que os referidos autores acabam superestimando a importância da renda na determinação do consumo, quando associam a motivação ao maior endividamento a uma perspectiva de maior renda futura, sobretudo se considerada a dinâmica da renda nos últimos anos. O argumento do *consumo alavancado*, ainda que ressalte aspectos importantes sobre as inovações financeiras¹⁴⁶, em especial sobre a o impacto na restrição orçamentária (Ludvigson, 1999), não capta que a verdadeira alavancagem está na questão patrimonial. Uma das razões para que o consumo não tenha se reduzido ao longo da recessão de 2001-2002, quando o crédito ao consumidor se retraiu, foi a continuidade da valorização dos imóveis e de seu efeito riqueza, a despeito do crescimento lento da renda. As famílias mantiveram os seus gastos, seja refinanciando dívidas, seja acessando recursos do “estoque” (acumulados).

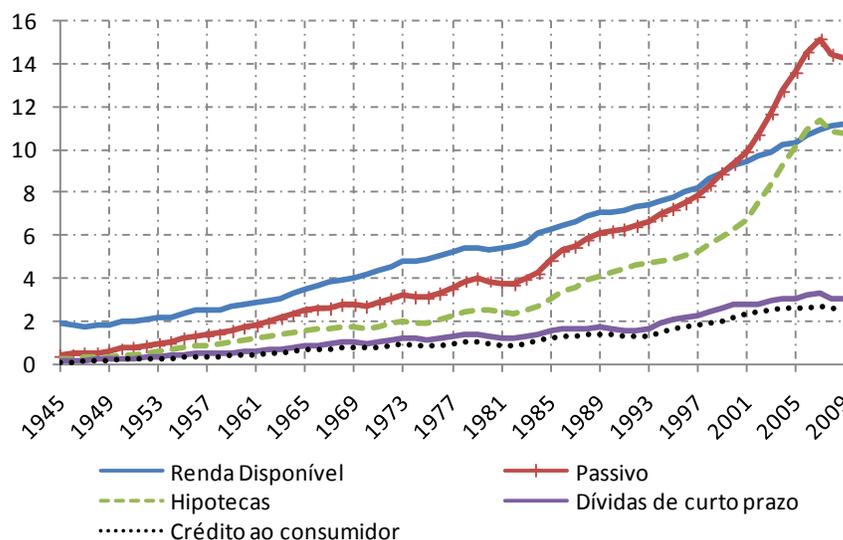
Do mesmo modo, considera-se restrita a argumentação, tal como em Serrano (2008), Guttmann & Plihon (2008), de que as famílias alavancaram o seu consumo, ampliando o seu endividamento, em função da perda salarial experimentada desde os anos 1970. Nesta linha de argumentação, as famílias teriam se endividado para manter o seu padrão de consumo, contornando a perda de renda com o crédito. Neste sentido, o endividamento seria um processo insustentável desde o seu início, uma vez que o aumento da carga financeira dos empréstimos, à medida que as dívidas se ampliam, não encontra respaldo nos fluxos de rendimentos (salários estagnados ou em queda). Segundo esta abordagem, a ampliação (alavancagem) do consumo, no período mais recente, seria explicada por conta do papel internacional do dólar, do acesso a importações baratas, sobretudo ofertadas pelos países asiáticos, e pela oferta de crédito facilitada, ao longo do ciclo de liquidez. Contudo, este processo não seria suficiente para explicar a *crise subprime*, e mesmo a magnitude do endividamento das famílias. Isto é, tal como na abordagem

¹⁴⁶ Cynamon & Fazzari (2008, p.14), por exemplo, destacam o surgimento de linhas de crédito para o consumo derivadas do fato das famílias já financiarem um imóvel, porém, não enfatizam o próprio financiamento imobiliário.

do “consumo alavancado”, também está desconsiderando-se a dimensão dos ativos, que passa a ser essencial tendo em vista o tipo de endividamento em curso desde os anos 1980. Ademais, parece não considerar a modificação da composição da renda, isto é, o efeito das demais formas de renda, como as transferências do governo, de acordo com o gráfico 10.

Deste modo, consideramos que as abordagens que destacam o financiamento do consumo sem considerar a dimensão patrimonial inserida no processo acabam retirando todo o enfoque sobre a dinâmica decisória das famílias, subestimando o seu papel macroeconômico e aspectos relevantes para a própria dinâmica do consumo. As famílias, em geral, estão sendo captadas apenas a partir da função-consumo, privilegiando a dimensão de curto prazo, dos gastos correntes (em bens de consumo) e da restrição (dependência) da renda. Assim, dada a perda de participação dos salários na renda (Guttman & Plihon, 2008), ou o crescimento mais lento desta, ou ainda a expectativa de maior renda futura (Brown, 2007), num ambiente mais financeirizado, o endividamento estaria justificado. Contudo, estes argumentos revelam-se problemáticos ao se considerar a composição do endividamento familiar, tendo em vista que parte substancial das dívidas estão vinculadas ao financiamento de ativos – os imóveis.

Gráfico 11: Evolução dos passivos e da renda disponível das famílias americanas, 1945-2009, em trilhões de dólares de 2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

De acordo com o gráfico 11 é possível constatar que até 1982 havia uma forte relação entre a evolução da renda disponível e a expansão das dívidas de curto e longo prazo. A partir daí, contudo, o crédito imobiliário (hipotecas) tornou-se o elemento mais importante da aceleração do endividamento familiar, justificado, em grande medida, pela valorização dos imóveis, incentivos fiscais dados à própria assunção de dívida hipotecária e à dinâmica da oferta (securitização do crédito e emergência de novos *players*). Como se verifica, as dívidas de curto prazo, em especial para o consumo, só voltam a se expandir em ritmo superior ao da renda disponível, a partir de 1993, já no novo ciclo de expansão da economia americana, quando os salários voltam a se expandir. Neste contexto, o crescimento das dívidas de curto prazo é acompanhado pela intensificação do endividamento imobiliário, pode-se observar que a curva das hipotecas tem um ponto de inflexão, passando de taxas decrescentes de expansão para taxas crescentes a partir de 1998. Verifica-se um novo período de valorização imobiliária a partir de 1995, sendo que o endividamento também encontra respaldo no efeito riqueza, com uma ampla parcela dos *ganhos de capital não realizados* sendo “exercidos” via crédito. Ademais, parte do efeito riqueza pode ter sido exercido via dívida imobiliária, sobretudo pelas vantagens deste tipo de dívida e pelo fato do crédito ao consumo se expandir a taxas quase decrescentes, no período (gráfico 11)¹⁴⁷.

Tendo em vista a abordagem dos portfólios de Minsky, temos que as dívidas, que geram compromissos de pagamentos, são um dos elementos importantes para entender o comportamento dos agentes e seus impactos macroeconômicos, pois estes passivos correspondem a ativos que a *unidade econômica* decidiu adquirir. Assim, ao analisar a estrutura de portfólio das famílias, observa-se que as dívidas são, majoritariamente, utilizadas de forma a financiar a aquisição de ativos¹⁴⁸, em especial, ativos reais (com dívidas hipotecárias). Embora o crédito ao consumidor seja um item relevante para explicar a evolução do consumo desde os anos 1950, no que se refere ao endividamento das famílias, parte substantiva deste está relacionado ao financiamento de imóveis, num processo que se verifica desde a *Golden Age* e que se repete, de forma mais intensificada, a partir da segunda metade da década de 1980 e, especialmente, a partir de 1997. Deste modo, consideramos que este processo pode levar à fragilidade, ou tornar-se insustentável, caso as decisões das famílias passem a ser lastreadas em expectativas (mais

¹⁴⁷ As inovações financeiras – a partir de 1995, mas sobretudo nos anos 2000 – referem-se às linhas especiais de crédito, como *home equity lines of credit* (HELOC), *home equity loans*, bem como refinanciamentos associados à valorização imobiliária.

¹⁴⁸ Aglietta (2004) analisa o maior envolvimento das famílias com ativos reais e financeiros a partir dos anos 1990, destacando, inclusive, o mercado acionário como destino direto ou indireto das aplicações destes agentes.

especulativas) sobre a valorização continuada dos seus ativos, levando a novos arranjos financeiros (novas dívidas), como ocorreu na euforia do ciclo recente. Porém, constatar a existência do processo não significa afirmar que a *crise subprime* estava pré-determinada, ou que seria inevitável, apenas permite apontar que este processo de fragilidade é possível e apresenta causas mais profundas do que apenas a alavancagem do consumo.

Cabe ressaltar que o termo *endividamento do consumidor*, ou das famílias, a princípio, pode induzir a ideia de constituição de dívidas para o consumo corrente. Contudo, os dados do setor famílias parecem indicar que o financiamento de ativos de elevado valor, e cuja natureza excede o curto prazo, é o aspecto responsável pela mudança estrutural no comportamento das famílias e de seu endividamento. Sendo assim, sugere-se que a questão relevante não é a do endividamento das famílias, ou do consumidor, ou ainda do trabalhador, para o consumo tradicional, mas o endividamento destes associado a um forte processo de constituição de patrimônio, observado de forma direta no caso dos imóveis, mas que pode envolver ativos financeiros. Desta forma, ao inserir as famílias a partir da dimensão de seus estoques, é possível enquadrar o próprio “consumo alavancado” dentro de uma construção mais completa, amparada na realidade dos dados e consistente do ponto de vista dos fluxos e estoques. Assim, a fragilidade financeira das famílias e a vulnerabilidade da economia americana não estariam no fato do consumo crescer à frente da renda, mas no fato de que as famílias tomam decisões mais complexas – sobre o futuro, com expectativas de longo prazo, sujeitas à incerteza e à frustração – que implicam estruturas financeiras “expostas” ao mercado, tanto pelo lado ativos, quanto pelo passivos.

Segundo dados mais desagregados do *Federal Reserve*, a partir da pesquisa *Changes in U.S. Family Finances from 2004 to 2007*, a formação de dívidas de curto e longo prazo aparece como um processo generalizado e verificado em todos os estratos de renda e patrimônio.

Tabela 1: Dívidas das famílias americanas, por tipo de família e dívida, 2007, em % e em mil dólares de 2007 (% das famílias em cada estrato)

estratos		Imóvel primário		Outra propriedade		Crédito a prestações		Cartão de crédito		Qualquer dívida	
		%	valor mediano	%	valor mediano	%	valor mediano	%	valor mediano	%	valor mediano
percentil da renda	menos de 20	14,9	40,0	1,1	70,0	27,8	6,5	25,7	1,0	51,7	9,0
	20-39,9	29,5	51,0	1,9	42,0	42,3	9,8	39,4	1,8	70,2	18,0
	40-59,9	50,5	88,7	2,6	68,9	54,0	12,8	54,9	2,4	83,8	54,5
	60-79,9	69,7	115,0	6,8	83,0	59,2	16,3	62,1	4,0	90,9	111,3
	80-89,9	80,8	164,0	8,5	125,0	57,4	17,3	55,8	5,5	89,6	182,2
	90-100	76,4	201,0	21,9	147,5	45,0	18,3	40,6	7,5	87,6	235,0
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	11,0	107,0	-	-	54,2	11,4	41,0	1,5	68,9	11,9
	25-49,9	56,1	85,0	3,2	74,0	52,1	13,0	52,9	2,8	82,4	64,2
	50-74,9	64,3	104,0	4,8	72,0	46,1	14,0	51,7	3,5	80,3	97,5
	75-89,9	63,9	130,0	8,5	94,0	39,8	12,0	44,1	4,0	76,9	127,0
	90-100	62,1	180,0	21,8	160,0	28,2	17,1	30,3	4,5	75,9	203,0
todas as famílias		48,7	107,0	5,5	100,0	46,9	13,0	46,1	3,0	77,0	67,3

Fonte: Elaboração própria com base em dados Fed - *Changes in US Family Finances from 2004-2007*.

Observa-se, na tabela 1, que o endividamento, de forma geral, torna-se mais intenso à medida que se avança para estratos de melhor perfil de renda e patrimônio¹⁴⁹, isto é, o número de famílias que detém dívidas se amplia, bem como a magnitude das dívidas, para famílias de estratos de maior renda ou riqueza. É possível constatar, nos dados da tabela, que as modalidades de crédito de mais curto prazo e que estariam mais associadas ao consumo corrente – como crédito a prestações (estudantil, financiamento de automóveis, outros) e as dívidas com o cartão de crédito – não se concentram nos estratos menos abastados da população, ou mais dependentes da renda. Pelo contrário, o endividamento, mesmo o de curto prazo, é um processo difundido e que se amplia à medida que se transita para estratos de a renda e riqueza superiores (ver gráficos A8, A9 e A10, em anexo). Ou seja, mais famílias de cada estrato passam a assumir dívidas, de todas as modalidades, à medida que a renda aumenta.

Pode-se afirmar, com relação ao primeiro e segundo estratos, que a proporção de famílias que se endivida, em qualquer modalidade, é menor ao ser comparada com os demais estratos. Além de menos frequentes, as dívidas são de menores magnitudes, ainda que se

¹⁴⁹ Os gráficos A8 ao A10, em anexo, apresentam a proporção de famílias endividadas, segundo estratos da distribuição de renda e por modalidades de dívidas, para o período 1989-2007. Já os gráficos A11 ao A16 destacam as principais dívidas em cada estrato.

verifique, nos últimos anos, o aumento do número de famílias financiando imóveis, bem como dos valores financiados (ver gráficos A11 e A12 em anexo).

As dívidas imobiliárias representam a maior parcela do passivo das famílias, como se verificou nos dados agregados do *Flow of Funds Accounts*. Além disso, de acordo com a tabela 1, essa forma de endividamento, que envolve motivações patrimoniais, está presente em todos os estratos, englobando mais famílias a medida que a renda e o patrimônio se ampliam. Pode-se argumentar que há distinções em termos dos bens adquiridos e dos valores envolvidos, porém, há evidências de que o processo de endividamento não se resume aos menos favorecidos (ou ao “trabalhador”) por conta da facilidade de crédito, assim como a aquisição de ativos reais não é exclusividade dos mais abastados. Com exceção dos 10% mais ricos, em termos de renda, constata-se que ambas as modalidades de dívidas (de curto e longo prazo) estão presentes em todos os estratos, num processo que engloba cada vez maior número de famílias ao se passar para estratos que percebem as maiores parcelas da renda¹⁵⁰. Desse modo, a explicação para o endividamento americano, enquanto reação à estagnação da renda ou piora da distribuição desta para manter o nível de consumo, encontra problemas mesmo quando se utiliza um maior nível de desagregação dos dados, pois não considera as famílias adequadamente no âmbito dos estoques (ativos e passivos).

Neste sentido, os dados da tabela 1 permitem questionar afirmações como as de Brown (2007) e Serrano (2008) de que *as famílias de menor renda seriam as mais endividadas*. Segundo Brown (2007), [...]“*the incidence of deficit spending is much higher for families in the bottom half of the income distribution*”[..], de modo que as famílias da primeira metade da distribuição de renda seriam as mais endividadas, uma vez que apresentariam as maiores relações dívida-renda. Contudo, os dados da tabela 1 e os gráficos A8 - A16 (em anexo) mostram que o endividamento é um processo generalizado e que se agrava com a ampliação da renda; no qual o componente imobiliário passa a ser o principal componente das dívidas. Dessa forma, as famílias menos abastadas não seriam as mais endividadas, embora não se exclua o fato de que estas podem ser financeiramente mais vulneráveis.

Com relação ao indicador dívida-renda, uma maior relação não significa que o endividamento é mais frequente, ou mais difundido, nos primeiros estratos. A relação de uma variável de estoque com uma de fluxo apenas é capaz de indicar, neste caso, que o volume de

¹⁵⁰ A assimetria mais evidente entre as famílias estaria no endividamento para aquisição de uma segunda propriedade, segundo os dados, este parece ser uma característica dos estratos de elevada renda, sobretudo, os 10% mais ricos em renda.

dívidas das famílias de um estrato corresponde a um múltiplo ou fração da renda do estrato, assim como seria ao se comparar o valor dos ativos da família a sua renda. Consideramos, assim, que a relação entre dívidas e renda não seria um indicador adequado para avaliar o endividamento entre os estratos, e mesmo para inferir sobre a fragilidade financeira das famílias, tendo em vista que a renda das famílias se contrapõe às obrigações financeiras das dívidas e não às dívidas em si. Ademais, quando parte majoritária das dívidas está associada à aquisição de um ativo (os imóveis – estoque) e não ao financiamento do consumo corrente (fluxo), a relação com a renda pouco tem a informar.

Assim, com o objetivo de avaliar o endividamento e a fragilidade financeira das famílias, destaca-se a necessidade de relacionar os passivos aos ativos, no âmbito dos estoques, e os compromissos financeiros à renda, no âmbito dos fluxos¹⁵¹. Nas tabelas 2 e 3, a seguir, são apresentadas a *leverage ratio* e a *debt service ratio*. A primeira relação sendo definida como a relação entre passivos e ativos, e a segunda a relação entre os encargos financeiros e a renda das famílias em cada estrato.

Tabela 2: *Leverage ratio* das famílias, por tipo de família, EUA, 1989-2007, em %

Estratos		<i>Leverage ratio</i> do grupo (Passivos/Ativos)						
		1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
percentil da renda	menos de 20	9,1	13,1	12,1	12,7	13,5	15,1	13,5
	20–39.9	10,2	13,5	14,4	14,4	14,5	19,4	18,5
	40–59.9	14,5	17,3	19,5	20,6	19,2	23,2	24,3
	60–79.9	19,9	20,9	22,2	23,0	18,0	21,6	25,3
	80–89.9	17,7	19,4	20,9	20,0	18,1	22,7	23,3
	90–100	8,4	10,6	9,5	8,9	7,4	9,1	8,3
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	109,9	107,1	101,3	112,2	99,7	107,4	108,4
	25–49.9	43,6	48,5	50,8	51,0	47,9	54,1	56,4
	50–74.9	25,5	27,7	29,7	27,1	26,2	33,3	31,7
	75–89.9	14,6	15,5	14,6	16,1	14,4	16,2	17,5
	90–100	4,9	6,5	5,6	5,9	4,8	6,4	6,1
Todas as famílias		12,2	14,5	14,6	14,2	12,0	15,0	14,8

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances, 1989-2007*.

De acordo com a tabela 2, de modo geral, observamos que as dívidas têm se elevado mais rapidamente que os ativos ao longo do período, sobretudo ao se considerar os períodos de recuperação e expansão da economia americana. Tem-se que o *leverage ratio* é mais elevado para

¹⁵¹ Esta é a forma como Minsky apresenta a transição de posturas financeiras dos agentes em direção a arranjos mais frágeis. Maki (2000), no mesmo sentido, chama a atenção para o conceito de *household debt service burden*, ou seja, o peso dos encargos financeiros das dívidas das famílias sobre a sua renda, e não a magnitude das dívidas sobre esta.

as famílias de estratos de maior renda, exceção feita ao último estrato, sendo factível com a percepção do endividamento da tabela 1. Observa-se que a relação é menor para as famílias dos primeiros estratos, refletindo a sua menor inserção financeira (de dívidas e ativos), uma vez que as dívidas tendem a ser de valores menos significativos, a não ser quando financiam um imóvel. Para o último estrato, os ativos, majoritariamente financeiros, são de elevada magnitude, mesmo frente ao volume de dívida, de modo o *leverage ratio* é relativamente baixo. Para as demais famílias (estratos intermediários), consideramos que as relações são um indicativo do processo de acumulação de dívidas frente à valorização dos ativos, em que os ganhos de capital não realizados seriam exercidos via crédito, ampliando o volume de dívidas, tendo em vista a menor inserção via ativos financeiros, e a aceleração do *leverage ratio* nas últimas décadas.

Segundo Wolff (2010), as famílias 1% mais ricas, em termos de patrimônio, detinham 34,6% da riqueza em 2007, os 19% seguintes outros 50,5% desta, totalizando 85% da riqueza nos 20% mais ricos. Dessa forma, temos que o *leverage ratio* para estratos da distribuição de patrimônio acaba agregando famílias de diferentes níveis de renda. No primeiro estrato da base, o peso das famílias com patrimônios líquidos negativos ou nulos supera o das famílias com patrimônios positivos, desse modo, as dívidas praticamente equivalem à totalidade dos ativos do estrato. Para os demais estratos, verifica-se que, por conta dos patrimônios líquidos serem crescentemente positivos, o *leverage ratio* tende a ser mais reduzido, sobretudo em relação aos estratos mais ricos, os que detém a maior parte da riqueza e dos ativos financeiros.

Tal como o *leverage ratio*, a *debt ratio*, por estratos, ainda é um indicador bastante agregado, uma vez que apresenta a situação média de cada estrato, permitindo apenas a comparação da situação média entre os estratos, mas não auxília no entendimento do que ocorre no interior dos mesmos. Pode-se supor, assim, que em cada estrato há diferenças, com famílias com situações financeiras mais frágeis do que outras, em especial no caso das famílias menos abastadas. Os dados apresentados na Tabela 3, de certa forma, ajudam a minimizar estas deficiências, pois, além da *debt ratio*, apresentam a proporção de famílias com dívidas cujos encargos financeiros superam 40% da renda, fornecendo uma medida que permite inferir mais adequadamente sobre a situação financeira das famílias em cada estrato da distribuição.

