



LÍDIA BROCHIER

**A financeirização do consumo: uma análise das
modificações do consumo pessoal nos Estados Unidos da
década de 1980 à crise financeira de 2007-9.**

**Campinas
2014**



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

LÍDIA BROCHIER

**A financeirização do consumo: uma análise das
modificações do consumo pessoal nos Estados Unidos
da década de 1980 à crise financeira de 2007-9.**

Prof^a. Dr^a. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti – Orientadora

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas.

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL
DA DISSERTAÇÃO DEFENDIDA PELA ALUNA LÍDIA
BROCHIER E ORIENTADA PELA PROF^a. DR^a. ANA
ROSA RIBEIRO DE MENDONÇA SARTI.**


Orientadora

**CAMPINAS
2014**

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

B781f Brochier, Lídia, 1987-
A financeirização do consumo : uma análise das modificações do consumo pessoal nos Estados Unidos da década de 1980 à crise financeira de 2007-9 / Lídia Brochier. – Campinas, SP : [s.n.], 2014.

Orientador: Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti.
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Consumo (Economia). 2. Financeirização. 3. Dívidas. 4. Riqueza. I. Mendonça, Ana Rosa Ribeiro de, 1966-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: Financialization of consumption : an analysis of personal consumption changes in U.S. from the 1980's until the 2007-9 crisis

Palavras-chave em inglês:

Consumption (Economics)

Financialization

Debt

Wealth

Área de concentração: Teoria Econômica

Titulação: Mestra em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti [Orientador]

Antônio Carlos Macedo e Silva

Claudio Roberto Amitrano

Data de defesa: 28-02-2014

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas



DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

LÍDIA BROCHIER

**A financeirização do consumo: uma análise das
modificações do consumo pessoal nos Estados Unidos da
década de 1980 à crise financeira de 2007-9.**

Defendida em 28/02/2014

COMISSÃO JULGADORA

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Ana Rosa R. de Mendonça Sarti".

Prof.^a. Dr.^a. ANA ROSA RIBEIRO DE MENDONÇA SARTI
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Antônio Carlos Macedo e Silva".

Prof. Dr. ANTÔNIO CARLOS MACEDO E SILVA
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Claudio Roberto Amitrano".

Prof. Dr. CLAUDIO ROBERTO AMITRANO
IPEA

*Aos meus pais,
Arnoldo e Eunice*

AGRADECIMENTOS

A elaboração dessa dissertação não seria possível sem as contribuições valiosas que recebi ao longo do processo e sem o carinho das pessoas mais próximas.

Agradeço, especialmente, a minha orientadora, Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti, pela disponibilidade e atenção sempre que precisei; pela dedicação a minha dissertação; pela preocupação com meu bem estar durante o processo; pela motivação para a realização do trabalho que surgiu na disciplina de Macroeconomia.

Sou muito grata também aos professores Antonio Carlos Macedo e Silva e Simone Silva de Deos pelas ricas sugestões dadas durante o exame de qualificação, que contribuíram para melhorar tanto a forma quanto o conteúdo da dissertação; ao Antonio, devo um agradecimento à parte, pela ajuda durante o processo seletivo do doutorado e pelas dicas e contribuições ao trabalho que foram além da qualificação.

Agradeço aos meus pais e ao meu irmão pelo apoio a minha decisão de fazer o mestrado longe de casa; pela compreensão quando não pude estar presente em algumas datas especiais; pelo afeto e pela dedicação constante apesar da distância física. Muito obrigada, amo vocês.

Agradeço ao meu amado, Ítalo, pelas dicas como colega, pela preocupação em me ajudar a aprimorar o trabalho; pelas horas de estudo compartilhadas; pela companhia nos momentos felizes; e pelo incansável esforço de me fazer rir sempre que o estresse e o desânimo ameaçavam dominar meu dia.

Agradeço às gurias, mestrandas e doutorandas, velhas e novas amigas – Fernanda, Daniele, Marina, Nathalia, Júlia, Thays, Camila e Tatiana – por compartilharem comigo as dificuldades e as alegrias da vida acadêmica e pelos momentos de distração. Agradeço ainda aos colegas do mestrado, todos fizeram parte dessa trajetória.

Por fim, sou grata à UNICAMP, pela oportunidade de estudar em uma das melhores universidades do país; ao Instituto de Economia e aos professores, pelo ensino de qualidade; e ao programa de bolsas de mestrado do sistema CAPES/CNPq, pela disponibilização dos meios necessários para a realização do mestrado.

“For the great body of the people in any modern community, the proximate ground of expenditure in excess of what is required for physical comfort is not a conscious effort to excel in the expensiveness of their visible consumption, so much as it is a desire to live up to the conventional standard of decency in the amount and grade of goods consumed.(...) It is much more difficult to recede from a scale of expenditure once adopted than it is to extend the accustomed scale in response to an accession of wealth. (...) the standard of expenditure which commonly guides our efforts is not the average, ordinary expenditure already achieved; it is an ideal of consumption that lies just beyond our reach, or to reach which requires some strain. The motive is emulation – the stimulus of an invidious comparison which prompts us to outdo those with whom we are in the habit of classing ourselves”.

Thorstein Veblen, *The Theory of the Leisure Class*, 1899, p.63-64.

“As in a poker game where the chips were concentrated in fewer and fewer hands, the other fellows could stay in the game only by borrowing. When their credit ran out, the game stopped”.

Marriner Eccles, presidente do *Federal Reserve Bank* de 1934 a 1948, sobre a desigualdade crescente e o consumo financiado pelo crédito nos anos 1920

RESUMO

O consumo pessoal, dentro da tradição keynesiana, costuma ser entendido como uma função estável da renda, constituindo o elemento passivo e previsível da demanda agregada. Sabe-se que o investimento é o elemento mais instável da economia, sujeito frequentemente a flutuações e alterações imprevistas. Contudo, as transformações verificadas nas economias capitalistas, a partir do processo de financeirização, também originaram modificações no consumo e no papel ocupado por essa variável na economia – podendo funcionar como motor ativo de expansão dos gastos. Logo, pretende-se analisar nesta dissertação como o consumo é entendido pelas teorias convencionais do consumo e mostrar seus limites e contribuições para apreender a evolução recente do consumo pessoal, dado que esse se mostra crescentemente vinculado ao crédito, ao endividamento e à dinâmica de valorização dos ativos. Além disso, objetiva-se examinar como as principais questões relacionadas à financeirização afetam o consumo das famílias nos Estados Unidos. Essas questões são: as inovações financeiras (e as inovações no mercado imobiliário), o efeito riqueza, o processo de estagnação das rendas, a política monetária e o papel desse país na economia mundial. Por fim, analisam-se fatos estilizados sobre o consumo pessoal, do ponto de vista macroeconômico, a fim de verificar as evidências de um consumo financeirizado na economia estadunidense. Essa dissertação divide-se em três capítulos. No primeiro capítulo é feita a revisão das teorias do consumo. Os autores incluídos nessa revisão são: Keynes, Duesenberry, Modigliani, Friedman, Kalecki e Minsky; no segundo capítulo, faz-se uma breve contextualização histórica do processo de desregulamentação bancária e financeira e os principais pontos referentes à financeirização do consumo são abordados – primeiramente a partir da conceituação teórica e num segundo momento a partir do processo histórico; no capítulo três discutem-se os dados do consumo em torno de três eixos: a renda, a riqueza e o crédito e o endividamento das famílias. O período compreendido por essa análise vai da década de 1980 até a crise financeira de 2007-9, com ênfase em alguns acontecimentos referentes a essa última. Destacam-se ao longo da dissertação a importância do crédito e da variação dos preços dos ativos para moldar o consumo entre o final do século XX e o início do século XXI e a inflexão do padrão de crescimento exposta pela crise financeira nos Estados Unidos.

Palavras-chave: consumo pessoal – financeirização – crédito – endividamento – riqueza – renda – Estados Unidos

ABSTRACT

Personal consumption, within Keynesian tradition, is usually understood as a stable function of income, composing the passive and predictable element of aggregate demand. As known, investment is the most unstable component of the economy, exposed more often to fluctuations and unforeseen changes. However, modifications verified in capitalist economies, brought about by financialization process, also originated changes in consumption and its role in the economic system – working, then, as an active engine of expenditure expansion. Therefore, this thesis intends to analyze how consumption is understood by conventional consumption theories and show its limits and contributions to apprehend the recent personal consumption evolution, since it reveals itself increasingly connected to credit, indebtedness and asset valuations. Besides, this work aims at discussing how the main issues related to financialization exert influence over household consumption in the United States. These issues are: financial innovation (and real estate innovation), wealth effect, income stagnation process, monetary policy and the role of this country in international economy. At last, stylized facts about personal consumption, from macroeconomic point of view, are explored to find the evidences of a financialized consumption in the American economy. This thesis is divided into three chapters. In the first chapter, a review of consumption theories is performed. The authors included in this review are: Keynes, Duesenberry, Modigliani, Friedman, Kalecki and Minsky; in the second chapter, attention is drawn to a short historical contextualization of bank and financial deregulation and the core points referring to consumption financialization are addressed – starting from theoretical conceptualization and going through the historical process; In chapter three data on consumption are discussed around three axes: household income, wealth and credit and indebtedness. The analysis comprehend the period that goes from the 1980s until the financial crisis of 2007-9, emphasis lays on the last crisis events. Throughout the thesis, credit and assets valuations importance to shape consumption between the end of twentieth century and the beginning of twenty-first century and the turning point of the growth pattern uncovered by the financial crisis in the U.S. are highlighted.