Tabela 3: *Debt ratio* das famílias, por tipo de família, EUA, 1989-2007, em %

Estratos		<i>Debt ratio</i> do grupo (Pagamentos/renda)							Famílias devedoras com <i>debt ratio</i> superior a 40%						
		1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
percentil da renda	menos de 20	14,1	16,4	19,1	18,8	16,1	18,2	17,6	24,6	27,1	27,4	29,8	29,3	26,8	26,9
	20–39.9	13,0	15,8	17,0	16,6	15,8	16,6	17,2	14,5	16,0	18,0	18,3	16,6	18,5	19,5
	40–59.9	16,3	16,1	15,6	18,7	17,1	19,4	19,8	11,0	10,8	9,9	15,9	12,3	13,7	14,5
	60–79.9	16,9	16,7	17,9	19,1	16,8	18,5	21,7	5,8	8,2	7,7	9,8	6,5	7,1	12,7
	80–89.9	15,7	15,5	16,6	16,8	17,0	17,3	19,7	3,4	3,5	4,7	3,5	3,5	2,4	8,1
	90–100	8,7	11,3	9,5	10,3	8,1	9,3	8,4	1,9	2,4	2,3	2,8	2,0	1,8	3,8
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	12,0	11,6	13,4	15,0	13,3	13,0	15,0	8,1	10,2	10,1	13,1	11,6	10,6	10,5
	25–49.9	16,4	17,6	18,6	20,1	18,1	19,5	22,4	11,9	13,0	12,9	15,9	14,2	15,8	19,2
	50–74.9	18,0	18,1	18,0	18,3	16,7	20,6	20,3	11,1	12,3	12,7	13,0	11,2	12,8	15,9
	75–89.9	14,6	14,3	13,9	14,8	15,4	15,1	17,0	9,3	10,2	9,9	12,3	10,6	9,6	13,0
	90–100	7,2	10,6	9,0	10,2	7,4	8,6	8,0	7,0	9,6	11,5	12,2	8,5	7,6	11,0
Todas as famílias		12,8	14,3	14,1	14,9	12,9	14,4	14,5	10,0	11,4	11,7	13,6	11,8	12,2	14,7

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S. Family Finances, 1989-2007*.

Nota-se que para os primeiros estratos da distribuição de renda, as famílias com encargos relativamente mais elevados são mais frequentes, como destacamos, por conta da magnitude e dinâmica da renda. Além disso, apesar de um número menor de famílias se endividar nestes estratos, as dívidas de curto prazo são mais comuns e, embora tenham valores menores, são as que apresentam maiores encargos, sobretudo para famílias com histórico de crédito ruim, ou mesmo sem este histórico. Porém, percebe-se que esta situação é relativamente estável ao longo do período 1989-2007. Considerando os demais estratos, em que o componente imobiliário é cada vez mais relevante, observa-se que em momentos de crise, como em 2001, o *debt ratio* se reduziu. Em 2007, no entanto, a fração da renda requerida para saldar compromissos financeiros foi a mais elevada da série histórica para todos os estratos. Deste modo, pode-se reafirmar que a fragilidade financeira é mais intensa, e provável, para as famílias com menor renda, porém, a fragilidade macroeconômica se dá quando esse movimento se torna generalizado, o que ocorre a partir de 2001 até 2007, sobretudo para as famílias do segundo estrato em diante.

Assim, enquanto o crédito possa ser visto como um determinante importante para o consumo, – e os dados nos revelam que esse processo, condicionado pela institucionalidade do tempo histórico, é de longa data –, a visão do crédito apenas como amplificador do consumo continua a manter as famílias num universo estático e conhecido, no sentido de que a referência para seus gastos passa a ser um múltiplo da renda, ao invés de uma fração desta, levando a explicação teórica por uma linha que desconsidera elementos centrais do comportamento das famílias. Porém, atentos à discussão teórica da abordagem minskyana e aos dados da economia

americana, quando inserimos o crédito, em suas várias formas, enquanto um dos elementos necessários para a realização de operações de portfólio (aquisições de ativos e bens de elevado valor), colocamos as famílias no universo de incerteza da economia monetária. É possível captar, assim, como o efeito riqueza, sobretudo dos ativos reais, permite a tomada de decisões das famílias (a despeito da renda) que, de outra forma, seriam vistas como insustentáveis ou irracionais¹⁵², mesmo que se considere as facilidades e excessos de um sistema financeiro desregulado.

Esta abordagem insere as famílias como tomadoras de decisões, cuja natureza é distinta do que parece ser descrito por um exercício de *escolha intertemporal ampliada por crédito de curto prazo*¹⁵³, ou por um suposto comportamento negligente estimulado pelo excesso de oferta de crédito. Isto não significa que estes comportamentos não ocorram em alguma medida, mas frente a um sistema complexo – como o econômico – estes aspectos parecem ser insuficientes para explicar a dinâmica macroeconômica, sendo irreal a sua consideração para a maior parte das famílias, sobretudo frente aos dados da economia americana.

3.3.2. Ativos e Passivos Imobiliários

Com relação ao crédito imobiliário, as famílias americanas passaram a se endividar de forma significativa a partir de 1985 e, novamente, a partir de 2001, a despeito da evolução da renda disponível e das mudanças de sua composição. Enquanto a expansão do crédito ao consumo parece encontrar contrapartidas na evolução da renda disponível, o movimento de crédito imobiliário envolve a dimensão adicional da acumulação patrimonial. A aquisição de ativos de elevado valor, e que contam com importante componente financiado, a princípio, não apresenta as mesmas implicações financeiras das operações de curto prazo, uma vez que a referência destas dívidas, em última instância, passa a ser o próprio valor do ativo controlado. Isto é, o valor do ativo associado à expectativa de sua valorização são elementos essenciais para se entender o processo de endividamento das famílias nas últimas décadas.

¹⁵² Considerar que os preços dos ativos controlados irão se valorizar indefinidamente é uma aposta insustentável. Porém, ampliar seu endividamento porque sua riqueza financeira (ou real) aumentou, no máximo, é uma decisão especulativa.

¹⁵³ Brown (2007, p. 447), ao argumentar sobre o endividamento das famílias americanas, afirma: “...*consumer finance effectively shifts spending from the future to the present*”. Acreditamos que este tipo de interpretação ocorre quando não se considera as famílias como tomadoras de decisão no âmbito dos estoques, ou seja, perde-se elementos explicativos, que implicam menor consistência para explicar as interações de fluxos, como o crédito de curto prazo e os gastos em consumo.

Analisando o movimento das famílias americanas a partir da aquisição imobiliária, pode-se constatar ao menos quatro elementos de estímulo de maior relevo: (i) a estrutura do mercado de crédito imobiliário, (ii) a dinâmica fiscal, (iii) o movimento das taxas de juros, e (iv) a expectativa de ganhos de capital com esses ativos.

No contexto de queda das taxas de juros em 1981, acompanhada pela queda da inflação e pela recessão do começo da década, o mercado imobiliário começou a se recuperar de forma mais clara em 1982. Parte importante desta recuperação se assentou nas transformações deste mercado, tendo em vista a mudança da composição das principais instituições participantes, as medidas de desregulamentação e liberalização financeiras, bem como a difusão das inovações financeiras¹⁵⁴, tendo nas agências do governo um amplo mercado secundário para as hipotecas, promovendo a securitização e negociação deste crédito (como visto na seção 3.2.2).

No âmbito fiscal, pode-se destacar fatores de estímulo propiciados pelo *Tax Reform Act*, de 1986, e *Taxpayer Relief Act*, de 1997. O primeiro “*Act*” concedeu importantes reduções de impostos sobre ganhos de capital e criou uma série de incentivos para a aquisição de casas próprias, através da ampliação das deduções de impostos para as famílias que decidissem comprar um imóvel contraindo hipoteca (*Home Mortgage Interest Deductions*), ou para as famílias de menor renda que decidissem alugar uma casa (*Low-Income Housing Tax Credit*). Além disso, este ato concedeu uma série de incentivos fiscais para a operação de empresas financeiras e fundos de investimento associados ao mercado imobiliário¹⁵⁵. O segundo *Act*, no governo Clinton, realizou novos cortes de impostos sobre os ganhos de capital (de 28 para 20%) e eliminou os impostos sobre o lucro da venda de imóveis de famílias e indivíduos, dependendo da faixa de valor das casas (limites que foram sucessivamente ampliados). Desse modo, o movimento das aquisições imobiliárias, primeiro em 1980 e novamente, em 1997, passa a contar com estímulos que vão além da dinâmica concorrencial das instituições pelo lado credor, ou da facilidade do acesso ao crédito pelas famílias. Há, de fato, um conjunto de aspectos que permitem tratar as famílias como agentes motivados pela lógica da acumulação, como transparece na lógica patrimonial expressa por suas estruturas financeiras.

¹⁵⁴ As inovações financeiras dão condições para a rápida alavancagem das famílias, reduzem os custos e permitem empréstimos de maior magnitude.

¹⁵⁵ Segundo a *Securities and Exchange Commission*, as deduções e isenções abarcavam *Real Estate Mortgage Investment Conduict (REMIC)*, fundos mútuos como *Real Estate Investment Trust (REIT)*.

Como afirma Tavares, em referência aos representantes do governo americano:

[...] reduziram a carga tributária sobre a classe média e praticamente eliminaram a incidência de impostos sobre os juros pagos aos bancos para compras de consumo durável. Propiciaram também depreciações aceleradas dos ativos e refinanciamento dos passivos de certas firmas. Nestas circunstâncias, o endividamento das famílias passa a ser um excelente negócio, porque parte da carga financeira da dívida é descontada no imposto de renda. Assim, tomou-se crédito de curto prazo em larga escala para dar suporte à compra de casas e bens duráveis de consumo. (Tavares, 1997, p.38).

Com relação ao exposto acima, cabe destacar o crédito de longo prazo, em nosso entendimento, como o aspecto relevante do crescente endividamento familiar. Segundo dados do *Federal Reserve*, é esta modalidade de dívida que apresentou a maior expansão nas últimas décadas. O “excelente negócio” estaria nas hipotecas, já que são elas que contam com as deduções fiscais mais importantes, sendo este um dos estímulos para contratar dívidas superiores à real necessidade de aquisição dos imóveis¹⁵⁶.

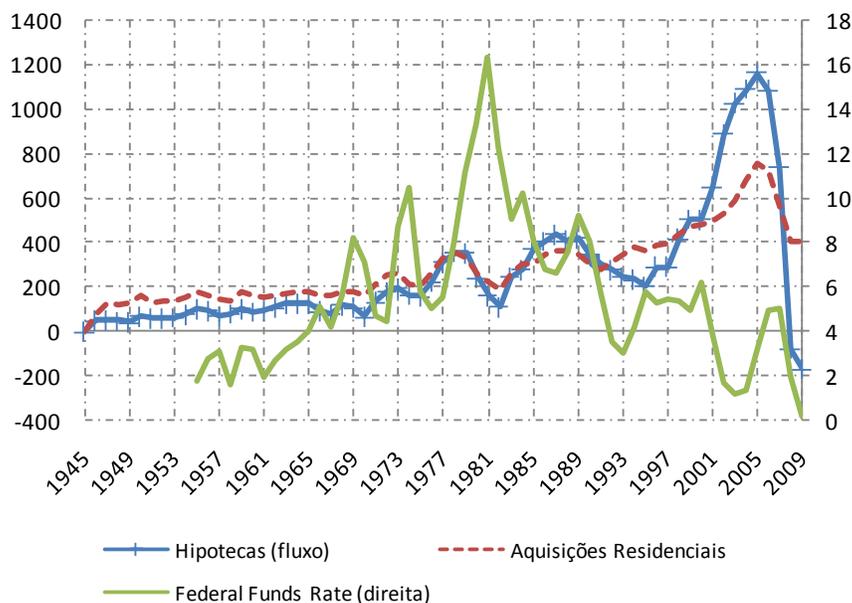
Em relação às taxas de juros, os principais impulsos às aquisições imobiliárias e ao endividamento aparecem após períodos de baixo dinamismo econômico, quando as reformas fiscais e a política monetária assumem carácter anticíclico¹⁵⁷. No gráfico 12, abaixo, são apresentadas as variações líquidas das dívidas hipotecárias e das aquisições residenciais, além do movimento da *Federal Funds Rate*¹⁵⁸, taxa que baliza o comportamento das demais taxas de juros, inclusive da estrutura de juros das hipotecas.

¹⁵⁶ Segundo Greenspan & Kennedy (2007), com a valorização dos imóveis, as famílias aumentaram suas dívidas hipotecárias para pagar outros tipos de dívidas. Papadimitriou *et al.*(2005) destaca a atratividade do endividamento imobiliário como forma alternativa de financiamento frente outras modalidades de crédito.

¹⁵⁷ Em geral, os períodos de recuperação da economia (americana) são acompanhados pela expansão do mercado imobiliário e da atividade de construção civil. A “recuperação” atual da economia americana, que não se consolida, tem entre as suas causas o fato deste ser o setor desencadeador da crise e o fato das famílias já estarem sobreendividadas, tornando, em parte, inócuas as medidas de expansão monetária.

¹⁵⁸ Dados disponíveis a partir de 1955.

Gráfico 12: Variação das aquisições residenciais e das dívidas hipotecárias das famílias americanas e trajetória da *Federal Funds Rate*, 1945-2009, em bilhões de dólares de 2010 e em %



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

Ao final do anos 1960, com a aceleração da inflação, é possível constatar um movimento mais acentuado de aquisição residencial. Na verdade, o que se verificou, até a segunda metade dos anos 1980, foi a redução significativa do peso dos ativos financeiros nos portfólios das famílias, em especial no que se refere a ações, depósitos e aplicações de poupança¹⁵⁹. Os imóveis passaram a ser um destino atrativo de proteção da riqueza contra o enfraquecimento da moeda, ainda mais quando estes ativos passaram a experimentar apreciação, estimulando não só a inversão de recursos próprios, mas o endividamento baseado em expectativas favoráveis sobre a continuidade do processo de valorização. Segundo Aglietta (2004), a característica rígida da oferta destes ativos acabou por contribuir para o aumento expressivo de seus preços, auxiliado pela demanda adicional advinda do maior endividamento e por aspectos demográficos, como o envelhecimento da população¹⁶⁰.

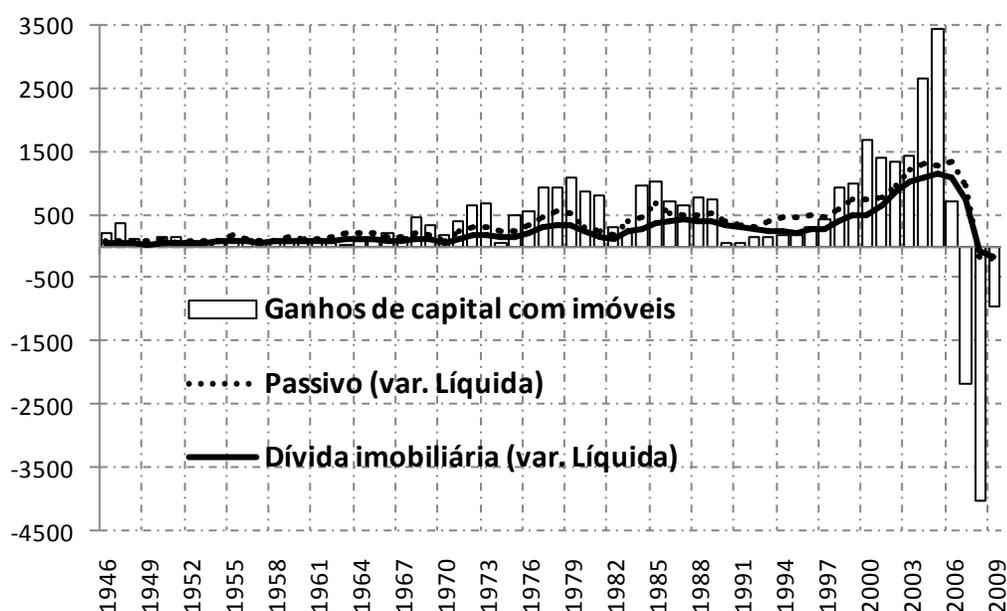
¹⁵⁹ Os ativos financeiros representavam cerca de 70% dos ativos totais das famílias em 1965, e entre 1974 e 1989 a participação caiu para 60%. Os imóveis passaram a ter participação crescente nos portfólios, de modo que a acumulação de ativos financeiros, a partir dos anos 1990, não se deu às custas da redução de ativos não-financeiros, pois ambos estavam em crescimento, diferentemente dos períodos anteriores. Dados do *Federal Reserve - Flow of Funds*.

¹⁶⁰ Segundo dados do *U.S. Census Bureau*, a aquisição de imóveis é maior à medida que a idade do chefe de família se amplia. Ademais, famílias formadas por casais são as que mais se endividam e adquirem imóveis, sobretudo as famílias como filhos.

Observando este primeiro período (1969-1980), o ritmo das aquisições de imóveis e do endividamento hipotecário apenas declinou quando dos choques de taxas de juros, sobretudo o de 1979. Embora a inflação e a elevação de taxa de juros tenham um impacto duplamente negativo sobre os preços dos ativos (ações e títulos), a taxa de juros representa um maior ônus para a formação de dívidas e risco adicional para dívidas com taxas ajustáveis (praticadas a partir dos anos 1980), ainda mais quando a economia se encontra em recessão, e o emprego em risco.

Por sua vez, os momentos de maior acumulação de dívidas são acompanhados de expressivos ganhos de capital derivados da valorização dos imóveis, como se verifica no gráfico a seguir:

Gráfico 13: Ganhos de capital derivados da posse de ativos residenciais pelas famílias, EUA, 1946-2010, em bilhões de dólares de 2010



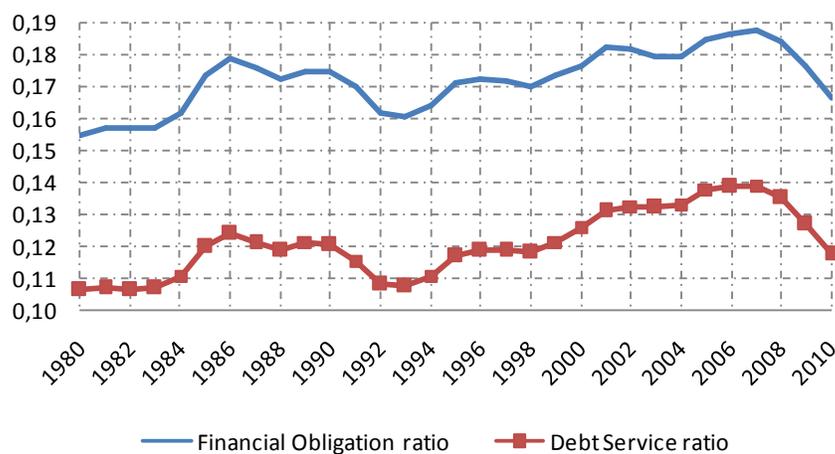
Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

Pode-se dizer que a aquisição imobiliária passou a ser uma importante forma de acumulação (e de alteração) da riqueza das famílias. De acordo com o gráfico 13, é possível verificar dois períodos de expressivos ganhos de capital derivados da posse destes ativos por parte das famílias; de 1967 a 1989, e de 1995 a 2007. Esses ciclos de valorização coincidem com os períodos de aceleração do endividamento global das famílias, como visto nas seções anteriores, com destaque para o período mais recente (1997 a 2006). Na verdade, poder-se-ia

dizer que o endividamento é um dos aspectos importantes para que essa valorização ocorra. Num primeiro momento, a busca de proteção contra a inflação acabou direcionando recursos para o mercado imobiliário, promovendo a valorização dos ativos nos anos 1970 e 1980. Na segunda metade dos anos 1990, após a recessão inicial da década, associada à deflação do preço dos imóveis, o mercado foi estimulado pela reforma fiscal de 1997 e observou-se um novo ciclo de expansão do crédito e de aquisições imobiliárias. Este último foi ainda mais expressivo em termos de ganhos de capital, teve estímulos adicionais com as respostas do governo à crise financeira da chamada *Nova Economia*, em 2000-2001, quando o endividamento hipotecário avança de forma significativa.

Desse modo, podemos afirmar que a expectativa de valorização dos ativos, em especial os imobiliários, passou a ser um aspecto indissociável da composição de portfólio das famílias. Na conjuntura recente (1997-2007), a rápida apreciação dos imóveis fez com que as famílias intensificassem seu endividamento de longo prazo, mesmo frente à elevação dos compromissos financeiros, como se observa no gráfico 14.

Gráfico 14: *Financial Obligation ratio e Debt Service ratio*, EUA, 1980-2010, em relação à renda disponível¹⁶¹



Fonte: Elaboração própria, *Federal Reserve*, <http://www.federalreserve.gov/releases/housedebt/>.

¹⁶¹ A *financial obligation ratio* (FOR) é uma estimativa de todos os pagamentos devidos pelas famílias em relação à renda disponível. Isto é, inclui as dívidas hipotecárias e relacionadas ao crédito ao consumidor, pagamentos de impostos sobre a propriedade – no caso dos proprietários, seguros residenciais, alugueis – no caso de famílias que pagam aluguel, e *leasing* de automóveis. A *debt service ratio* (DSR) inclui apenas pagamentos referentes a hipotecas e crédito ao consumidor. A DSR é considerada no cálculo da FOR.

A apreciação faz com que as famílias constituam e ampliem sua riqueza fictícia com esses ativos (“*equities*”: valor do ativo descontado da dívida), de modo que a expectativa de continuidade do processo, alimentada e compartilhada pelas autoridades monetárias, induz as famílias a se engajarem em estruturas financeiras mais frágeis. Isto é, faz com que passem a especular sobre a capacidade de refinanciamento das dívidas, ou, numa conjuntura adversa, sobre a possibilidade de venda do ativo e “zeragem” automática do passivo. Contudo, qualquer trajetória de preços que não seja a da aceleração da valorização dificulta as estratégias de “saída das famílias”: o refinanciamento se torna mais difícil com o fim da expansão, fazendo com que estas tenham que, de fato, arcar com os compromissos financeiros, e a venda dos imóveis pode ocorrer às custas de uma importante perda de capital, ou mesmo ser inviabilizada, se houver deflação generalizada, como a partir de 2007.