Key-words: personal consumption – financialization – credit – indebtedness – wealth – income – United States

LISTA DE FIGURAS

Figura 1.	Estágios do ciclo de vida do consumidor	21
Figura 2.	A dinâmica do consumo financeirizado	75

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1.	Principais teorias do consumo	37
Quadro 2.	A crise e a abordagem dos balanços macroeconômicos	116
Tabela 1.	Composição da renda das famílias por estrato do patrimônio líquido	87
Tabela 2.	Posse e valor médio dos ativos financeiros das famílias	96
Tabela 3.	Ganhos das famílias com ativos (valor de mercado em bilhões de dólares)	98
Tabela 4.	Crédito ao consumidor em circulação	114

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1.	As taxas de juros nos Estados Unidos	65
Gráfico 2.	A Propensão média a consumir (C/ Yd).....	78
Gráfico 3.	Contribuição das variáveis de gasto para o crescimento do PIB	79
Gráfico 4.	Taxa de crescimento real do consumo.....	80
Gráfico 5.	Crescimento real do consumo de bens duráveis, não duráveis e serviços.....	81
Gráfico 6.	Crescimento real do consumo e da renda disponível	82
Gráfico 7.	Consumo e salário em relação à renda disponível.....	83
Gráfico 8.	Juros, dividendos e transferências em relação à renda disponível	84
Gráfico 9.	Crescimento real das rendas	86
Gráfico 10.	Renda real das famílias por estrato.....	88
Gráfico 11.	Patrimônio líquido como percentual da renda disponível	90
Gráfico 12.	Crescimento nominal e real do patrimônio líquido	91
Gráfico 13.	Participação dos componentes no ativo das famílias.....	93
Gráfico 14.	Fluxo financeiro das famílias (bilhões de dólares).....	94
Gráfico 15.	Posse de ativos financeiros	95
Gráfico 16.	Ganhos de capital não realizados.....	97
Gráfico 17.	Ganhos de capital não realizados como parcela dos ativos totais	100
Gráfico 18.	Evolução do crédito ao consumidor (milhões de dólares).....	101
Gráfico 19.	Poupança e crédito ao consumidor em relação à renda disponível	102
Gráfico 20.	Crescimento nominal e real do crédito ao consumidor	103
Gráfico 22.	Razão dívida média/ renda média por grupo de renda	105
Gráfico 23.	Endividamento em relação à renda disponível	106
Gráfico 24.	Serviço da dívida e obrigações financeiras em relação à renda disponível	107
Gráfico 25.	Crescimento dos <i>Home Equity Loans</i>	108
Gráfico 26.	Taxa de variação do endividamento no mercado de crédito	109
Gráfico 27.	Taxas dos bancos comerciais e das hipotecas convencionais.....	110
Gráfico 28.	Fluxo de empréstimos no mercado de crédito (bilhões de dólares)	112
Gráfico 29.	Dívida em circulação no mercado de crédito (bilhões de dólares).....	113