Esta situação ímpar, tal como apresentada nos gráficos 13 e 14, é um indicativo de que a crise *subprime* é o ápice do processo de fragilização financeira das famílias americanas, pois na euforia da ascensão cíclica, as expectativas, cada vez mais infladas, tomaram curso e se materializaram em maior endividamento. Esse círculo vicioso, no entanto, chega ao seu limite quando o ritmo de formação de passivos é desacelerado – trajetória de alta das taxas de juros, a partir de 2005 –, como se observa no gráfico 14. Logo a trajetória de valorização destes ativos passou a sofrer impactos, refletindo menores ganhos de capital até a crise, em 2007.

Segundo Greenspan & Kennedy (2007)¹⁶², 80% do endividamento imobiliário das famílias, de 1990 até 2005, refere-se a novos empréstimos (*home equity loans*)¹⁶³ e a recursos liberados com o refinanciamento dos imóveis (*cash out refinancing*)¹⁶⁴, sendo que os outros 20% seriam provenientes de novas hipotecas. Esse endividamento, amparado na valorização dos ativos residenciais, permitiu o uso da diferença líquida (valor do imóvel menos sua dívida) para diversos fins, de acordo com o perfil das famílias. Segundo os autores, parte majoritária dos ganhos de capital (realizados ou não)¹⁶⁵ foi utilizada, principalmente, para adquirir novas casas, quitar dívidas com encargos mais elevados ou sem isenção de impostos – como cartão de crédito e

¹⁶² Apesar do levantamento empírico sobre o endividamento das famílias, é curioso o fato dos autores não tecerem comentários sobre a natureza do processo de valorização que esteve sustentando este comportamento, ainda mais tendo em vista a reversão desse mercado no início dos anos 1990.

¹⁶³ *Home equity loans* são conhecidas como “segundas hipotecas”, trata-se de um novo contrato de dívida baseado na diferença entre o valor do imóvel e da dívida da primeira hipoteca, ou seja, é uma nova hipoteca, de menor valor, a ser carregada ao lado da primeira, com pagamentos distintos.

¹⁶⁴ *Cash out refinancing* refere-se ao refinanciamento de um valor maior ou de melhores condições de taxas de juros. A família continua apenas com uma hipoteca, porém com condições e valores diferentes.

¹⁶⁵ Ganhos de capital não realizados são uma referência à ampliação de dívidas frente ao aumento do valor do ativo.

installment loans –, ou em gastos para melhoramento das casas (reformas). Apenas 10 a 20% desses recursos, dependendo da fonte, foram destinados ao consumo corrente, sendo que a importância para este uso foi maior entre as famílias que não adquiriram um novo imóvel. Isto é, famílias com mais de um imóvel tenderam a vender sua casa e utilizar o dinheiro para adquirir uma nova propriedade: cerca de 87% dos recursos foram para o *downpayment*, 7% para o consumo e 6% para outros fins, como aplicações financeiras. Já as famílias que decidiram permanecer no imóvel, esperando maior valorização, fizeram *home equity loans*, destinando estes recursos para o pagamento de outras dívidas (cerca de 50% dos recursos), melhorias residenciais (25%) e consumo (20%). Além destas, as famílias que refinanciaram suas dívidas (*cash out refinancing*), utilizaram os recursos também para pagar outras dívidas (1/3 dos recursos), melhorias residenciais (1/3) e consumo (17%). Assim, considerando que uma parte “de outras dívidas” (trocadas por dívida imobiliária) refere-se ao financiamento do consumo pretérito, e que parte dos recursos advindos do refinanciamento e de novas hipotecas, bem como uma fração dos ganhos de capital realizados, vão para o consumo corrente, temos que há um considerável efeito riqueza derivado da posse destes ativos.

Na tabela 4 a seguir, são apresentados os ganhos de capital não realizados das famílias. Segundo o *Federal Reserve*, estes ganhos seriam os principais determinantes para a mudança no patrimônio destes agentes.

Tabela 4: Ganhos de capital não realizados das famílias americanas, 1998-2007, em % dos ativos totais e em mil dolares de 2007

estratos		1998				2001				2004				2007			
		Imó-veis	Negó-cios	Ativos finan-ceiros	Total	Imó-veis	Negó-cios	Ativos finan-ceiros	Total	Imó-veis	Negó-cios	Ativos finan-ceiros	Total	Imó-veis	Negó-cios	Ativos finan-ceiros	Total
percentil da renda	menos de 20	27,6	4,9	0,3	32,8	26,7	2,0	-0,1	28,6	29,3	7,7	-0,6	36,4	30,5	10,6	1,4	42,5
	20-39,9	22,5	2,3	1,3	26,1	27,0	3,9	-0,3	30,7	28,3	5,9	0,3	34,5	31,4	3,2	0,3	35,0
	40-59,9	20,8	5,6	1,3	27,7	18,8	3,9	0,2	22,9	25,9	3,0	0,5	29,4	24,7	5,6	0,8	31,1
	60-79,9	16,0	6,3	2,4	24,6	17,0	5,2	1,7	24,0	23,1	4,0	0,5	27,6	23,1	3,8	1,6	28,6
	80-89,9	14,1	6,5	2,8	23,4	15,7	7,8	1,8	25,3	19,4	4,4	0,8	24,7	23,8	8,8	0,9	33,6
	90-100	9,1	17,2	6,4	32,7	11,4	16,9	3,3	31,6	14,3	16,6	1,6	32,5	13,8	20,8	3,9	38,5
% das famílias		65,5	10,7	26,3	71,0	67,2	11,6	27,6	72,1	68,8	11,1	25,1	73,0	69,0	11,5	21,7	72,4
mediana para as famílias com estes ganhos		37,8	39,5	4,6	39,5	45,1	59,6	0,6	46,8	61,0	49,4	0,7	59,3	71,0	50,0	3,5	75,0
media para as famílias com estes ganhos		86.2	453.7	67.8	172.9	116.6	530.4	43.9	210.4	157.6	567.6	24.3	243.1	179.2	805.1	79.3	322.9

Fonte: Elaboração própria com base em dados Fed - *Changes in US Family Finances from 2004-2007*.

Pode-se notar que os ganhos com imóveis são os mais expressivos para a maior parte das famílias, sobretudo para os estratos de menor renda. Observa-se que, à medida que se avança para estratos de maior renda, a sua importância se reduz progressivamente, entre outros fatores, pelo fato dos imóveis perderem importância no quadro de estoque de ativos das famílias mais abastadas. Com estas informações, constata-se que na última década, os ganhos não realizados com o mercado imobiliário foram generalizados, sendo mais relevantes para as famílias em que os imóveis se configuram como principal item do ativo total (ver tabela A2, em anexo). Entretanto, estes ganhos são frágeis, pois estão sujeitos às oscilações de preços, tornando mais vulneráveis as famílias que os utilizam como base para tomadas de decisões – aspecto mais grave para as famílias dos primeiros estratos de renda.

Nesse sentido, deve-se apontar que os ganhos de capitais *realizados* se dão quando as famílias vendem o imóvel, quitam suas dívidas e recebem o dinheiro restante. Esses recursos, até serem utilizados, passam a constar de seu patrimônio e não estão mais sujeitos à volatilidade. No entanto, quando as famílias experimentam a valorização de seus imóveis e, mediante esse acréscimo de riqueza fictícia ampliam seu endividamento, elas não estão realizando o ganho de capital, mas tornando-se mais especulativas no sentido minskyano. Nesse caso, o equilíbrio do portfólio é cada vez mais frágil, pois passa a depender da valorização continuada do imóvel. Assim, as famílias que ampliam seu endividamento com novas hipotecas, ou com o refinanciamento, estão apostando na continuidade da trajetória dos preços, transitando entre as posturas *speculative* e *Ponzi*, uma vez que seus ativos não geram retorno (quase-rendas) e a sua renda, quando tratamos de famílias com renda¹⁶⁶, continua a mesma.

Com base nos dados da tabela 1, apresentada anteriormente, da tabela 4 e com a discussão do parágrafo acima, temos que as famílias que financiam mais de um imóvel pertencem, em geral, ao estrato dos 20% mais ricos (em termos de renda). Desse modo, podemos inferir que há uma maior probabilidade de que as famílias que *realizam* ganhos de capital com imóveis sejam as mais abastadas. De outro lado, isso significa que a grande maioria das famílias tende a financiar apenas um imóvel (como mostra a tabela 1), no qual permanece, sem realizar os ganhos de valorização. Como indicam os números de Greenspan & Kennedy (2007), na fase ascendente do ciclo, cada vez mais famílias passaram a ampliar o seu endividamento, à medida

¹⁶⁶ O caso mais grave deste processo seria o das famílias que, sem emprego e renda – “os ninjas”, “*no income, no job and no assets*” –, montaram estruturas financeiras plenamente dependentes da trajetória ascendente de preços do ativo financiado.

que os imóveis se valorizavam, ou seja, parcela significativa das famílias tornou-se mais vulnerável às mudanças no valor dos seus ativos.

Como vimos, os imóveis são os ativos mais difundidos entre a população e o fator mais importante para o aumento do endividamento familiar nas últimas décadas. Assim, quando as famílias passam a montar estruturas financeiras em torno da perspectiva de valorização destes, além do risco de terem as expectativas frustradas, correm o risco de perder seu principal ativo¹⁶⁷. Talvez este seja um aspecto que torna a fragilidade das famílias mais problemática que a de outros agentes, uma vez que suas expectativas não são sobre um fluxo de renda derivado da operação do ativo (como um bem de capital), mas sobre a sua apreciação. Além disso, o fato do ativo em questão cumprir o papel de moradia principal insere uma dimensão social relevante. Com base nestas constatações, temos que a fragilidade financeira pode ser abrangente para as famílias, sendo até mais frequente para os estratos de menor renda, uma vez que dispõem de menos recursos para contornar situações adversas, mesmo em termos de acesso ao crédito para rolagem de dívidas, numa situação de reversão cíclica.

Assim, podemos dizer que a partir dos imóveis, em especial do seu financiamento e da formação de novas dívidas, à medida que mais famílias passam a apresentar estruturas financeiras – expressas por ativos, passivos e os fluxos correspondentes – cada vez mais sensíveis às flutuações, seja de mercado específicos ou da própria economia, maior é a probabilidade de que ocorram problemas no âmbito macroeconômico. Como afirma Minsky:

The mixture of hedge, speculative, and Ponzi finance in an economy is a major determinant of its stability. The existence of a large component of positions financed in a speculative or a Ponzi manner is necessary for financial instability. (Minsky, 2008b, p.232).

Nesse sentido, a conjuntura que se segue à crise de 2000-2001, acompanhada de um novo ciclo de valorização dos imóveis, deu estímulos adicionais para que o processo de transição para posturas financeiras, cada vez mais fragilizadas, tomasse curso. Neste contexto, com a elevação das taxas de juros a partir de 2004, acompanhada por compromissos financeiros já elevados (gráfico 14), passou-se a observar a queda do ritmo de endividamento das famílias, a partir de 2005-2006 (gráfico 13), bem como a desaceleração do processo de valorização dos

¹⁶⁷ Seja pela deflação, que inviabiliza a venda do ativo para quitar as dívidas, seja por problemas nos *cash flows* levando à execução da hipoteca, a exigência do colateral (*foreclosures*).

imóveis e a elevação da inadimplência. Assim, a fragilidade latente das famílias tornou-se uma causa da instabilidade, a partir de 2007, quando a deflação dos ativos passou a se intensificar.

Cabe destacar que entre 1993-1994, a elevação das taxas de juros não teve o mesmo efeito sobre as famílias. Naquele contexto, a economia americana estava no início do seu ciclo de expansão, e embora o endividamento destes agentes já fosse elevado (as hipotecas representavam 60% da renda disponível, gráfico 8), os compromissos financeiros, mesmo que em elevação, eram os mais baixos da série histórica, desde os anos 1980 (gráfico 14). Além disso, não houve deflação do preço dos imóveis, pois estes, na verdade, continuaram com preços estáveis até 1997, reduzindo a incidência de posturas mais especulativas neste mercado, o que inclusive contribuiu para explicar por que o crédito ao consumidor se elevou mais nesta fase e as hipotecas tiveram pouco dinamismo (gráfico 8).

3.3.3. Implicações do Comportamento Patrimonial

Ao longo desta dissertação tem sido destacado que a inserção financeira das famílias ocorre pela formação de dívidas e acumulação de ativos, e até este ponto observamos a importância do processo de endividamento familiar associada à questão do financiamento dos ativos reais, tendo no endividamento para o consumo um aspecto secundário e, em grande medida, atrelado a esta dinâmica. Consideramos que a inserção financeira pelos ativos reais seja o traço mais importante da fragilidade financeira das famílias e em termos de impactos no sistema econômico, tendo em vista as magnitudes envolvidas e o caráter difundido destes ativos entre as famílias das várias faixas de renda. Contudo, parece ser relevante abordar outros aspectos desta inserção financeira, sobretudo com relação ao uso dos recursos próprios, aplicações financeiras, esquemas de aposentadoria, seguros de vida, entre outros. Neste sentido, apresenta-se a seguir uma avaliação complementar sobre a dinâmica da composição dos portfólios das famílias americanas no período 1945-2010, tendo em vista as principais modificações da estrutura dos mercados financeiros, entre elas, a emergência de *novos players* – com os investidores institucionais –, o aumento do volume de operações e, sobretudo, a ampliação do acesso das famílias a estes mercados.

Assim, cabe destacar que, diferentemente dos ativos reais, os ativos financeiros, em geral, (como ações e títulos), tendem a estar altamente concentrados nos segmentos mais

abastados da população, caracterizando uma assimetria profunda e uma capacidade de influência macroeconômica mais associada à dinâmica destes estoques de riqueza, ou seja, às decisões das famílias mais ricas. A importância das demais famílias, nestes mercados, ocorre através dos investidores institucionais, que concentram e centralizam os recursos pulverizados da comunidade, e estes sim é que são capazes de influenciar os mercados. No que tange às famílias, a inserção via ativos financeiros, por menor que seja, configura-se como um canal de impacto sobre os recursos próprios e, portanto, relevante para as suas decisões.

Aglietta (2004), ao tratar da inserção financeira das famílias nos países da OCDE, considera que a poupança, uma variável de fluxo, tem importante relação com a dinâmica patrimonial. Na sua argumentação, a variação da riqueza (ou do patrimônio líquido) – uma variação de estoque – ocorre pela variação das poupanças e pelo efeito dos ganhos de capital. A partir do momento em que estes ganhos são expressivos, é possível observar mudanças no comportamento das poupanças. Isto é, Aglietta constata que a elevação dos ganhos de capital está associada à queda tendencial das taxas de poupança¹⁶⁸. Para o autor, a dinâmica da taxa de poupança é explicada pelo ambiente financeiro que cerca as famílias em cada país, sendo importante considerar o aspecto do comportamento patrimonial destes agentes¹⁶⁹.

Para dar conta das modulações do ambiente econômico e financeiro, é preciso englobar as variações das taxas de poupança em um comportamento patrimonial. Temos todas as razões para considerar isso algo geral em todos os países de níveis de desenvolvimento equivalentes (Aglietta, 2004, p.17).

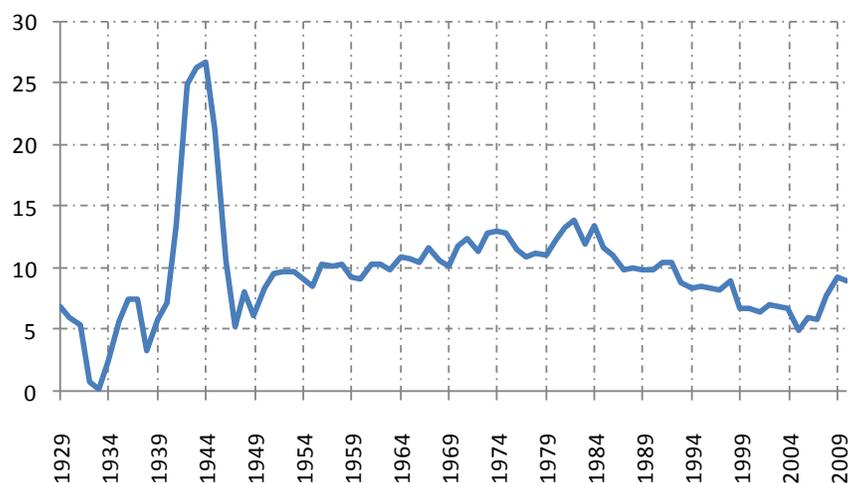
Segundo o gráfico 15, observamos fases distintas da evolução das poupanças das famílias (taxa de poupança), sendo uma característica comum o caráter pró-cíclico dos gastos (e das demais decisões) destes agentes frente a conjunturas de crise. Nestas situações – como de 1933 a 1937, durante a II Guerra Mundial e Guerra da Coreia, com o choque dos juros no final dos anos 1970, na recessão do início dos 1980 e, finalmente, na crise iniciada em 2007 – observam-se elevações expressivas da taxa de poupança, num movimento de proteção contra uma conjuntura recessiva e de maior incerteza. No caso mais recente, acrescenta-se ao comportamento das famílias a tentativa de fazer frente à fragilidade de suas estruturas financeiras, expostas pela

¹⁶⁸ Poupança como porcentagem da renda disponível. Aspecto também destacado por Ludvigson & Sløk (2002) e Greenspan & Kennedy (2007).

¹⁶⁹ Segundo *Changes in U.S. Family Finances from 2004 to 2007* do *Federal Reserve*, os principais motivos apresentados pelas famílias para poupar (de forma planejada) são: aposentadoria, liquidez, educação e aquisições. Na Tabela A7 e A8, em anexo, é possível observar o número de famílias que pouparam em cada estrato de renda.

deflação de ativos (reais e financeiros) e pela crise da economia real. Essa reação das taxas de poupança torna ainda mais difícil o movimento de recuperação da atividade econômica, uma vez que as expectativas de crescimento da demanda agregada não são positivas (desemprego maior e menor ritmo de endividamento)¹⁷⁰.

Gráfico 15: Poupança das famílias americanas, 1929-2010, em relação à renda disponível



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

De acordo com o gráfico 15, é possível constatar dois movimentos distintos com relação ao comportamento das famílias em relação às poupanças. O primeiro se dá no período 1945-1984, e o segundo ocorre de 1985 em diante. No primeiro, observa-se que a taxa de poupança esteve em crescimento, sobretudo a partir de 1950. Entre as razões para tal estariam a institucionalidade do pós-guerra, com os salários em elevação, num ritmo superior ao do consumo, compondo parcelas crescentes da renda disponível, ao menos até o final do anos 1970. Neste período, os principais destinos destes recursos eram os bancos, instituições de poupança e companhias de seguro. Entre 1975 e 1979, o consumo passou a apresentar crescimento importante, sobretudo com a expansão da economia real e do investimento, fazendo as famílias reduzirem a poupança até o novo choque do petróleo e das taxas de juros. A partir dos anos 1980, e em especial, de 1985, a taxa de poupança iniciou uma trajetória nítida de queda, até 2006-2007.

Aglietta (2004, p.18), tendo em vista este comportamento da taxa de poupança, argumenta que há um importante movimento patrimonial por parte das famílias, estimulado,

¹⁷⁰ Segundo Keen (1995), a variação das dívidas é um aspecto importante para o incremento da demanda agregada.

sobretudo, pela liberalização financeira. É inegável que a partir dos anos 1980, com a flexibilização e liberalização financeiras, as famílias passaram a dispor, cada vez mais, de alternativas para a aplicação de seus recursos¹⁷¹. Assim, à medida que novos intermediários financeiros adentravam os mercados e novos produtos se generalizavam, por conta da concorrência na captação de recursos, configurava-se um conjunto de alternativas mais líquidas e acessíveis para as famílias, sobretudo, por conta das expectativas de ganhos. A acumulação de patrimônio, estimulada pela apreciação dos preços dos ativos, teria levado à queda da taxa de poupança e permitiu seu prosseguimento, ainda que com diferentes intensidades em cada país, e em cada família.

Segundo Aglietta:

A desregulamentação das finanças abriu novas perspectivas para a poupança, que saiu de seus refúgios tradicionais, nos bancos e nas cadernetas de poupança, rumo a mercados de títulos e a aquisições imobiliárias. Esse redirecionamento foi canalizado pelos investidores institucionais (companhias de seguro e fundos de pensão) que foram forçados pela concorrência a realizar administrações mais dinâmicas das carteiras que lhes eram confiadas. Ele também foi acelerado por novos intermediários do mercado, fundos de participação e negociadores de títulos de todos os tipos. A atração das famílias foi garantida pelas esperanças de ganhos de capital suscitados pelos mercados abertos, desregulamentados e vitaminados por incentivos fiscais. (Aglietta, 2004, p. 25).

Assim, a argumentação de Aglietta permite inferir que a queda da taxa de poupança, verificada a partir dos anos 1980, tem vínculos importantes com a questão da composição dos portfólios. Seu argumento, de fato, enfatiza o aspecto de que a taxa de poupança se reduziu porque as famílias passaram a desempenhar também um papel mais complexo, associado a questões patrimoniais, estimuladas pelo acesso a produtos financeiros e pelos ganhos de capital derivados da posse de ativos e incentivos fiscais. No mesmo sentido, Belluzzo & Coutinho (1998, p.140), ao tratar da influência da *financeirização* sobre as decisões de gasto, argumentam que a valorização crescente da riqueza teve o efeito de ampliar a propensão a consumir sobre a renda, permitindo às famílias níveis maiores de gasto ao lado do processo de enriquecimento, ainda que fictício. Como foi demonstrado nas seções anteriores, estes ganhos de capital são exercidos via crédito, e portanto a questão patrimonial se associa, de uma forma ou de outra, a um movimento mais amplo de endividamento. Nesse sentido, Aglietta (2004, p. 25) destaca que a ótica

¹⁷¹ Segundo Carvalho *et al.* (2000, p.351), a dinâmica dos investidores institucionais, na forma dos fundos, impõem às famílias uma visão de portfólio, de avaliação de risco e retorno.

patrimonial não se limita ao exame do patrimônio líquido e da taxa de poupança, pois “*o impulso da riqueza das famílias provém ao mesmo tempo da expansão dos ativos e das dívidas financeiras*”.

Segundo Aglietta:

O excesso de demanda [advindo das poupanças familiares] acarretou a valorização real dos preços dos ativos, valorização que alimentou a previsão de altas maiores. Essa previsão encorajou uma aplicação ainda maior da poupança em sentido contrário aos depósitos e em favor dos elementos de patrimônio geradores de mais-valias. O crédito desempenhou um papel decisivo nessa ampliação, daí a importância das dívidas nos balanços das famílias. (Aglietta, 2004, p.26)

É a partir desta lógica que se entende por que as famílias são agentes também sujeitos à fragilidade financeira, tanto na aquisição de ativos financeiros, ou reais, quanto no endividamento. Com a valorização experimentada em seus ativos, as famílias ampliam a exposição de suas estruturas financeiras às condições de mercado. O endividamento, lastro para aquisições, como no caso dos imóveis, mas também para o consumo corrente, compõe a outra face do envolvimento e da fragilidade financeira. Isto é, a estrutura patrimonial passa a ser dependente do movimento de preços, como destacam Belluzzo & Coutinho, da valorização crescente dos ativos.

Através dos investidores institucionais, as famílias passam a sujeitar parte de seus recursos acumulados a gestores de fundos que, em concorrência nas captações, buscam oferecer o melhor retorno a seus clientes. Ou seja, as operações mais arriscadas, bem como as inovações, passam a ser aspectos presentes sobre a dinâmica destes recursos, não podendo se descartar o envolvimento direto das famílias com o mercado acionário. Segundo Aglietta, com referência à economia americana nos anos 1990, a participação financeira das famílias se elevou, em especial, no que tange às ações de empresas de alta tecnologia (mais arriscadas, mas com maiores expectativas de ganhos). Este maior envolvimento das famílias no mercado acionário, para os distintos estratos de renda, pode ser observado a partir das tabelas 5 e 6, a seguir.

Tabela 5: Ações controladas direta ou indiretamente, por tipo de famílias, EUA, 1989-2007, em % e em mil dólares de 2007

percentil da renda	Famílias com ações (%)							valor mediano (US\$)						
	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
menos de 20	3,6	7,4	6,5	10,0	12,9	11,7	13,6	24,1	11,6	5,1	6,4	8,8	8,2	6,5
20-39.9	15,2	20,2	24,7	30,8	34,1	29,6	34,0	9,7	5,8	8,5	12,7	9,1	11,0	8,8
40-59.9	28,6	34,0	41,7	50,2	52,5	51,7	49,5	7,4	7,2	8,4	15,3	17,5	16,5	17,7
60-79.9	44,2	51,4	54,5	69,3	75,7	69,9	70,5	9,5	11,8	16,9	24,2	33,5	28,7	34,1
80-89.9	57,6	66,1	69,7	77,9	82,0	83,8	84,4	15,3	20,4	33,8	57,3	75,6	60,9	62,0
90-100	76,9	77,3	80,1	90,4	89,7	92,7	91,0	63,6	68,0	81,4	171,9	289,7	225,2	219,0
Todas as famílias	31,8	36,9	40,5	48,9	52,2	50,2	51,1	13,7	15,2	19,6	31,8	40,4	35,7	35,0

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances, 1989 to 2007*.

Tabela 6: Ações controladas direta ou indiretamente, por tipo de famílias, EUA, 1989-2007, em % do ativo financeiro do estrato

percentil da renda	Ações em % dos ativos financeiros						
	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
menos de 20	13,6	14,3	14,2	20,4	37,4	32,0	39,0
20-39.9	10,0	16,7	26,7	29,8	35,6	30,9	34,3
40-59.9	16,7	20,5	28,5	38,1	46,8	43,4	38,3
60-79.9	21,9	28,0	35,6	45,8	52,0	41,7	52,5
80-89.9	26,1	32,6	41,4	50,4	57,3	48,8	49,3
90-100	34,3	40,7	45,8	62,5	60,5	57,5	57,6
Todas as famílias	27,9	33,9	40,1	54,0	56,1	51,3	53,3

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances, 1989 to 2007*.

De acordo com as tabelas 5 e 6, nas últimas décadas, é possível observar-se o aumento da importância destes ativos nos portfólios de famílias de todos os estratos, tanto pelo aumento da participação das famílias nestes mercados, quanto em termos de valor das operações. É importante ressaltar que a aquisição direta de ações tende a ser uma prática mais associada aos estratos de maior renda, enquanto a participação indireta tenda a ser mais comum para as demais famílias. Constata-se que à medida que se passa para estratos de maior renda, a importância destes ativos se amplia nos portfólios, tanto no que tange aos valores, quanto na frequência das famílias em cada estrato. Desse modo, diferentemente do que ocorre com os imóveis, as ações são ativos altamente concentrados.

Seguindo a abordagem de Aglietta, em *Macroeconomia Financeira* (2004), mas ampliando e atualizando seus dados, podemos verificar, na tabela 7, como evoluiu a estrutura financeiras do agregado das famílias, desde 1945.

Tabela 7: Indicadores de estrutura do balanço patrimonial das famílias, EUA, 1945-2009, em %

	1945-49	1950-54	1955-59	1960-64	1965-69	1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-94	1995-99	2000-04	2005-09
i. Ativos Financeiros/ Ativos Totais	69,7	64,4	64,2	65,9	66,8	63,6	60,4	59,5	59,7	62,1	67,6	62,8	62,9
ii. Depósitos/ Ativos Financeiros	20,0	17,6	17,3	18,2	19,6	22,8	24,7	23,1	22,2	17,2	11,5	12,0	13,3
iii. Ações/ Ativos Financeiros	17,5	18,7	25,1	28,7	30,0	23,2	14,9	13,2	13,4	17,0	23,6	20,1	17,6
iv. Fundos Mútuos/ Ativos Financeiros	0,3	0,5	0,9	1,5	1,9	1,5	0,9	1,0	3,2	4,8	7,2	8,1	8,9
v. Fundos de Pensão e Seguros/A.Financeiro	11,1	12,2	13,4	14,4	15,0	16,7	18,8	21,4	25,6	28,7	30,9	31,4	30,4
vi. Dívidas (sem hipotecas)/ Ativos Financeiros	5,3	7,6	9,7	11,3	12,2	12,4	13,2	13,2	14,4	15,3	14,6	16,5	19,0
vii. Hipotecas/Dívidas	61,9	61,9	64,2	65,5	63,5	61,3	62,7	64,2	65,5	70,3	67,0	69,8	74,9

Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts do Federal Reserve e Aglietta (2004)*.

Na relação entre ativos financeiros e ativos totais, índice que o autor denomina de *taxa de financeirização*, parece curioso que este se apresente mais elevado no período da *Golden Age* do que nas finanças liberalizadas¹⁷². Contudo, deve-se argumentar que no primeiro período, sobretudo até o final dos anos 1960, o peso dos depósitos em instituições financeiras regulamentadas pelas autoridades monetárias é relevante. E neste período, as principais aplicações financeiras eram ações, que atingem 30% em 1965-1969, e seguros. O que muda ao longo dos anos 1970 e 1980 é que passa a haver maior participação de ativos reais nos ativos totais, como vimos, por conta da deflação dos ativos financeiros (ações) e do processo inflacionário. As aquisições residenciais, assim, tiveram um grande estímulo no período, contribuindo para reduzir a “taxa de financeirização”, até quase o início dos anos 1990.

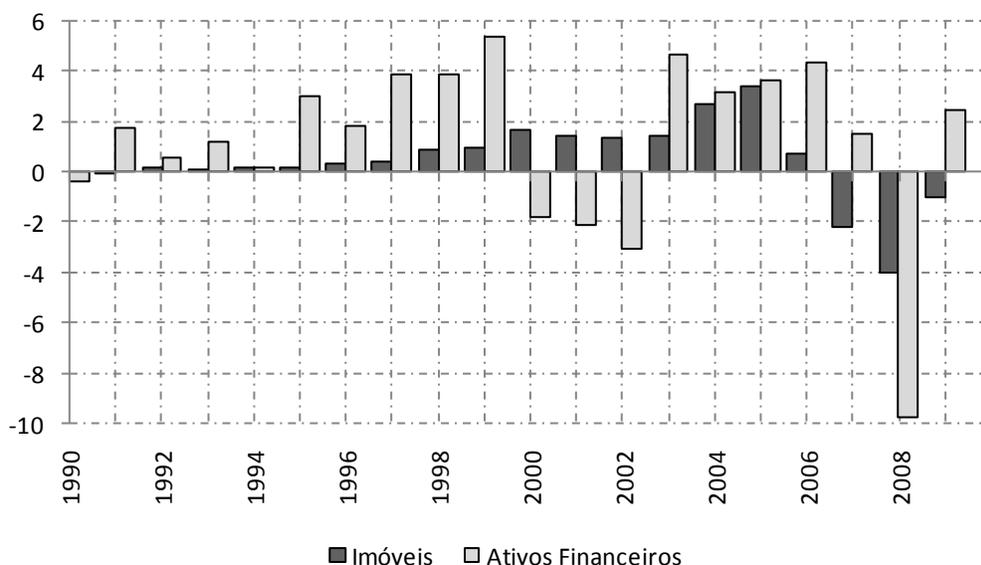
A partir do final dos anos 1970 e ao longo da década de 1980, com a emergência dos investidores institucionais, dos regimes de capitalização das aposentadorias e com o movimento intenso de fusões e aquisições, observamos a elevação significativa de ativos associados a fundos de pensão, fundos mútuos e seguros, e mesmo a recuperação da posse direta de ações. Nesse momento a *financeirização* no sentido, de uma maior dominância das finanças com potencial de afetar as decisões, e que não se resume à taxa de financeirização de Aglietta, entra em cena. No anos 1990 essa tendência persiste, com os “sucessos” da *Nova Economia*, e as famílias

¹⁷² Aglietta (2004) aborda o período 1985-1999, e desse modo, a taxa de financeirização estaria associada a uma tentativa de demonstrar o avanço da lógica financeira no portfólio dos agentes. Contudo, utilizando os mesmos critérios, constatamos que este índice não é adequado para tratar da financeirização, tanto para o período da *Golden Age*, quanto para o período atual (anos 2000).

ampliaram cada vez mais o seu envolvimento financeiro direto e indireto, elevando a “taxa de financeirização”. Com o colapso da bolha *dotcom* em 2000-2001, observa-se a queda da participação das ações nos portfólios e a ampliação da participação dos fundos nos ativos financeiros. Ademais, a queda relativa da participação dos ativos financeiros, nesse período, vincula-se à expansão das aquisições de ativos reais associados ao novo *boom* do mercado imobiliário, já na segunda metade dos anos 1990, e a partir de 1997 de forma mais clara.

No gráfico 16 são apresentados os ganhos e perdas de capital com ativos financeiros e imóveis. Pode-se afirmar que para o agregado do setor famílias, as perdas com ativos financeiros, em 2000-2002, foi compensada, em parte, pelo ganho imediato do mercado imobiliário. Contudo, deve-se enfatizar que as realidades distintas dos diferentes tipos de famílias implicam participações assimétricas nestes ganhos, podendo se associar parte predominante dos ganhos financeiros às famílias mais abastadas.

Gráfico 16: Ganhos e perdas de capital com ativos financeiros e imóveis das famílias americanas, 1990-2009, em trilhões de dólares de 2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

Com relação ao entendimento da inserção financeira das famílias, cabe destacar alguns aspectos no âmbito dos estratos de renda e patrimônio a partir de dados desagregados mais recentes. Há sem um dúvida uma clara assimetria entre as famílias, sobretudo em termos de acesso aos ativos financeiros e seus ganhos.

Tabela 8: Patrimônio Líquido das famílias americanas, 1998-2007, valores medianos e médios em mil dólares de 2007

estratos		1992		1995		1998		2001		2004		2007	
		mediana	média	mediana	média	mediana	média	mediana	média	mediana	média	mediana	média
percentil da renda	menos de 20	5,8	47,6	8,1	286,2	7,4	60,8	9,2	61,8	8,2	79,8	8,1	105,2
	20-39,9	40,2	92,8	45,2	106,7	42,2	122,4	43,8	134,8	37,1	133,4	37,9	134,9
	40-59,9	57,2	145,9	62,7	138,4	68,0	161,0	74,5	190,3	79,0	213,7	88,1	209,9
	60-79,9	109,1	203,8	102,7	218,4	143,0	261,7	167,5	344,0	175,7	374,3	204,9	375,1
	80-89,9	166,7	326,2	173,2	347,9	240,0	414,1	307,8	534,8	344,1	535,3	356,2	606,3
	90-100	526,3	1389,8	479,8	1469,3	575,9	1970,1	975,0	2,647,5	1015,0	2783,7	1190,0	3306,0
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	0,7	-1,3	1,3	-0,2	0,6	-2,4	1,3	-	1,9	-1,6	1,2	-2,3
	25-49,9	33,9	36,6	38,1	41,3	41,6	45,7	47,8	51,8	47,9	51,7	54,2	57,9
	50-74,9	126,8	130,9	128,5	134,7	153,4	163,7	184,7	195,4	187,4	203,6	219,8	227,0
	75-89,9	294,9	315,7	299,1	322,6	392,8	409,3	503,8	527,9	556,6	578,5	571,4	586,1
	90-100	962,2	1807,8	918,9	1941,2	1141,2	2464,6	1524,7	3233,2	1570,6	3420,3	1890,7	3975,7
Todas as famílias		71,8	269,7	77,7	286,4	91,3	359,7	101,2	464,4	102,2	492,3	120,3	556,3

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in US Family Finances from 1998-2001 e 2004 to 2007*.

De acordo com a tabela 8, temos que a assimetria de patrimônio é acentuada entre os estratos de renda e patrimônio, bem como no interior dos estratos. Observa-se que a mediana tem um valor inferior à média, mais acentuadamente nos primeiros estratos. Ademais, a assimetria entre as famílias tem se elevado, entre outros aspectos, pela dinâmica de valorização de riqueza financeira (e real) e do processo de acumulação de dívidas. O patrimônio líquido reflete a magnitude do ativo em relação às dívidas da unidade financeira, e neste sentido é possível inferir alguns aspectos do comportamento dos diferentes tipos de famílias. Na tabela 1, constatou-se que o endividamento é mais frequente à medida que se transita para estratos de maiores renda e patrimônio, sendo que os imóveis constituem-se como a principal razão para o endividamento, bem como representam o ativo mais importante para a maior parte das famílias. No último estrato, entretanto, essa dívida é menor e os imóveis, apesar de terem maiores valores, representam uma parcela mais reduzida da riqueza, tendo em vista a relevância de outros estoques como, ações, títulos e aplicações em fundos para as famílias mais ricas.

A importância do endividamento também se destaca na tabela 8, sendo possível observar que as variações das magnitudes de patrimônio, ao longo do tempo, são proporcionalmente menores para os primeiros estratos, sendo por vezes negativas (no caso de uma redução do valor em relação ao período anterior) – principalmente a partir de 2004. Isto indica que, à medida em que as famílias apresentam ganhos de capital – e aqui consideramos, essencialmente, os ganhos com ativos reais – elas tendem a aumentar o seu endividamento ao longo do ciclo. As famílias que se endividaram menos conseguiram ampliar o patrimônio, ao

contrário das demais. Nota-se que as famílias que mais perderam patrimônio estão justamente nos dois primeiros estratos, aqueles em que a importância do imóvel é ainda maior no total dos ativos das famílias, sendo que estas estariam mais vulneráveis às flutuações do sistema econômico, isto é, mais suscetíveis a problemas de *cash flows* dada a magnitude (existência) da renda. Além disto, são os estratos em que se encontra boa parte do segmento *subprime*, e nos quais o efeito riqueza (ganhos de capital não realizados e exercidos por crédito) é maior, isto é, onde parte relevante do endividamento se destinaria para o consumo corrente.

Por outro lado, a importância dos ativos financeiros (e de seus ganhos) está associada às famílias mais ricas. Desse modo, mesmo sendo o endividamento mais difundido e elevado, à medida em que se transita para estratos de maior renda, as famílias passam a contar, além dos ganhos com ativos reais, com expressivos ganhos de capital derivados dos ativos financeiros. Parte substancial dos ganhos financeiros evidenciados no gráfico 16 se destina às famílias mais ricas, indicando assim, que o seu patrimônio tende a se expandir em maior magnitude, relativamente ao das demais famílias.

Buscando avançar na compreensão do papel dos ativos na dinâmica de uma economia de fluxos e estoques, deve-se ressaltar a composição dos portfólios a partir de cada estrato de renda e patrimônio. Neste sentido, as tabelas 9 e 10 (a seguir) apresentam a magnitude dos ativos financeiros e reais detidos pelas famílias nos diferentes estratos de renda e patrimônio, bem como o percentual de famílias, em cada estrato, que detêm tais ativos.

De forma geral, de acordo com a tabela 9, os ativos financeiros são mais significativos e frequentes nas famílias mais abastadas, em termos de renda e patrimônio. Porém, algumas modalidades são bastante difundidas para o agregado das famílias, como as “contas de transação”. Cabe ressaltar que a relevância destes ativos deve ser medida pelo percentual das famílias que os detêm, em cada estrato, e pelo valor monetário alocado em cada aplicação. Desta forma, para o agregado, os ativos financeiros mais relevantes são as contas de aposentadoria (em que entram os fundos de pensão), certificado de depósitos, ações, fundos de investimento e seguros de vida, além das contas de transação. Com relação ao estratos mais abastados, observa-se uma participação maior de famílias detendo ativos, relativamente aos demais estratos, para todas as categorias de ativos, porém, destaca-se a importância da participação das ações (na forma direta) e títulos, sendo os fundos de pensão até mais relevantes do que os fundos de investimento, em termos de valor e participação das famílias.

Tabela 9: Ativos financeiros por tipo de famílias, EUA, 2007, em % das famílias do estrato e em mil dólares de 2007 (valor mediano)

estratos		Contas de Transação ¹		Certificados de Depósitos ²		Títulos de Poupança		Títulos		Ações ³		Fundos de Investimento ⁴		Contas de Aposentadoria ⁵		Seguro de vida ⁶		Outros Ativos Administrados ⁷		Outros ⁸		Algum Ativo financeiro	
		%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$
percentil da renda	menos de 20	74,9	0,8	9,4	18,0	3,6	0,5	-	-	5,5	3,8	3,4	30,0	10,7	6,5	12,8	2,5	2,7	100,0	6,6	1,5	79,1	1,7
	20-39,9	90,1	1,6	12,7	18,0	8,5	1,0	-	-	7,8	10,0	4,6	30,0	35,6	12,0	16,4	5,0	4,7	86,0	8,8	3,0	93,2	7,0
	40-59,9	96,4	2,7	15,4	17,0	15,2	0,7	-	-	14,0	5,5	7,1	37,5	55,2	23,9	21,6	5,2	5,3	59,0	10,2	4,0	97,2	18,6
	60-79,9	99,3	6,0	19,3	11,0	20,9	1,0	1,4	19,0	23,2	14,0	14,6	35,0	73,3	48,0	29,4	10,0	5,7	52,0	8,4	10,0	99,7	58,3
	80-89,9	100,0	12,9	19,9	20,0	26,2	2,0	1,8	81,0	30,5	15,0	18,9	46,0	86,7	85,0	30,6	9,0	7,6	30,0	9,8	10,0	100,0	129,9
	90-100	100,0	36,7	27,7	42,0	26,1	2,5	8,9	250,0	47,5	75,0	35,5	180,0	89,6	200,0	38,9	28,1	13,6	90,0	15,3	45,0	100,0	404,5
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	76,4	0,7	2,5	2,0	4,7	-	-	1,1	4,3	1,1	-	-	19,1	3,2	7,8	1,2	-	1,2	7,4	1,2	79,6	1,4
	25-49,9	93,6	2,0	9,9	7,0	12,3	-	-	3,0	10,2	3,0	3,6	9,0	48,1	15,0	19,7	3,0	1,9	3,0	8,8	3,0	96,4	13,2
	50-74,9	98,6	6,1	19,3	15,0	17,5	-	-	6,0	17,3	6,0	10,5	25,0	62,9	48,6	28,5	6,5	6,2	6,5	8,8	10,0	99,5	59,6
	75-89,9	100,0	15,5	32,6	25,0	25,9	-	-	20,0	31,6	20,0	22,5	50,0	77,4	117,0	32,1	15,0	11,2	15,0	9,4	20,0	100,0	215,0
	90-100	100,0	46,5	33,0	50,0	23,3	150,0	11,8	125,0	52,3	125,0	42,5	264,0	84,6	314,0	41,9	30,0	20,3	30,0	16,6	50,0	100,0	773,0
Todas as famílias		92,1	4,0	16,1	20,0	14,9	1,0	1,6	80,0	17,9	17,0	11,4	56,0	52,6	45,0	23,0	8,0	5,8	70,0	9,3	6,0	93,9	28,8

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances from 2004 to 2007*.

1. contém cheques, poupanças, *money market deposit accounts*, *money market mutual funds* e contas correntes; 2. um veículo de poupança de baixo risco, em geral, depósitos que pagam juros; 3. ações diretamente controladas; 4. inclui fundos mútuos, hedge funds e outros fundos de investimento (exceto *money market funds*); 5. IRAs - *individual retirement accounts* e *employer-sponsored accounts*, recursos que estão aplicados em qualquer modalidade de ativos, como ações, títulos e em fundos; 6. valor monetário corrente do seguro de vida, combina um veículo de investimento com um seguro em caso de morte; 7. incluem ativos que pagam juros ou dividendos e que são administrados por terceiros, além de anuidades e participação em fundos de investimento; 8. categoria heterogenea de ativos, inclui contratos futuros, recursos emprestados a terceiros, *royalties*, entre outros.

Tabela 10: Ativos reais por tipo de famílias, EUA, 2007, em % das famílias do estrato e em mil dólares de 2007 (valor mediano)

estratos		Automóveis		Imóvel Primário		Outra propriedade residencial		Participação em propriedade não residencial ¹		Participação em propriedade comercial ²		Qualquer ativo real	
		%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$
percentil da renda	menos de 20	64,4	5,6	41,4	100,0	5,4	60,0	2,5	65,0	3,0	100,0	73,4	40,0
	20-39,9	85,9	9,2	55,2	120,0	6,5	57,5	3,9	60,0	4,5	25,0	91,2	77,2
	40-59,9	94,3	14,6	69,3	150,0	9,9	100,0	7,4	40,0	9,2	53,7	97,2	139,0
	60-79,9	95,4	20,4	83,9	215,0	15,4	120,0	9,4	71,0	15,9	81,0	98,5	246,0
	80-89,9	95,6	25,4	92,6	300,0	21,0	175,0	13,6	72,0	17,0	100,0	99,6	360,1
	90-100	94,8	33,9	94,3	500,0	42,2	324,0	21,0	175,0	37,5	500,0	99,7	799,9
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	69,5	6,9	13,8	81,0	1,2	12,0	-	4,0	1,3	1,3	71,6	8,6
	25-49,9	91,2	13,1	72,1	100,0	7,1	30,0	3,7	20,0	6,2	7,5	97,7	95,8
	50-74,9	93,3	17,5	92,8	200,0	11,9	60,0	7,7	67,6	11,6	13,0	99,5	229,1
	75-89,9	94,5	22,0	95,3	317,2	26,2	146,0	16,4	125,0	17,9	30,0	99,0	443,7
	90-100	93,6	31,1	96,9	550,0	47,7	400,0	27,3	690,0	45,1	75,0	99,6	1160,0
Todas as famílias		87,0	15,5	68,6	200,0	13,7	146,0	8,1	75,0	12,0	100,5	92,0	177,4

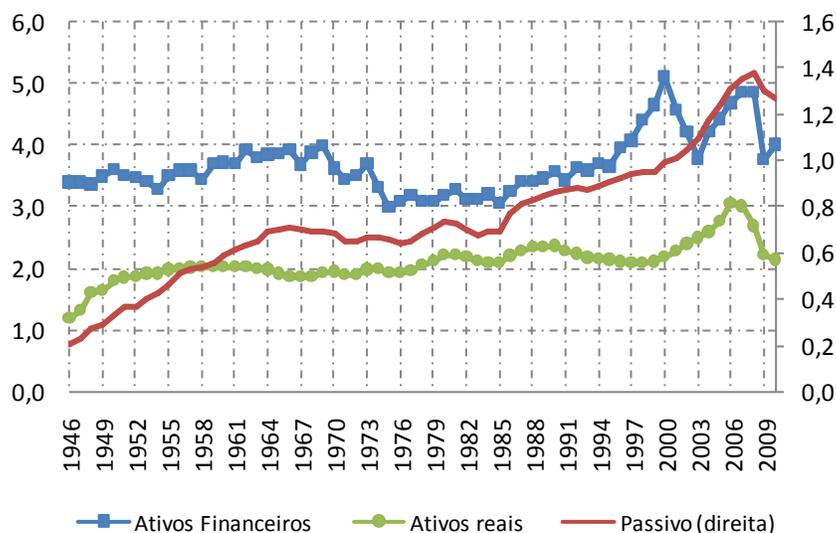
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances from 2004 to 2007*.

1. participação líquida em propriedades como fazendas, ranchos, imóveis alugados, terrenos; 2. propriedades e parcerias limitadas de negócios, empresas sem capital aberto, parcela das propriedades, como ranchos e fazendas, destinada a negócios (agricultura, por exemplo).

Com relação aos ativos reais, na tabela 10, observa-se que os ativos mais relevantes, em termos de abrangência (participação das famílias do estrato), são os automóveis e os imóveis, sendo que se apresentam bem acessíveis (menos concentrados) do que os ativos financeiros. Em termos de valor, os imóveis são os ativos mais importantes – inclusive se comparados aos ativos financeiros. Dessa forma, reafirma-se a importância dos imóveis no portfólio das famílias. A inserção a partir dos ativos financeiros pode ser considerada como um fator adicional de impacto sobre as estruturas financeiras, elemento que ganha mais importância para as famílias com maior renda e participação nos estoques.

Assim, realizadas as ponderações no nível desagregado, podemos observar, no gráfico 17, como se processou a evolução dos portfólios das famílias, em especial, com atenção ao período que antecede a crise de 2007. Destaca-se que os ativos financeiros cresceram em proporção da renda, sobretudo nos anos 1990 (no *boom* da *Nova Economia* e estagnação do mercado imobiliário) e novamente a partir de 2003.

Gráfico 17: Ativos financeiros, reais e passivos das famílias americanas, 1946-2010, em relação à renda disponível



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

Com relação aos ativos reais, destaca-se que a recessão de 1991-1992 contribuiu para manter os preços do mercado imobiliário estáveis (sem deflação), até as reformas fiscais do governo Bill Clinton (*Taxpayer Relief Act*, de 1997). Este fator, juntamente com a recuperação da renda ao longo do *boom* da economia americana, a partir de 1992, fizeram com que a razão entre

ativos reais e renda declinassem, embora não tenha sido suficiente para reduzir o passivo. O endividamento prossegue, tanto para imóveis, quanto para financiar o consumo. Este último passa a se expandir mais fortemente em 1993, porém a magnitude e a aceleração da taxa de expansão do passivo estão associadas ao endividamento imobiliário: este passa a se intensificar com o início do ciclo de valorização dos imóveis, não sendo interrompido pela crise das *dotcom* e pela conjuntura de 2001-2002.

A partir de 2003, após as medidas de estímulo do governo Bush, os mercados financeiros estavam novamente em expansão e o mercado imobiliário continuava a sua trajetória ascendente¹⁷³, como pode ser notado pelo gráfico 17. Contudo, com a crise de 2007, as famílias passaram a experimentar uma perda dupla – deflação dos ativos financeiros e dos ativos reais (gráfico 16). Com relação aos primeiros, como permitem inferir as tabelas 9 e 10, o impacto foi maior nas famílias mais ricas, embora, pelo canal dos investidores institucionais, um número maior de famílias tenha apresentado perdas, em especial as que detinham ações e participavam de fundos de pensão. Já a deflação dos ativos reais foi o aspecto mais grave, dada a relevância dos imóveis como principal item do portfólio da maior parcela das famílias, bem como o volume de dívidas, a maior parte destas associada aos imóveis, seja de forma direta (hipotecas) ou indireta (crédito de curto prazo: *Helocs, home equities, cash out*).

De acordo com as ideias de Minsky, as dívidas assumidas no auge do ciclo de expansão, marcadamente influenciadas pela euforia, subavaliação dos riscos e expectativas infladas, tendem a não ser honradas num cenário de *estabilidade* ou queda dos preços dos ativos, ou seja, são sustentáveis desde que a variação dos preços seja positivamente assimétrica. Neste caso, as unidades passariam ao terceiro estágio das estruturas financeiras, o *Ponzi*, e neste momento, a saída seria buscar reestruturar as dívidas, fazer moratória e/ou ter as dívidas perdoadas, para que o sistema possa voltar a se expandir. No caso das famílias americanas, como foi apresentado, algumas já estariam em situação *Ponzi*, pois adquirem ativos que não geram receita futura, embora apresentem ganhos de capital (com referência aos imóveis). Os ativos financeiros, embora gerem renda (juros e dividendos), na crise, tornaram-se um fator adicional para a fragilização da estrutura financeira das famílias, uma vez que a deflação também os

¹⁷³ É nesta expansão que as hipotecas *subprime* passam a ser um fator *adicional* de fragilidade do sistema. Em 2001 representavam 7,2% das hipotecas mercado; 7,9% (2003); 18,5% (2004) e 20% em 2005 e 2006. Ver Hawtrey (2009, p.28).

atingiu¹⁷⁴. Com a deflação generalizada, as famílias acabaram perdendo parte de seus recursos próprios (acumulados) aplicados em fundos (mútuos e de pensão), e passaram a carregar uma dívida elevada sem correspondência no valor do imóvel – realidade da maior parte das famílias.

A crise de 2007 indica que as famílias passaram a se inserir cada vez mais pela ótica da acumulação capitalista na sua vertente mais desenvolvida, a da busca de valorização fictícia da riqueza, mesmo que a partir do recurso do crédito. As transformações da esfera financeira, bem como a qualidade do acompanhamento da ação reguladora e supervisora das instituições do Estado, sem dúvida, contribuíram para este processo, seja na sua velocidade, abrangência (vários estratos sociais) ou magnitude (em termos de alavancagem das famílias). Neste sentido, a afirmação de Minsky sintetiza o processo:

The evolution from financial robustness to financial fragility did not take place in a vacuum. The sources of the change can be traced to profit opportunities open to financial innovators within a given set of institutions and rules; a drive to innovate financing practices by profit-seeking households, businesses, and bankers; and legislative and administrative interventions by governments and central bankers. (Minsky, 2008b, p.219).

3.3.4. As Famílias na Reversão Cíclica

Numa crise minskyana centrada no endividamento das empresas, por conta da ampliação da incerteza e da queda de confiança dos agentes em geral, há redução da demanda agregada e da renda. Nesse momento verifica-se o comportamento pró-cíclico do consumo, que acaba agravando a queda da demanda agregada, reduzindo ainda mais o ritmo de geração de renda das famílias. Porém, como a fragilidade não é das famílias, logo que a incerteza seja reduzida, o consumo tende a ser ampliado no início do novo período de expansão, segundo Minsky (2008b, p.34) “*the consumer becomes a hero in leading the economy out of a recession*”¹⁷⁵. Contudo, num contexto de crise em que as famílias são os principais agentes envolvidos, a deflação de ativos leva à redução da sua riqueza financeira, ao mesmo tempo em que há o aumento do peso das dívidas e dos encargos financeiros em relação à renda. O comportamento pró-cíclico das suas taxas de poupança, neste caso, responde a uma tentativa de

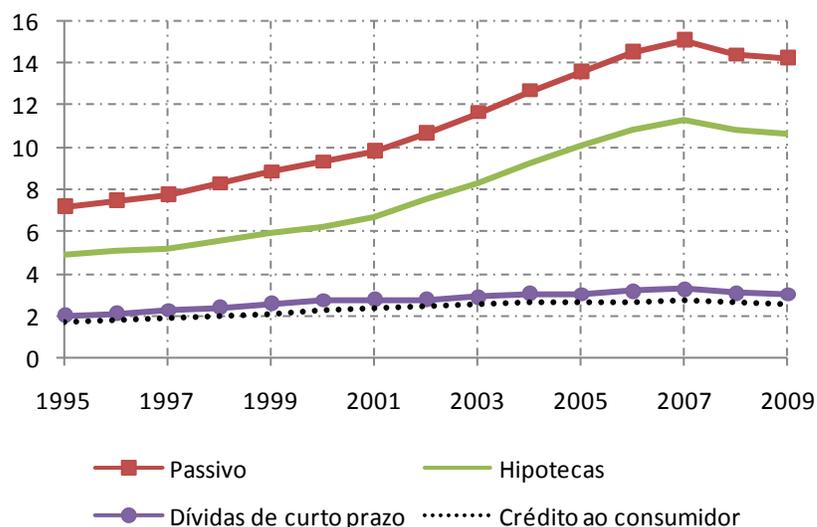
¹⁷⁴ Nesse aspecto, insere-se o contágio promovido pela securitização e pela expansão dos derivativos, num ambiente desregulamentado e com falhas de supervisão financeira.

¹⁷⁵ Um dos pilares da economia ao longo Grande Depressão foram os gastos do consumidor, frente à derrocada dos investimentos e da reduzida capacidade de intervenção do gasto público neste período.

contornar a fragilidade de seus portfólios, além, é claro, da motivação precaucional. A ação das famílias, como de outros agentes (instituições financeiras, bancos e empresas) aumenta o horizonte de incerteza sobre a recuperação. Como afirma Aglietta (2004, p.112), “a duração da recessão está inteiramente ligada à eliminação da fragilidade financeira”. Nesse processo, a venda dos ativos torna-se insuficiente para liquidar as dívidas, além de agravar a deflação, o refinanciamento se torna escasso e o crédito, quando disponível, é caro. A queda dos gastos em consumo, juntamente com a queda do investimento das empresas, realimentam a conjuntura depressiva, até que o sobreendividamento se reduza, e, sobre os ativos, comecem a surgir expectativas de manutenção dos preços e/ou valorização.

Com o valor dos ativos e das garantias em queda, muitas famílias se tornaram incapazes de refinarciar suas dívidas. Além disso, com o aprofundamento da crise financeira, atingindo a economia real com o aumento do desemprego, as obrigações financeiras (já elevadas e mesmo que em queda) não podem ser liquidadas em muitos casos. Nesse contexto, observa-se a generalização dos *defaults* e dos *foreclosers* (retirada das famílias dos imóveis), e a “exarcebação” da incerteza acaba induzindo a posturas financeiras que agravam a crise. Nesse sentido, medidas para recuperar a confiança, bem como as condições de gastos do consumidor, passam a ser relevantes, ainda mais quando estes gastos representam cerca de 70% do produto, e suas dívidas, ainda que em declínio, continuem elevadas.

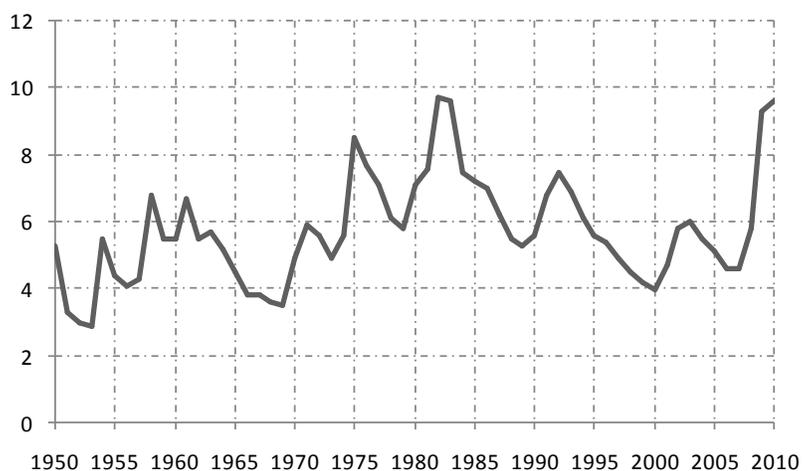
Gráfico 18: Dívidas das famílias americanas, 1995-2009, em trilhões de dólares de 2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

A ação do *Big Bank e Big Government* estaria condicionada a evitar que estes processos de deflação se prolongassem, de modo a evitar a quebra do sistema de pagamentos. Contudo, a intervenção do *Federal Reserve* e do Tesouro americano, uma das mais amplas até então, conseguiu interromper o movimento de queda dos ativos financeiros, injetou recursos para sanear os bancos e instituições financeiras, inclusive aquelas fora da supervisão, bem como, concedeu ajuda financeira a grandes empresas, como as automobilísticas. No entanto, muitas famílias ainda encontram-se financeiramente frágeis e outras tantas desempregadas (gráfico 19).

Gráfico 19: Taxa de desemprego, EUA, 1950-2010, em %



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Bureau of Labor Statistics*.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta dissertação buscou-se apresentar uma revisão do papel macroeconômico das famílias tendo como motivação inicial a compreensão do comportamento destes agentes em diferentes contextos históricos, como no período da *Golden Age* e no período das “finanças liberalizadas” – que compreende o momento atual –, tendo como referência mais próxima a situação de fragilidade financeira das famílias americanas e a crise desencadeada em 2007. A partir da abordagem minskyana, buscou-se compreender a estrutura financeira das famílias e a sua evolução, tendo em vista as determinações da economia monetária de Keynes, na qual a esfera financeira estimula e se autonomiza em relação à atividade produtiva, e na qual a moeda se torna um fim em si mesma, subordinando as decisões dos agentes econômicos.

Neste sentido, as hipóteses testadas foram as seguintes:

- (i) As famílias desempenhariam um papel na dinâmica econômica que iria além da tradicional função-consumo apresentada na *Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda* de Keynes (1936), sendo que este papel “mais complexo” não decorreria apenas das transformações mais recentes da economia, tal como as dos anos 1970 e 1980, mas já teria sido exercido e estimulado ao longo da *Golden Age*. Vale dizer, o entendimento das famílias a partir de seus gastos em consumo e a partir da renda seria uma abordagem parcial e incompleta, cada vez mais dissociada da economia contemporânea, complexa em suas relações financeiras;
- (ii) O consumo não estaria associado apenas à renda (corrente e/ou esperada), mas também à posse de ativos, à valorização e desvalorização destes, bem como à disponibilidade e acesso ao crédito. A maior participação das famílias na circulação financeira traria novos determinantes sobre sua função básica (consumo), além de novas funções;
- (iii) As famílias, buscando uma analogia com a função-consumo, apresentariam uma “função financeira”, na qualidade de tomadoras de decisões de portfólio, adquirindo ativos reais e financeiros, bem como emitindo passivos. Assim, tal como o empresário e o especulador, o cálculo prospectivo, de forma precária ou não, também seria realizado pelas famílias e, portanto, traria consequências em nível micro e também para o sistema econômico.

No capítulo 1 constatou-se, a partir das contribuições teóricas de Keynes, que a função-consumo é uma construção mais complexa do que a tradição keynesiana tem tratado, sobretudo ao se considerar as implicações da função numa perspectiva mais dinâmica, no sentido da “sucessão de curtos prazos”, como, de fato, é realizado no capítulo 22 da *Teoria Geral*. Além disso, ao se considerar e ampliar a incidência dos fatores objetivos e subjetivos que afetam a propensão a consumir, à luz das transformações da economia capitalista nos últimos 80 anos, foi possível inserir as famílias numa esfera de decisões mais amplas e que envolvem recursos monetários acumulados que não retornam de imediato à atividade corrente. Isto é, a partir da função-consumo original foi possível captar um comportamento mais complexo das famílias no que diz respeito aos fatores que afetam os seus gastos – para além da restrição da renda – bem como no que tange às decisões sobre a aplicação dos recursos poupados. Porém, um entendimento mais amplo do comportamento das famílias ainda era limitado, tendo em vista o predomínio de uma visão de fluxos da economia, e na qual o papel do crédito não teria sido destacado, ainda que pudesse estar implícito no tipo de economia referida por Keynes.

A partir do *Treatise on Money*, a inserção das famílias num ambiente financeiro complexo encontrou maior respaldo, uma vez que a análise dos agentes não se pautaria por funções de gastos, mas sim por motivações para compor saldos monetários (os depósitos). Nesta obra, a dinâmica dos estoques de riqueza, bem como o circuito do crédito e sua interação com a atividade econômica e financeira, estão explícitos – a *circulação industrial* e a *circulação financeira* –, permitindo compreender o universo de decisões a que os agentes passam a estar sujeitos e as implicações destas para a atividade econômica e para a geração de renda do sistema. Neste sentido, quando consideramos as famílias enquanto agentes que não apenas recebem salários e os gastam, mas que podem acumular recursos monetários para diversos fins, bem como financiar gastos e aquisições de ativos de elevado valor (durante vários períodos), estamos considerando o seu envolvimento na esfera financeira, tanto na dimensão dos fluxos (como os de renda e obrigações financeiras), quanto dos estoques (a partir das formas de riqueza e dívidas).

No capítulo 2, apresentando certa continuidade com as contribuições de Keynes na *Teoria Geral* e no *Treatise*, mas também com revisões críticas necessárias a determinadas construções do autor, buscamos compreender as famílias enquanto unidades econômicas representadas a partir de seus portfólios, apresentando as interações e as implicações das posturas financeiras estabelecidas a partir de suas decisões. A abordagem dos portfólios e de seus *cash*

flows, tendo como fundamento a análise das relações renda-dívidas, passa a inserir as famílias num ambiente de planejamento de gastos e de administração de seus ativos e passivos. As famílias, de forma similar à análise de Minsky em relação ao financiamento do investimento, podem apresentar um processo de fragilização de suas estruturas financeiras, ainda mais quando suas expectativas de ganho passam a ser alimentadas pela euforia da ascensão cíclica e da valorização de seus ativos. Deste modo, dependendo das posturas predominantes – *hedge*, *speculative* ou *Ponzi* – as famílias, bem como o sistema econômico, passam a conter elementos de fragilidade financeira que podem desencadear a instabilidade, ou perturbações características da dinâmica capitalista. Neste sentido, Minsky afirma:

In the modern world, analyses of financial relations and their implications for system behavior cannot be restricted to the liability structure of businesses and the cash flows they entail. Households (by the way of their ability to borrow on credit cards for big ticket consumer goods such as automobiles, house purchases, and to carry financial assets), governments (with their large floating and funded debts), and international units (as a result of the internationalization of finance) have liability structures which the current performance of the economy either validates or invalidates. (Minsky, 1992, p.4).

No capítulo 3, a partir da abordagem teórica e tendo em vista as transformações institucionais da economia americana e os dados acerca das estruturas financeiras dos agentes pesquisados, verificou-se que o papel macroeconômico das famílias é de fato amplo, não circunscrito ao consumo ou apenas ao financiamento deste. Constatamos que desde o período do pós-guerra – num processo marcado por profundas assimetrias no âmbito da riqueza – as famílias passaram a ampliar o seu envolvimento financeiro, por meio dos ativos financeiros e reais, e a partir do endividamento, como forma de financiar as aquisições de portfólio e/ou seus gastos em consumo. Parte do caráter virtuoso do regime da *Golden Age* encontra respaldo na maior inserção financeira das famílias, no âmbito da ampliação do acesso ao crédito. Vale dizer, com a implantação da economia de produção em massa, uma sociedade de consumo em massa foi constituída e passou a ser estimulada, contribuindo para o crescimento contínuo e acelerado da economia durante décadas. Assim, *a economia de administração da demanda agregada*, ao lado da transferência de renda e da melhoria da distribuição desta, teve no crédito um de seus aspectos centrais. Como foi visto, embora a renda tenha se elevado, o endividamento das famílias passou a

ser um aspecto estrutural desta economia, amparado e estimulado inclusive por leis e instituições do governo.

A expansão da economia do pós-guerra, assentada num sistema financeiro inicialmente robusto e com baixo nível de endividamento do setor privado, progressivamente, deu lugar a um sistema suscetível a flutuações. Como adverte Minsky (1975), “a estabilidade é desestabilizante”, o acúmulo de transformações das relações financeiras, ao passo que dão vitalidade e vigor ao sistema econômico, contribuem para a sua fragilidade. Deste modo, o processo de desestruturação da *Golden Age*, marcado pelo agravamento da instabilidade do crescimento, por distúrbios financeiros e pelo recrudescimento do processo inflacionário, a partir do final dos anos 1960, contribuiu, entre outros, para a adaptação dos portfólios das famílias. Estas passaram a buscar alternativas para a aplicação de seus recursos acumulados (riqueza) e corroídos pela perda do poder de compra da moeda, migrando de aplicações tradicionais em instituições depositárias, e dos ativos financeiros, como ações, para opções financeiras mais rentáveis que estavam emergindo, bem como para ativos reais, como forma de proteção e alocação de recursos, sobretudo por conta da valorização resultante da intensificação da demanda por estes ativos.

A expansão crescente da dimensão financeira da economia (*financeirização*), sobretudo após a reforma do aparato institucional intervencionista no Governo Reagan (privatização, liberalização e desregulamentação financeiras), acabou trazendo novas nuances sobre o comportamento das famílias, sobretudo em termos de intensidade e exposição das estruturas financeiras à volatilidade dos mercados financeiros, seja via ativos, seja por meio de dívidas e das condições de financiamento. Observamos que o endividamento de famílias de diferentes níveis de renda, sobretudo a partir da década de 1980, esteve fortemente associado à aquisição de ativos reais, em grande medida estimulado pela dinâmica de valorização destes ativos. De outro lado, as aplicações de recursos próprios em fundos de investimento, como também em ações, marcando um “retorno” ao mercado acionário, passaram a inserir um importante elemento de volatilidade sobre o valor da riqueza financeira, mais importante para as famílias que concentram os ativos financeiros (as 20% mais ricas, em termos de renda), mas gradativamente relevante para as demais.

Assim, no período mais recente das “finanças liberalizadas” (1970-atual), foi observado, de um lado, a ampliação das esferas de valorização da riqueza financeira e de seu

acesso, devido ao surgimento de novas instituições e produtos financeiros, permitindo um maior envolvimento financeiro a partir dos investidores institucionais, e de outro, a intensificação e ampliação do acesso ao crédito, sobretudo para o financiamento imobiliário. Além disso, observamos que a queda histórica da taxa de poupança das famílias, sobretudo a partir de 1985, encontra respaldo no movimento de acumulação de riqueza, ainda que fictícia. Os ganhos de capital, realizados ou não, passaram a ser expressivos e a contribuir com um relevante efeito riqueza sobre o consumo, sobretudo para grande parte da população detentora de imóveis. Parcela importante destas famílias passou a ampliar o seu endividamento, exercendo os ganhos de capital, em especial com imóveis, mantendo os ativos nos portfólios, à medida que estes se valorizavam.

Cabe destacar que ao lado do processo de maior inserção financeira, observou-se nas últimas décadas, sobretudo a partir dos anos 1990, a intensificação das assimetrias entre as famílias, em especial, no âmbito do patrimônio. As famílias mais abastadas foram as que mais tiveram êxito em ampliar a sua riqueza, em parte, pelo menor peso das dívidas em seus portfólios, pelo volume e disponibilidade de recursos acumulados e pelo maior acesso às distintas modalidades de alocação da riqueza. Isto é, as famílias mais ricas, acabam participando de diferentes esferas de valorização, sobretudo com a maior integração financeira e a liberdade dos fluxos de capitais. As demais famílias, embora tenham conseguido ampliar o seu patrimônio, o fizeram de maneira menos elástica (algumas vezes com perdas), sobretudo por conta do menor volume de recursos acumulados, participando de forma marginal e num menor conjunto de aplicações, em geral, a partir da finança indireta, ainda que o peso da participação dos ativos financeiros tenha se elevado em seus portfólios. Deste modo, o financiamento dos imóveis assumiu um aspecto central para a acumulação patrimonial da maior parcela da população, seja por envolver grandes magnitudes, seja por estar associado a um ativo que experimentou um importante processo de valorização nas últimas décadas, e em especial no período 1997-2007. De outro lado, este processo, com a continuidade do ciclo, serviu de lastro para a construção de arranjos financeiros cada vez mais dependentes da valorização dos ativos financiados.

A partir de 2003, com a intensificação do *boom* do mercado imobiliário, após a deflação e estagnação que ocorreram nos demais mercados, o envolvimento financeiro das famílias assumiu maior relevância, tendo em vista a rapidez e o volume do processo de endividamento, bem como a sua abrangência. Tal processo se estendeu até às famílias com pior histórico de crédito ou mesmo sem histórico e com ou sem renda/trabalho. A euforia da

valorização dos imóveis acabou sendo acompanhada da recuperação do valor dos ativos financeiros (após a crise de 2000-2001), e fez proliferar o elemento especulativo nas posturas financeiras das famílias. Muitas já se encontravam em situação *Ponzi*, e outras passaram a entrar no mercado nesta posição, a partir de 2003, dada a facilidade de crédito e as expectativas infladas de valorização dos ativos¹⁷⁶.

Entendemos que o processo que levou à crise de 2007 foi possível pelas inovações financeiras e pelos excessos dos agentes financeiros na dinâmica da concorrência, associados à precariedade de regulação e supervisão das instituições oficiais. O processo de liberalização e desregulamentação financeiras, ou o avanço da *financeirização*, assim, contribuiu para ampliar as esferas de valorização da riqueza, inseriu maior volatilidade sobre o sistema econômico e permitiu que mais famílias, dos diferentes estratos de renda e riqueza, passassem a estar sujeitas aos fatores que Keynes apontou, nos anos 1930, para determinadas parcelas da população. Em 2007, as famílias não sofreram apenas os impactos de uma crise, elas estavam diretamente envolvidas na construção de um cenário de fragilidade financeira; assumiram compromissos financeiros e intensificaram seu endividamento a fim de viabilizar as suas decisões. Vale ressaltar, não se tratava das famílias que concentram a riqueza e os ativos financeiros (19 e 1% mais ricas), mas de segmentos amplos da população.

Esta dissertação buscou demonstrar que as famílias, de forma geral, devem ser consideradas como agentes que *tomam decisões* complexas que não se restringem ao consumo corrente e à magnitude da renda, sendo melhor entendidas a partir de um portfólio, tal como foi sugerido por Minsky. Tanto no período da *Golden Age*, quanto após as transformações dos anos 1970 e 1980, as famílias puderam influenciar a dinâmica econômica, seja através da ampliação conjunta dos gastos em consumo financiada por crédito de curto prazo, seja na generalização da fragilidade financeira, mais associada ao financiamento de longo prazo e aos imóveis. No caso das famílias que apenas financiam o consumo, destaca-se que estas estabelecem arranjos financeiros que estarão pressupostos para o próximo período. Mesmo nestes casos, as decisões envolvem expectativas sobre as condições que cercam a renda, o acesso e custo do crédito, entre outros. Deste modo, a estrutura financeira destas famílias está sujeita à validação a cada período corrente. De outro lado, o aspecto mais expressivo do comportamento das famílias é destacado

¹⁷⁶ Belluzzo & Coutinho (1998, p.147): “Neste quadro, agrava-se progressivamente a fragilidade financeira, fenômeno que é mascarado pelo surto de valorização acelerado dos ativos”. Aglietta (2005, p.109): “[...] a acumulação de dívidas acarreta uma fragilidade financeira que permanece dissimulada enquanto as mais-valias sobre os ativos prosseguem”.

quando se verifica que a maior parte do endividamento destes agentes está associada à decisão de aquisição de um ativo. Ademais, que a ampliação do endividamento, ao longo do *boom*, sustenta-se na expectativa de valorização do ativo, e atua como forma de exercício do aumento de riqueza (efeito no consumo), uma vez que o ativo, em geral, não é vendido por ser a residência principal. Ambos os casos, em especial o segundo, por sua abrangência e intensidade, tornaram a crise de 2007, e têm tornado a recuperação, um desafio maior para a economia americana.

Desta forma, consideramos que o papel macroeconômico das famílias seria amplo e poderia contribuir para a fragilidade e instabilidade financeira, ao menos, de dois modos principais:

- (i) O consumo das famílias representa o maior componente da demanda agregada e, embora, uma parte do consumo ocorra de forma independente da conjuntura econômica – o gasto autônomo – parte relevante dos gastos é variável e depende das demais esferas de decisões das famílias, bem como do desempenho da atividade econômica corrente e das condições de crédito. É este componente variável do consumo que exerce influência sobre a expansão da demanda agregada e torna-se um aspecto importante sobre as expectativas que cercam as decisões dos empresários. Deste modo, a volatilidade do sistema não se restringe ao investimento, uma parte advém do consumo, e esta pode contribuir para instabilizar ainda mais o investimento¹⁷⁷;
- (ii) as famílias, por mais assimétricas que sejam, inserem-se na economia a partir de ativos e passivos. A partir de determinada situação de conforto, as famílias buscam a valorização de sua riqueza, mesmo que esta passe a ter um relevante componente crédito-financiado (a realidade da maior parte das famílias) e dissociado da dinâmica da economia real. O acesso ao crédito e aos produtos financeiros, em larga escala, tornam as famílias cada vez mais dependentes dos mercados, seja no valor de referência de sua riqueza, seja nas condições de refinanciamento de suas dívidas, ou na liquidação de seus compromissos financeiros. Assim, numa conjuntura de crise, a busca por liquidez e de recomposição patrimonial das famílias, sobretudo das que estão endividadas, torna

¹⁷⁷ Como argumenta Chick (1997) ao tratar do multiplicador do investimento.

a fase descendente do ciclo mais profunda e/ou duradoura, situação tanto mais grave de acordo com a frequência da fragilidade financeira.

Com relação à crise de 2007, consideramos que a recuperação da economia americana passa pela reestruturação da posição financeira das famílias. As suas dívidas continuam elevadas e seus ativos perderam valor, em especial, os imóveis. Muitas famílias perderam o emprego e, portanto, a capacidade de liquidar seus compromissos financeiros. Enquanto essa situação não se reverter, a reação das famílias, como de outros agentes, tenderá a ser pró-cíclica, tendo efeitos cumulativos negativos sobre as perspectivas de uma recuperação mais robusta. Deve-se acrescentar que esta crise representa a maior perda de capital da história para as famílias americanas (gráfico 16), o que, de um lado, ressalta o seu profundo envolvimento financeiro, e de outro permite afirmar que a recuperação da economia dos EUA passa a exigir medidas que permitam o saneamento financeiro destes agentes.

Após o socorro do sistema financeiro e de grandes empresas, para evitar uma deflação profunda e generalizada do preço dos ativos financeiros e a quebra de setores produtivos mais densos, destaca-se a necessidade de intervenção do Estado (*Big Bank* e o *Big Government*) para recuperar a capacidade de gasto das famílias, evitar a desocupação dos imóveis e a continuidade da deflação destes. É preciso uma intervenção geradora de emprego e renda, diferente das recuperações mais recentes – caracterizadas por serem *jobless recoveries* (1991-1993 e 2001-2003) –, bem como medidas para manter as pessoas em suas casas, permitindo condições de renegociação das dívidas com aval do governo¹⁷⁸, tal como ocorreu durante a *Grande Depressão* no âmbito da *Federal Housing Administration* (FHA), e através da *Home Owners Loan Corporation* (HOLC). Além disso, propõe-se a utilização do sistema financeiro sob a influência das autoridades para prover liquidez de forma direcionada, permitindo o financiamento das decisões de gasto relevantes como o consumo e o investimento. Estas medidas, em conjunto, parecem ser condições necessárias para que se possa orientar positivamente as expectativas dos tomadores de decisões, isto é, dos empresários, agentes financeiros e famílias.

¹⁷⁸ Nesse sentido, ainda que com o escopo muito limitado, tendo em vista a dimensão da crise, segundo Cintra & Cagnin (2007), foi criado o *FHA-Secure*, um programa de refinanciamento de imóveis para as famílias com bom histórico de crédito.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGLIETTA, M. *Macroeconomia Financeira: mercado financeiro, crescimento e ciclos*. Edições Loyola, São Paulo, Brasil, 2004.

_____. *Shareholder Value and corporate governance: some tricky questions*, *Economy and Society*, Volume 29, Number 1, 146–159, February, 2000.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA KEYNESIANA. *Dossiê da Crise*. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>, novembro, 2008.

BELLUZZO, L. G. *Os Antecedentes da Tormenta: Origens da crise global*, Editora Facamp, Campinas, 2009.

_____.; COUTINHO, L. *'Financeirização' da Riqueza, Inflação de Ativos e Decisões de Gasto em Economias Abertas*, *Economia e Sociedade*, Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, v.7, n.2 (11), p.137-150, dezembro, 1998.

_____.; ALMEIDA, J. S.G. *Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Plano Real*, *Civilização Brasileira*, Rio de Janeiro, p.23-55, 2002.

BRAGA, J. C. S. *A Financeirização da Riqueza*, *Economia e Sociedade*, Campinas - S.P. UNICAMP, p.25-58, 1993.

BROWN, C. *Financial Engineering, Consumer Credit, and the Stability of Effective Demand*. *Journal of Post Keynesian Economics*. New York: M. E. Sharpe, Inc., vol. 29, n° 3, p. 427-453, 2007.

BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS. *Integrated Macroeconomic Accounts for the United States*, diversos anos, disponível em: <http://www.bea.gov>.

_____. *National Income and Product Accounts*, diversos anos.

BUREAU OF LABOR STATISTICS. *Unemployment Rate, historical data*, disponível em: <http://www.bls.gov>.

CARVALHO, F. J. C. *Sobre a Centralidade da Teoria da Preferência pela Liquidez*, *Ensaio FEE*, Porto Alegre (17) 2: 42-77, 1996.

_____. *et al. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*, Editora Campus, Rio de Janeiro, 2000.

CHESNAIS, F. *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*, Xamã, 1998.

CHICK, V. *The Multiplier and Finance*, In: HARCOURT, G. C. & RIACH, P. A. (Org.) *A Second Edition of the General Theory*, V.1. London: Routledge, 1997.

CINTRA, Marcos Antônio M. & CAGNIN, Rafael R. *Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, crédito e investimento da economia americana após 1982*, *Novos estudos - CEBRAP* n.79, São Paulo, novembro, 2007.

CYNAMON, B.Z.; FAZZARI, S. M. *The End of the Consumer Age*. Manuscrito, 2010.

_____. *Household Debt in the Consumer Age: Source of Growth –Risk of Collapse*. Capitalism and Society. Vol. 3, Issue 2, Article 3, p. 1-27, 2008.

DEOS, S. *A Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky numa Economia de Mercado de Capitais*, Dissertação de Mestrado apresentada na UFRGS, Porto Alegre, 1997.

DUDLEY, D. *Theory of a Monetary Economy*. In: KURIHARA, K. K. (Org.) *Post-Keynesian Economics*. London: Routledge, 2003.

ERTURK, K. *Macroeconomics of Speculation*, The Levy Economic Institute Working Paper n. 424 The Levy Economic Institute of Bard College, 2005.

FEDERAL RESERVE. *Changes in U.S. Family Finances from 1998 to 2001: Evidence from the Survey of Consumer Finances*, January 2003.

_____. *Changes in U.S. Family Finances from 2004 to 2007: Evidence from the Survey of Consumer Finances*, February 2009.

_____. *Economic Report of the President, 2009*.

_____. *Flow of Funds Accounts of the United States*, vários anos, <http://www.federalreserve.gov/datadownload/>.

_____. *Survey of Consumer Finances*, vários anos, http://www.federalreserve.gov/econresdata/scf/scf_2007.htm.

FISHER, I. *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, *Econometrica*, Vol.1, n.4, p.337-357, October, 1933. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1907327>.

FRIEDMAN, M. *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press, Princeton, N. J., 1957.

GALBRAITH, J. K. (1954) *The Great Crash, 1929*, New York: Penguin, 1988.

_____. *A Era da Incerteza*, São Paulo: Pioneira, 1982.

GLYN, A. *et al. The Rise and Fall of the Golden Age*, Oxford: Clarendon Press, 1990.

GREENSPAN, A. & KENNEDY, J. *Sources and Uses of Equity Extracted from Homes*, Finance and Economics Discussion Series paper 2007-20, Federal Reserve Board, 2007.

GUTTMANN, R. *A Primer on Finance-Led Capitalism*, Hofstra University, New York, CEPN, Paris, *Revue de la Regulation*, n°3/4, May 2008.

_____. *How Credit-Money Shapes the Economy: United States in a Global System*, M.E. Sharpe, London, England, 1994.

_____. *As Mutações do Capital Financeiro*, In: CHESNAIS, F. *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*, Xamã, 1998.

_____.; PLIHON, D. *O Endividamento do Consumidor no Cerne do Capitalismo Conduzido pelas Finanças*, Economia e Sociedade, Campinas, v. 17, Número especial, p. 575-611, dezembro, 2008.

HARCOURT, G. C. & RIACH, P. A. *A Second Edition of the General Theory*, vol.1. London: Routledge, 1997.

HAWTREY, K. *Affordable Housing Finance*, The Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, Palgrave Macmillan, 2009.

KALECKI, M. *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933-1970*, Cambridge University Press, 1971.

KEEN, S. *Finance and Economic Breakdown: Modeling Minsky's 'Financial Instability Hypothesis'*, Journal of Post Keynesian Economics, 17(4), 607-635, 1995.

KEYNES, J. M. (1930). *A Treatise on Money*, The Collected Writings of John Maynard Keynes, MacMillan for the Royal Economic Society, Cambridge University Press, vol. V, 1973.

_____. (1936). *Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda*, Os Economistas, Editora Nova Cultural, São Paulo, 1996.

_____. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*, The University of Adelaide: Library Electronic Texts Collection, 2003. (<http://etext.library.adelaide.edu.au>)

_____. (1937). *The General Theory of Employment*, The Quarterly Journal of Economics, 51 (February 1937) in The Collected Writings of John Maynard Keynes, MacMillan for the Royal Economic Society, Cambridge University Press, vol. XIV, 1973.

_____. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. 28 vols. London and Basingstoke: Macmillan, for the Royal Economic Society, 1973.

KINDELBERGER, C. P. *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*, Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.

KREGEL, J. *Yes, 'It' Did Happen Again: A Minsky Crisis Happened in Asia*, Economics Working Paper Archive wp_234, The Levy Economics Institute of Bard College, 1998.

_____. *Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market*. Public Policy Brief No. 93. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. January, 2008a.

_____. *Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis*. Working Paper n°. 530. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. April, 2008b.

LAVOIE, M. *Financialisation Issues in a Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Model*, Intervention 5 (2), 2008, 335-361, Ottawa, Canada, 2008.

LIBMAN, Emílio. *Fragilidade Financeira no Centro e na Periferia*, Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, maio, 2008.

LIMA, D. B. T. & MATHIAS, J. F. *Uma Interpretação da Crise Subprime Segundo a Abordagem de Hyman Minsky*, II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, setembro, 2009.

LOURENÇO, A. L. *O Pensamento de Minsky: Alterações de Percurso e Atualidade*, Economia e Sociedade, n.28, Campinas, 2005.

LUDVIGSON, S. *Consumption and Credit: A Model of Time-Varying Liquidity Constraints*. The Review of Economics and Statistics, August 1999.

_____.; SLØK, T. *The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OCDE Countries*. IMF Working Paper. WP/02/1, Janeiro, 2002.

MACEDO E SILVA, A. C. *Do Treatise à Teoria Geral*. In: SICSÚ & VIDOTTO. C. Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas. Elsevier, Rio de Janeiro, 2008.

MAKI, D. M. *The Growth of Consumer Credit and the Household Debt Service Burden*. FEDS Working Paper. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, n° 2000-12, February 2000.

MANDEVILLE, B. (1732) *The Fable of the Bees or Private Vices, Publick Benefits*, 2 vols. Indianapolis: Liberty Fund, 1988.

MAZZUCHELLI, F. *Os Anos de Chumbo: Notas sobre a Economia e a Política Internacional no Entre-Guerras*, Campinas, SP: Unicamp, IE, 2009.

_____. *Os Dias de Sol: A Formação da Idade de Ouro do Capitalismo*, Campinas, SP: Unicamp, IE, 2010.

MCCULLEY, P. *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*, Global Central Bank Focus, May 2009.

MINSKY, H. P. (1975) *John Maynard Keynes*, McGraw-Hill books, 2008a.

_____. (1982) *The financial instability hypothesis, capitalist processes and the behavior economy*, In KINDELBERG, C. P. & LAFFARGUE, J. P. *Financial Crises. Theory and Policy*, Cambridge University Press.

_____. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill books, 2008b.

_____. (1987) *Securitization*, The Levy Economic Institute Policy Note. The Levy Economic Institute of Bard College, February 2008c.

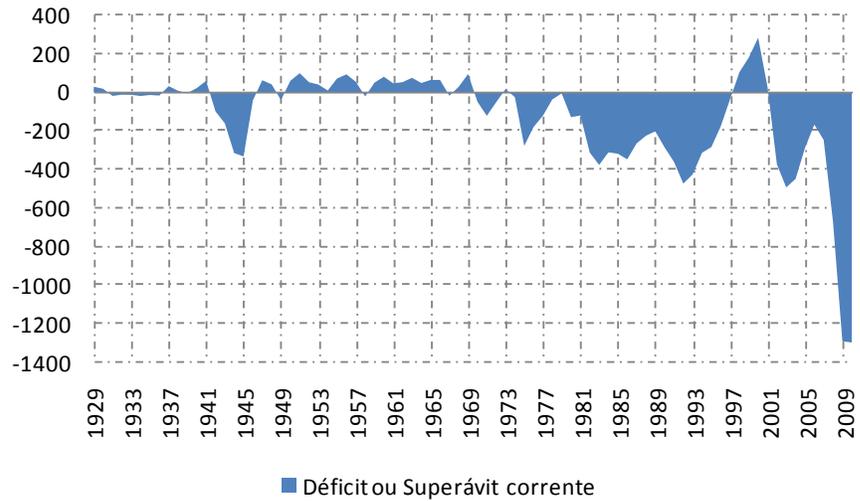
_____. (1992) *The Financial Instability Hypothesis*, The Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper n. 74, The Levy Economic Institute of Bard College.

- MODIGLIANI, F.; ANDO, R. *The Life-Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests*. American Economic Review, n.53, 1963.
- PAPADIMITRIOU, D. *et al. How Fragile is the US economy?*, The Levy Economic Institute of Bard College, Strategic Analysis, March, 2005.
- PLIHON, D. *Desequilíbrios Mundiais e Instabilidade Financeira: A Responsabilidade das Políticas Liberais, Um Ponto de Vista Keynesiano*, In: CHESNAIS, F. *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*, Xamã, 1998.
- ROSAR, O. O. *A Teoria de Minsky no Atual Contexto*, Raízes, Ano XVIII, nº 19, maio, 1999.
- SERRANO, F. *Los trabajadores gastan lo que no ganan: Kalecki y la economía americana en los años 2000*, Circus, 3. Argentina, 2008.
- SKIDELSKY, R. *Keynes: The Return of the Master*, Penguin Books, London, England, 2009.
- SCHULZ, T. *Maioria não foi beneficiada por 30 anos de crescimento*, O Estado de São Paulo, São Paulo, 22 outubro de 2010. Economia, Caderno B, p.13.
- TAVARES, M. C. *A retomada da hegemonia norte-americana*, In: FIORI, José Luís (Org). Poder e dinheiro: uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.
- TAYLOR, L.; O'CONNELL, S. *A Minsky Crisis*. Quarterly Journal of Economics, 100 Supplement, p.871-885, 1985.
- TEIXEIRA, L. *Uma Investigação sobre o Endividamento dos Trabalhadores Norte-americanos dos Anos 1980 aos Anos 2000*, Dissertação de Mestrado apresentada na Unicamp, Campinas, 2010.
- U.S. CENSUS BUREAU, várias tabelas, disponível em <http://www.census.gov/hhes/www/housing.html>.
- VERCELLI, A. *A Perspective on Minsky Moments: The Core of the Financial Instability Hypothesis in Light of the Subprime Crisis*, The Levy Economic Institute Working Paper n. 579, The Levy Economic Institute of Bard College, October 2009.
- VIDOTTO, C. *O Espectro de Keynes Ronda a América: hipotecas, securitização e crise financeira nos Estados Unidos*. In: SICSÚ & VIDOTTO. C. *Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas*. Elsevier, Rio de Janeiro, 2008.
- WELLER, C. *Drowning in Debt: America's Middle Class Falls Deeper in Debt as Income Growth Slows and Costs Climb*, Center for American Progress, May 2006.
- WOLFF, E. N. *Recent Trends in Household Wealth in the United States: Rising Debt and the Middle-Class Squeeze*, The Levy Economic Institute Working Paper n. 502, The Levy Economic Institute of Bard College, March 2010.
- WRAY, R. *Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis*. The Levy Economic Institute Working Paper n. 578, The Levy Economic Institute of Bard College, September 2009.

_____. *Lessons from the Subprime Meltdown*, The Levy Economic Institute Working Paper n. 522, The Levy Economic Institute of Bard College, December 2007.

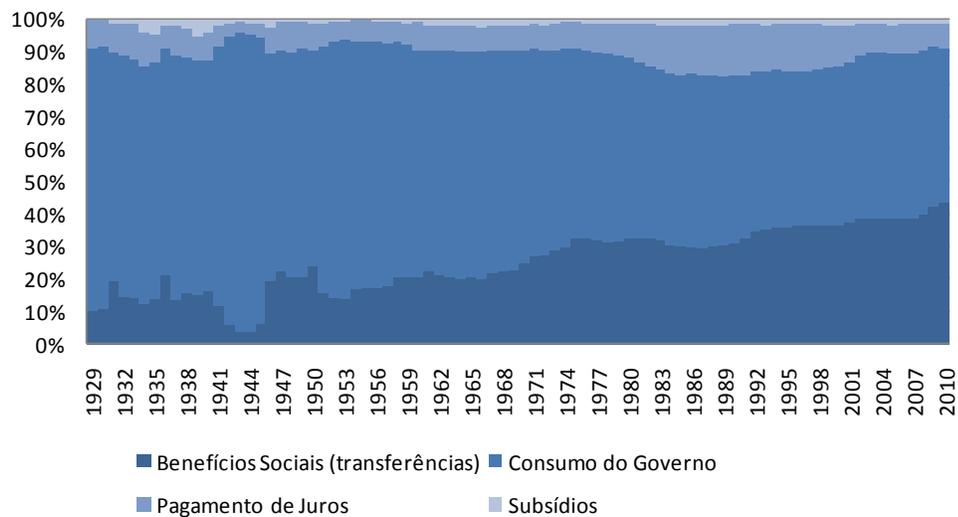
ANEXOS

Gráfico A1: Déficit corrente do governo dos EUA, 1929-2010, em bilhões de dólares de 2010



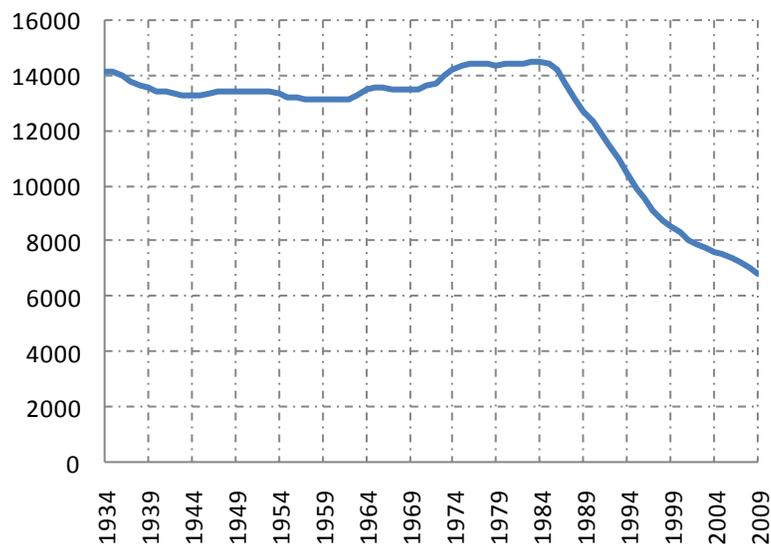
Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Bureau of Economic Analysis*.

Gráfico A2: Composição dos gastos correntes do governo dos EUA, 1929-2010, em %



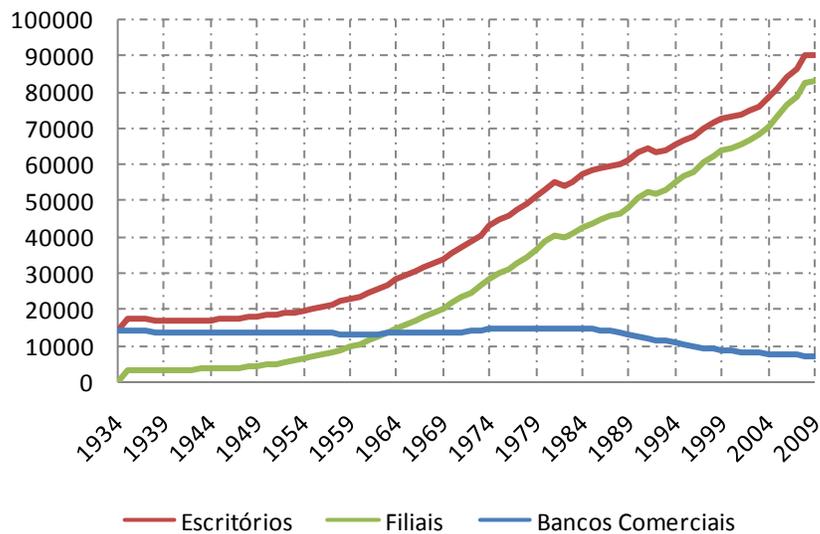
Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Bureau of Economic Analysis*.

Gráfico A3: Número de instituições bancárias nos EUA, 1934-2009



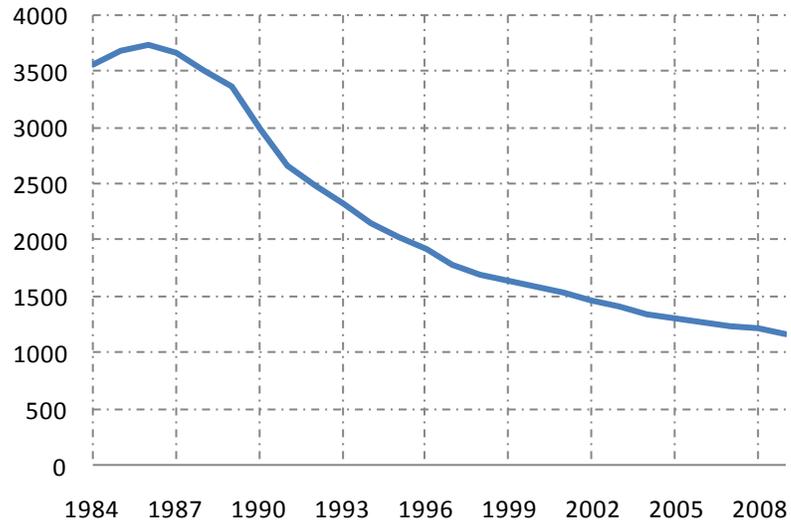
Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC*.

Gráfico A4: Número de instituições bancárias, filiais e escritórios americanos nos EUA e no exterior, 1934-2009



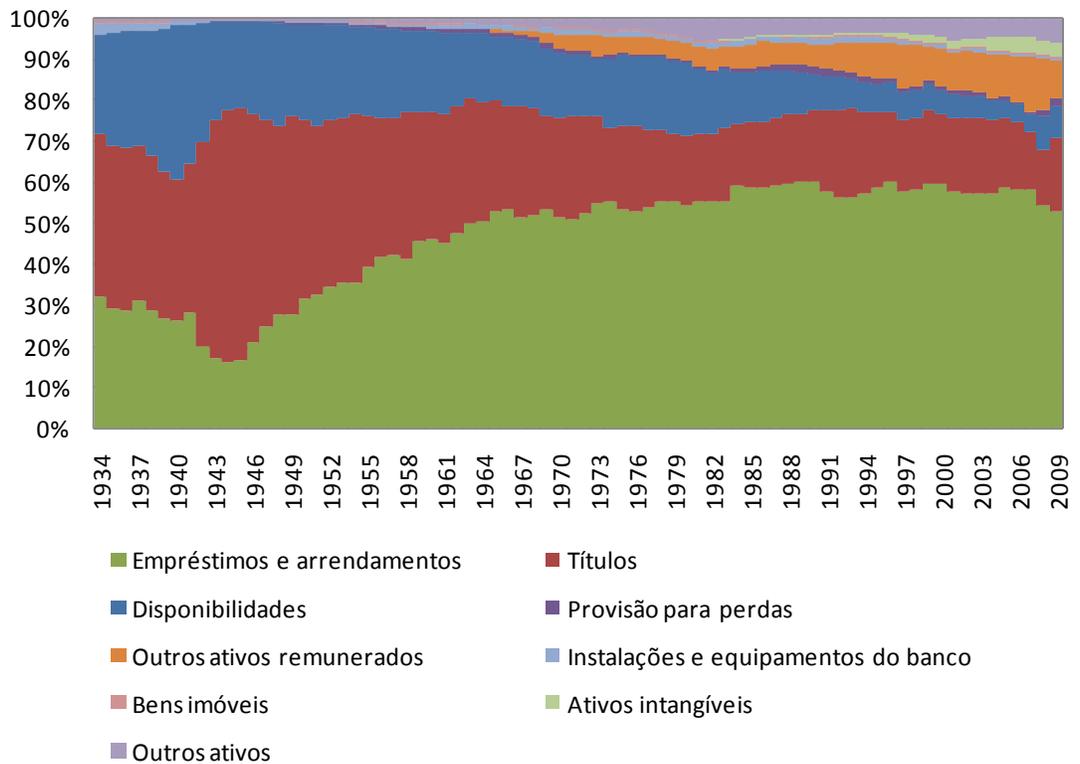
Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC*.

Gráfico A5: Número de instituições de poupança nos EUA, 1984-2009



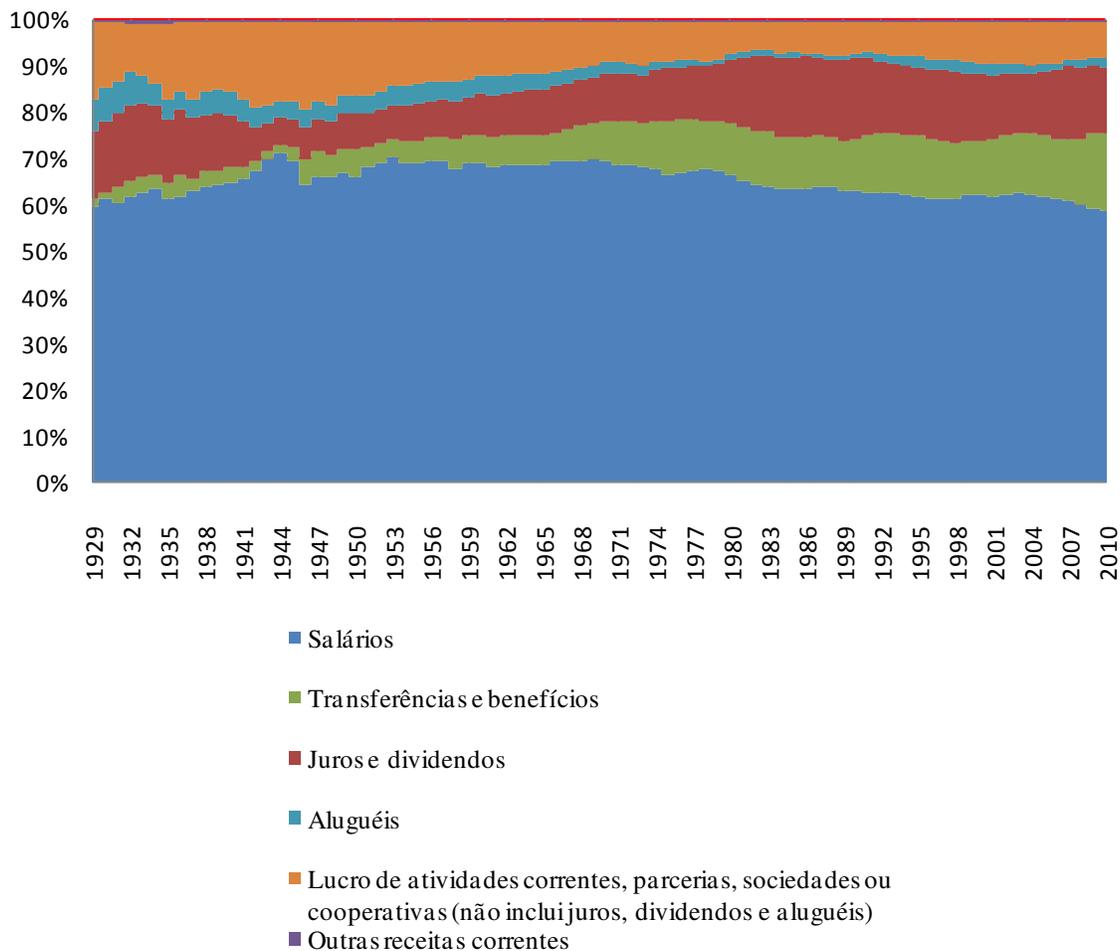
Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC*.

Gráfico A6: Composição dos ativos bancários nos EUA, 1934-2009, em % do ativo total



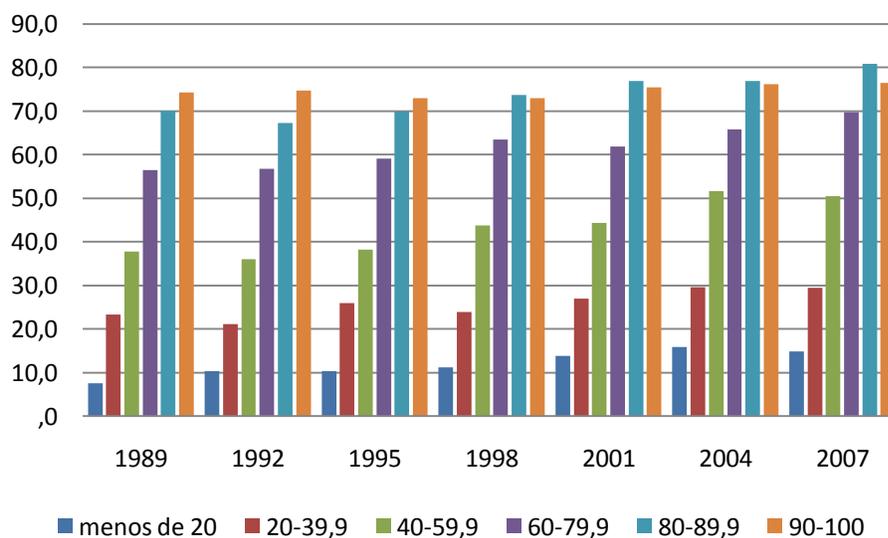
Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC*.

Gráfico A7: Composição da renda disponível das famílias americanas, 1934-2010, em %



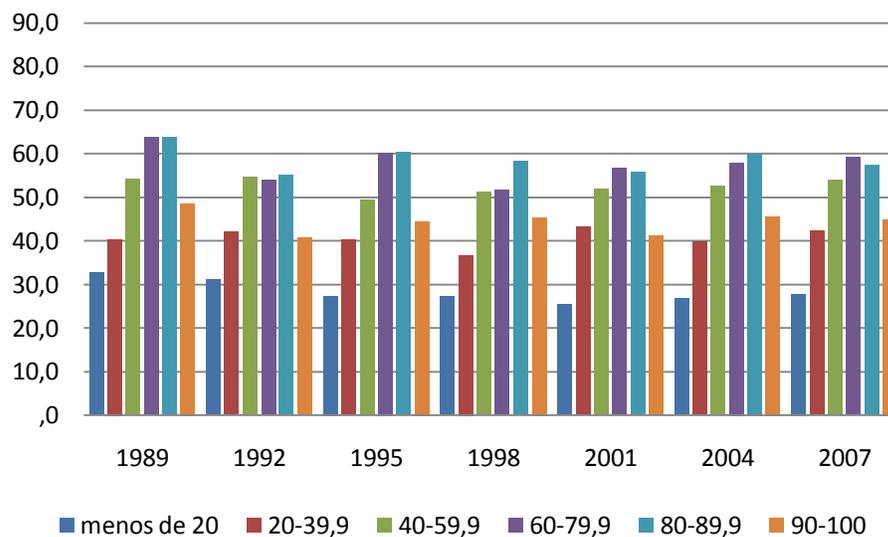
Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Bureau of Economic Analysis*.

Gráfico A8: Proporção de famílias com dívidas relacionadas a imóveis residenciais, por estrato de renda, EUA, 1989-2007, em % do estrato da distribuição de renda



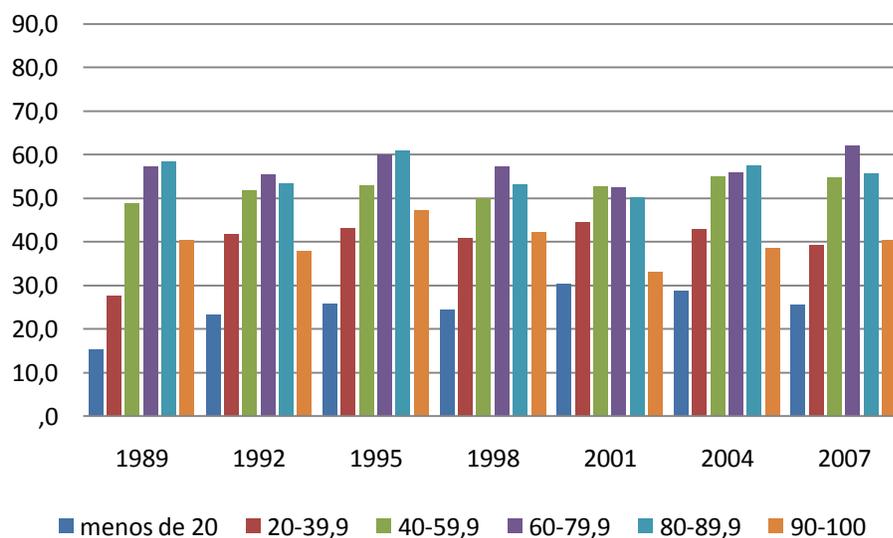
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed – *Survey of Consumer Finances 1989 to 2007*.

Gráfico A9: Proporção de famílias com dívidas relacionadas a crédito à prestação, por estrato de renda, EUA, 1989-2007, em % do estrato da distribuição de renda



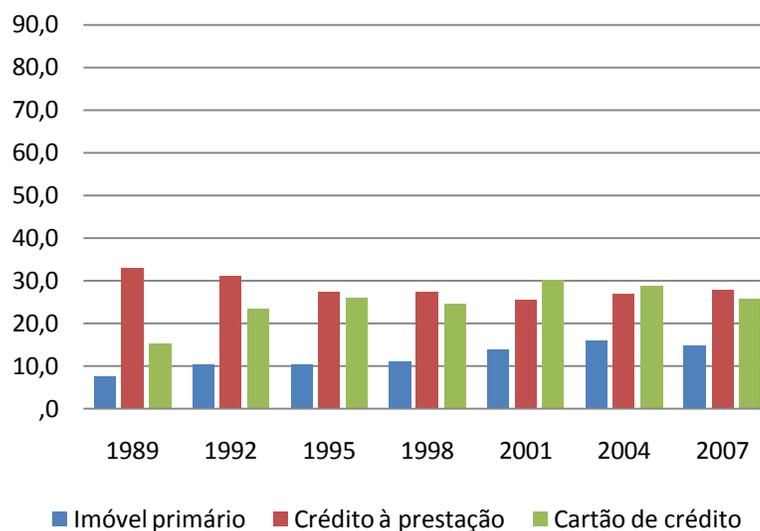
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed – *Survey of Consumer Finances 1989 to 2007*.

Gráfico A10: Proporção de famílias com dívidas relacionadas a cartão de crédito, por estrato de renda, EUA, 1989-2007, em % do estrato da distribuição de renda



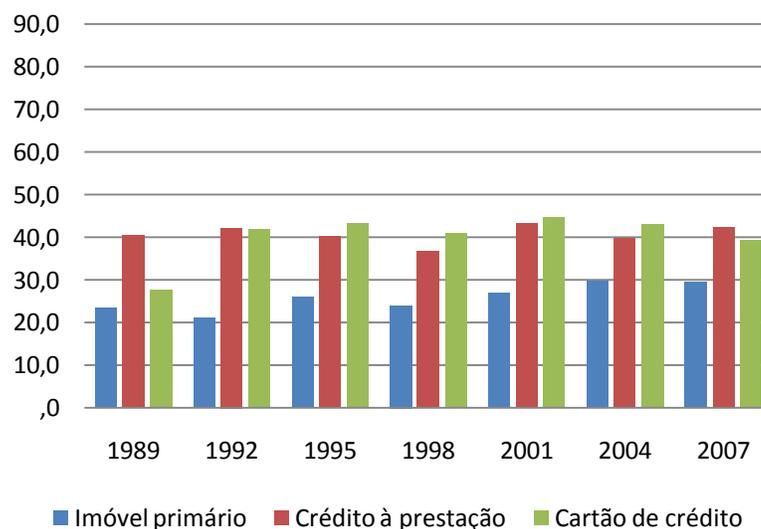
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed – *Survey of Consumer Finances 1989 to 2007*.

Gráfico A11: Endividamento das famílias com “menos de 20% da renda”, EUA, 1989-2007, em % das famílias do estrato e por modalidade de dívida



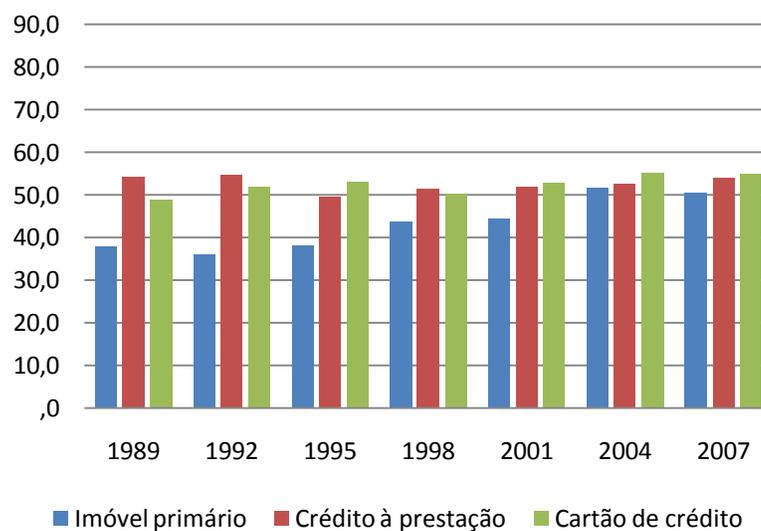
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed – *Survey of Consumer Finances 1989 to 2007*.

Gráfico A12: Endividamento das famílias com “20-39,9 % da renda”, EUA, 1989-2007, em % das famílias do estrato e por modalidade de dívida



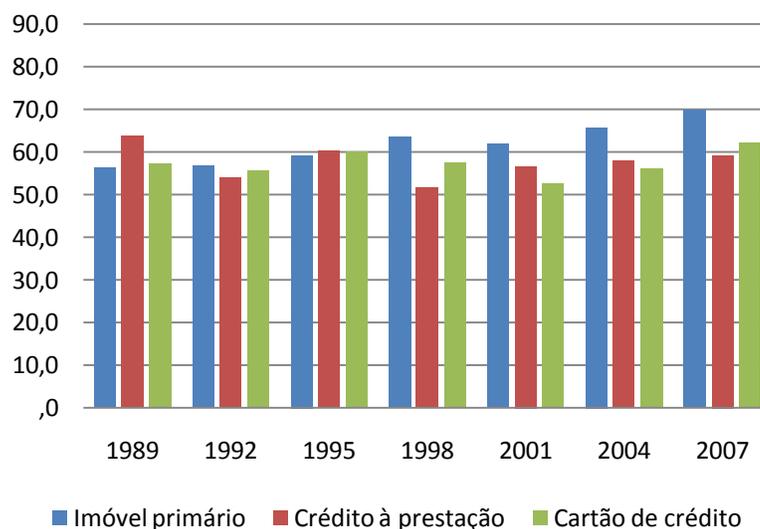
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed – *Survey of Consumer Finances 1989 to 2007*.

Gráfico A13: Endividamento das famílias com “40-59,9 % da renda”, EUA, 1989-2007, em % das famílias do estrato e por modalidade de dívida



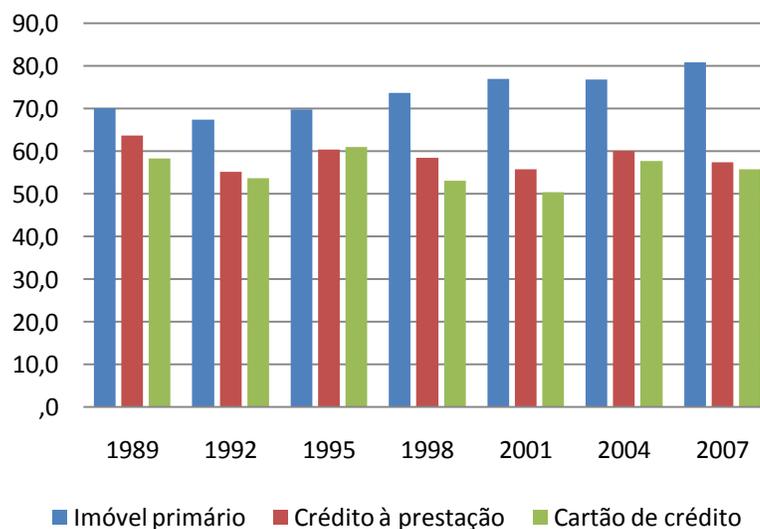
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed – *Survey of Consumer Finances 1989 to 2007*.

Gráfico A14: Endividamento das famílias com “60-79,9 % da renda”, EUA, 1989-2007, em % das famílias do estrato e por modalidade de dívida



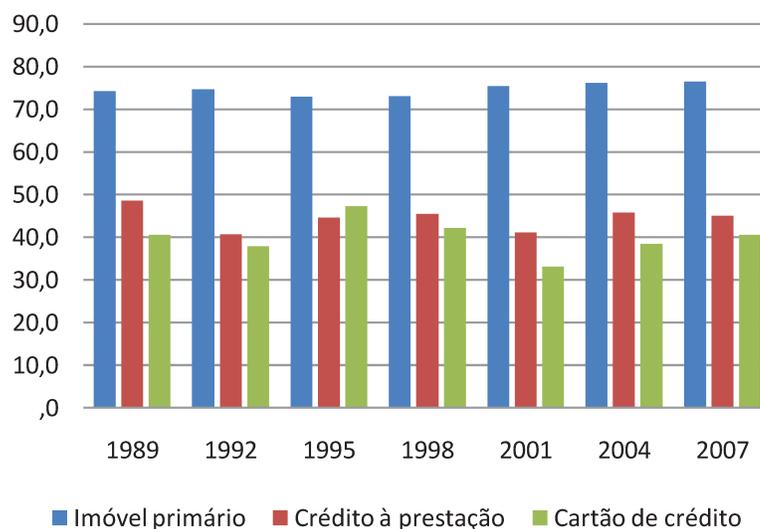
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed – *Survey of Consumer Finances 1989 to 2007*.

Gráfico A15: Endividamento das famílias com “80-89,9 % da renda”, EUA, 1989-2007, em % das famílias do estrato e por modalidade de dívida



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed – *Survey of Consumer Finances 1989 to 2007*.

Gráfico A16: Endividamento das famílias com “90-100% da renda”, EUA, 1989-2007, em % das famílias do estrato e por modalidade de dívida



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed – *Survey of Consumer Finances 1989 to 2007*.

Tabela A1: Limites dos estratos de renda e patrimônio, EUA, 1998-2007, em mil dólares de 2007

Estratos	Renda				múltiplo do primeiro estrato			
	1998	2001	2004	2007	1998	2001	2004	2007
Percentil da renda								
20	17,7	19,7	20,8	20,6	1,0	1,0	1,0	1,0
40	33,6	36,1	37,2	36,5	1,9	1,8	1,8	1,8
60	54,2	60,1	58,9	59,6	3,1	3,1	2,8	2,9
80	86,9	96,2	98,1	98,2	4,9	4,9	4,7	4,8
90	119,6	139,0	142,1	140,9	6,8	7,1	6,8	6,8
Percentil do Patrimônio Líquido	Patrimônio Líquido				múltiplo do primeiro estrato			
	1998	2001	2004	2007	1998	2001	2004	2007
25	12,7	14,9	14,6	14,1	1,0	1,0	1,0	1,0
50	91,3	101,2	102,2	120,3	7,2	6,8	7,0	8,5
75	265,9	335,8	360,7	372,0	20,9	22,5	24,7	26,4
90	628,3	865,7	913,3	908,2	49,5	58,1	62,6	64,4

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances from 2004 to 2007*.

Tabela A2: Imóveis residenciais como proporção do ativo das famílias, EUA, 2007, em %

Percentis da renda	2007	Varição (2004-2007)
menos de 20	47,1	-1,5
20-39,9	51,8	2,2
40-59,9	48,4	-1,5
60-79,9	45,3	2,5
80-89,9	44,5	2,7
90-100	19,8	-1,1
Todas as famílias	31,8	-0,5

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances from 2004 to 2007*.

Tabela A3: Dívidas das famílias americanas, por tipo de família e dívida, 2004, em % e em mil dólares de 2007 (% das famílias em cada estrato)

percentil da renda	Imóvel primário		Outra propriedade		Crédito a prestações		Cartão de crédito		Qualquer dívida	
	%	valor mediano	%	valor mediano	%	valor mediano	%	valor mediano	%	valor mediano
menos de 20	15,9	40,6	-	-	26,9	6,1	28,8	1,1	52,6	7,7
20-39,9	29,6	59,3	1,5	35,7	39,8	8,8	42,9	2,0	69,8	17,6
40-59,9	51,6	84,8	2,6	72,5	52,5	11,8	55,1	2,4	84,0	48,8
60-79,9	65,8	106,5	4,1	68,1	57,9	15,2	56,1	3,3	86,6	102,6
80-89,9	76,8	146,1	7,6	85,7	60,0	16,6	57,6	3,0	91,9	149,4
90-100	76,2	203,2	15,4	174,6	45,7	19,8	38,5	4,4	86,3	229,5
percentil do patrimônio líquido	%	valor mediano	%	valor mediano	%	valor mediano	%	valor mediano	%	valor mediano
menos de 25	12,4	78,0	-	-	47,5	11,5	40,3	1,9	64,9	12,5
25-49,9	52,8	82,4	1,4	28,9	52,4	10,2	57,9	2,2	83,8	48,6
50-74,9	66,1	106,5	4,5	51,6	49,1	14,6	52,8	2,7	83,2	98,9
75-89,9	61,6	126,3	5,7	108,7	40,2	14,2	40,5	3,3	74,6	121,6
90-100	58,4	204,4	16,6	162,5	27,2	19,2	23,4	3,3	72,7	209,5
todas as famílias	47,9	104,3	4,0	95,6	46,0	12,7	46,2	2,4	76,4	60,7

Fonte: Elaboração própria com base em dados Fed - *Changes in US Family Finances from 2004-2007*.

Tabela A4: Ativos financeiros por tipo de famílias, 2004, em % das famílias do estrato e em mil dólares de 2007 (valor mediano)

estratos	Contas de Transação ¹		Certificados de Depósitos ²		Títulos de Poupança		Títulos		Ações ³		Fundos de Investimento ⁴		Contas de Aposentadoria ⁵		Seguro de vida ⁶		Outros Ativos Administrados ⁷		Outros ⁸		Algum Ativo financeiro		
	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	
percentil da renda	menos de 20	75,5	0,7	5,0	11,0	6,2	0,4	-	-	5,1	6,6	3,6	16,8	10,1	5,5	14,0	3,1	3,1	24,1	7,1	2,7	80,1	1,5
	20-39,9	87,3	1,6	12,7	15,4	8,8	0,7	-	-	8,2	8,8	7,6	27,5	29,8	11,0	19,0	4,1	4,9	54,9	9,9	2,2	91,5	5,3
	40-59,9	95,9	3,3	11,8	11,0	15,4	0,9	-	-	16,4	13,2	12,7	25,3	53,3	19,0	24,4	5,5	7,9	39,5	9,3	2,7	98,5	17,0
	60-79,9	98,4	7,1	15,0	19,8	26,5	1,1	2,1	87,9	28,1	11,0	18,6	28,0	69,7	35,1	29,7	7,7	7,8	38,4	11,2	4,4	99,1	53,2
	80-89,9	99,1	12,1	16,3	22,0	32,3	0,9	2,9	38,4	35,9	16,5	26,2	36,8	81,9	76,9	29,6	11,0	12,2	54,9	11,4	5,5	99,8	119,1
	90-100	100,0	30,8	21,5	36,2	29,9	2,2	8,9	175,7	55,0	64,5	39,1	137,3	88,5	201,4	28,1	22,0	13,0	109,8	13,4	22,0	100,0	401,2
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	75,4	0,6	2,2	2,2	6,2	0,3	-	-	3,6	2,1	2,0	2,2	14,3	3,2	0,7	0,9	-	-	6,9	0,8	79,8	1,1
	25-49,9	92,0	2,2	6,5	6,4	13,2	0,5	-	-	9,3	3,8	7,2	8,1	43,1	12,9	19,3	4,4	2,3	10,3	9,5	2,2	96,1	10,9
	50-74,9	98,0	6,4	16,0	11,4	22,7	1,1	-	-	21,0	8,8	12,5	17,6	61,8	36,8	30,1	5,5	8,8	24,1	10,2	5,5	99,4	51,8
	75-89,9	99,7	17,4	24,2	34,0	28,5	2,2	3,2	27,5	39,1	22,0	32,4	54,9	77,6	105,1	36,7	11,0	15,6	54,9	11,2	7,7	100,0	223,0
	90-100	100,0	47,2	28,8	50,5	28,1	2,7	12,7	122,0	62,9	120,0	47,3	175,7	82,5	289,9	43,8	22,0	21,0	148,3	16,4	43,9	100,0	800,4
	Todas as famílias	91,3	4,1	12,7	16,5	17,6	1,1	1,8	71,4	20,7	16,5	15,0	44,4	49,7	38,7	24,2	6,6	7,3	49,4	10,0	4,4	93,8	25,3

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S. Family Finances from 2004 to 2007*.

1. contém cheques, poupanças, *money market deposit accounts*, *money market mutual funds* e contas correntes; 2. um veículo de poupança de baixo risco, em geral, depósitos que pagam juros; 3. ações diretamente controladas; 4. inclui fundos mútuos, hedge funds e outros fundos de investimento (exceto *money market funds*); 5. IRAs - *individual retirement accounts* e *employer-sponsored accounts*, recursos que estão aplicados em qualquer modalidade de ativos, como ações, títulos e em fundos; 6. valor monetário corrente do seguro de vida, combina um veículo de investimento com um seguro em caso de morte; 7. incluem ativos que pagam juros ou dividendos e que são administrados por terceiros, além de anuidades e participação em fundos de investimento; 8. categoria heterogênea de ativos, inclui contratos futuros, recursos emprestados a terceiros, *royalties*, entre outros.

Tabela A5: Ativos reais das famílias americanas, por tipo de famílias, 2004, em % das famílias e em mil dólares de 2007

estratos	Automóveis		Imóvel Primário		Outra propriedade residencial		Participação em propriedade não residencial ¹		Participação em propriedade comercial ²		Qualquer ativo real		
	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	
percentil da renda	menos de 20	65,0	5,0	40,3	76,9	3,6	36,2	2,7	12,1	3,7	32,9	92,2	18,7
	20-39,9	85,3	8,5	56,9	109,8	6,9	71,4	6,0	4,0	6,7	32,9	97,8	85,9
	40-59,9	91,6	14,4	71,6	148,3	10,0	60,4	7,6	39,5	9,5	68,6	99,8	169,7
	60-79,9	95,3	21,8	83,1	192,2	14,0	109,8	10,5	47,2	12,1	164,7	100,0	317,6
	80-89,9	95,9	28,3	91,9	247,1	19,4	107,6	12,9	65,9	15,9	109,8	99,8	503,6
	90-100	93,1	36,2	94,7	494,2	37,2	286,9	20,8	207,6	34,7	384,4	100,0	1271,5
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	69,8	6,1	15,2	71,4	-	-	-	-	-	-	91,7	8,4
	25-49,9	89,2	13,0	71,2	93,4	4,1	28,1	4,1	16,3	5,6	19,2	100,0	92,8
	50-74,9	92,0	19,1	93,4	175,0	8,3	71,4	8,3	27,5	11,2	60,4	100,0	282,5
	75-89,9	95,2	24,8	96,2	274,6	15,1	109,8	15,1	81,1	19,9	164,7	100,0	659,2
	90-100	93,1	33,6	96,6	494,2	28,8	356,9	28,8	274,6	40,8	579,3	100,0	1727,1
	Todas as famílias	86,3	15,6	69,1	175,7	12,5	109,8	8,3	327,4	11,5	840,7	97,9	591,3

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S. Family Finances from 2004 to 2007*.

1. participação líquida em propriedades como fazendas, ranchos, imóveis alugados, terrenos; 2. propriedades e parcerias limitadas de negócios, empresas sem capital aberto, parcela das propriedades, como ranchos e fazendas, destinada a negócios (agricultura, por exemplo).

Tabela A6: Duração do contrato de hipoteca, 2007, em %

Hipotecas	2007	Varição (2004-2007)
15 anos ou menos	25,6	-7,3
16-29	9,4	-0,3
30 anos ou mais	65,1	7,6

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances from 2004 to 2007*.

Tabela A7: Renda das famílias antes dos impostos e porcentagem das famílias que poupam, EUA, 2007, em mil dólares de 2007

estratos		Renda		% das famílias que poupam
		mediana	média	
percentil da renda	menos de 20	12,3	12,3	33,7
	20-39,9	28,8	28,3	45,1
	40-59,9	47,3	47,3	57,8
	60-79,9	75,1	76,6	66,8
	80-89,9	114,0	116,0	72,9
	90-100	206,9	397,7	84,8
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	23,6	29,2	40,4
	25-49,9	41,0	46,5	52,9
	50-74,9	56,7	66,6	59,0
	75-89,9	82,3	92,9	69,0
	90-100	158,4	347,5	80,2
Todas as famílias		47,3	84,3	56,5

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances from 2004 to 2007*.

Tabela A8: Porcentagem das famílias que poupam, EUA, 1992 a 2007, em % das famílias do estrato

estratos		% das famílias que poupam				
		1992	1995	1998	2001	2007
percentil da renda	menos de 20	30,2	31,6	32,1	30,0	33,7
	20-39,9	49,1	43,4	45,5	53,4	45,1
	40-59,9	59,2	57,2	56,1	61,3	57,8
	60-79,9	70,0	66,8	67,9	72,0	66,8
	80-89,9	71,6	69,9	73,7	74,9	72,9
	90-100	82,0	84,2	82,0	84,3	84,8
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	37,4	35,8	36,3	34,5	40,4
	25-49,9	52,4	51,4	50,2	54,3	52,9
	50-74,9	63,5	59,5	61,8	68,0	59,0
	75-89,9	70,8	68,6	71,9	77,7	69,0
	90-100	81,0	82,4	80,0	83,9	80,2
Todas as famílias		57,1	55,2	55,9	59,2	56,5

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances from 1998 to 2001 e 2004 to 2007*.

Tabela A9: Composição da renda familiar antes dos impostos, EUA, 2007, em %

percentil do patrimônio líquido	Salários	Juros e Dividendos	Negócios, Fazendas, autônomo	Ganhos de capital realizados	Seguridade Social e Aposentadoria	Transferências e outros	Total
menos de 25	79,9	0,1	1,8	0,1	9,5	8,6	100
25-49,9	79,9	0,3	5,3	0,4	10,9	3,2	100
50-74,9	77,8	0,7	6,9	1,3	11,8	1,6	100
75-89,9	72,4	1,9	7,9	2,9	14,1	0,8	100
90-100	46,2	7,8	24,7	14,4	6,2	0,7	100
todas as famílias	64,5	3,7	13,6	6,7	9,6	1,9	100

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances from 2004 to 2007*.