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1. REVISÃO E ANÁLISE CRÍTICA DAS TEORIAS DO CONSUMO	5
1.1. <i>Keynes e os insights sobre o consumo e seus determinantes: para além de uma função estável da renda ..</i>	7
1.2. <i>Duesenberry e a ‘negligenciada’ hipótese da renda relativa</i>	16
1.3. <i>A Hipótese do Ciclo de Vida e a Teoria da Renda Permanente</i>	20
1.3.1. <i>Modigliani: a hipótese do ciclo de vida e a introdução da riqueza na função de consumo</i>	21
1.3.2. <i>Friedman e a Teoria da Renda Permanente</i>	26
1.4. <i>Kalecki e a distribuição funcional da renda</i>	31
1.5. <i>A contribuição de Minsky: a crítica e a construção a partir da crítica</i>	37
1.6. <i>Observações finais do capítulo</i>	42
CAPÍTULO 2. A FINANCEIRIZAÇÃO DO CONSUMO: DO CONCEITO TEÓRICO AO PROCESSO HISTÓRICO.....	45
2.1. <i>O conceito de financeirização.....</i>	46
2.2. <i>A relação entre financeirização e consumo</i>	48
2.3. <i>O sistema bancário e financeiro estadunidense.....</i>	50
2.3.1. <i>A reforma dos anos 1930 e o precedente do pós-guerra.....</i>	50
2.3.2. <i>A desregulamentação dos anos 1980 (e 1990)</i>	51
2.4. <i>As inovações financeiras.....</i>	54
2.5. <i>Efeito riqueza ou efeito acesso ao crédito?</i>	57
2.6. <i>A relação entre a estagnação dos salários e o endividamento do consumidor.....</i>	60
2.7. <i>A influência da política monetária.....</i>	63
2.8. <i>Os gastos do consumidor e os Estados Unidos no centro da economia mundial</i>	67
2.9. <i>O consumo como fonte de expansão da demanda agregada</i>	69
2.10. <i>Observações finais do capítulo</i>	74
CAPÍTULO 3. AS EVIDÊNCIAS DO CONSUMO FINANCEIRIZADO NOS ESTADOS UNIDOS.....	77
3.1. <i>Consumo e renda: a evolução do consumo pessoal e a estagnação da renda do trabalho</i>	77
3.2. <i>A valorização dos ativos: o consumo e a riqueza das famílias</i>	89
3.3. <i>O crédito e o endividamento: missing link entre o consumo e a riqueza</i>	100
3.4. <i>Observações finais do capítulo</i>	117
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	119
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	123

INTRODUÇÃO

O consumo agregado, mais especificamente o consumo pessoal, costuma ser entendido dentro da tradição keynesiana como uma função estável da renda, dependendo no curto prazo basicamente dos níveis de renda corrente e constituindo, portanto, o elemento passivo e previsível da demanda agregada. Aparentemente, Keynes recorreu à apresentação do consumo como sendo uma “função estável da renda” por duas razões. Primeiramente, esse era um recurso que lhe permitia analisar mais facilmente os impactos das flutuações nos investimentos sobre a renda; e, em segundo lugar, o componente autônomo do consumo não parecia ser tão relevante em meados dos anos 1930.

A partir da *Teoria Geral*, Keynes abriu as portas para a macroeconomia moderna e no centro dessa estava o investimento: o elemento da economia que está mais frequentemente sujeito a alterações imprevistas, às flutuações do mundo incerto. Enquanto os holofotes se voltavam para ele, o consumo ficava relegado ao segundo plano. Isso, de maneira alguma, significa que o consumo seja menos importante que o investimento, nem que sua análise seja pouco complicada, tanto do ponto de vista teórico quanto empírico, como o próprio autor deixou claro no livro III de sua obra de referência.

A discussão do consumo macroeconômico durante o pós II Guerra Mundial foi pautada pelos achados de Kuznets que, ao reconstruir as séries de dados de formação bruta de capital e consumo para os Estados Unidos entre o final do século XIX e o primeiro quarto do século XX, constatou que a economia havia apresentado uma propensão média a consumir aproximadamente constante. Essa descoberta entrava em contradição com a teoria de consumo de Keynes, que indicava a existência de uma propensão média a consumir declinante. Logo, economistas como Friedman e Modigliani construíram suas teorias com a justificativa de tentar solucionar esse *paradigma do consumo* entre séries curtas e longas.

O escanteio do consumo dentro da macroeconomia, por si só, já constituiria um bom motivo para estudá-lo. Porém existem razões mais fortes para isso do que a preferência dos economistas. Em primeiro lugar, o consumo tem um enorme peso no PIB de muitas, senão, da maioria das economias. A título de exemplo, no Brasil, o consumo pessoal representava aproximadamente 60% do PIB em 2009 (IPEA, 2011). Na economia dos Estados Unidos, o caso

em questão, esse montante superava os 70% em 2012 (FFA, 2013). Além disso, num contexto em que países como a China estão fortalecendo sua estratégia de crescimento a partir da demanda interna, a relevância do tema se torna explícita.

O consumo é peça fundamental do sistema capitalista e, logo, tanto sofre as consequências das suas alterações quanto pode interferir nos seus rumos. O processo de financeirização, intrínseco ao sistema e que remonta ao início da desregulamentação bancária e financeira nos Estados Unidos em meados do século XX (sendo que as inovações já começaram a surgir na década de 1960 e que a desregulamentação se dá, sobretudo, a partir dos anos 1980), ensejou mudanças nas decisões de gastos não só das firmas – mais uma vez, essa é ênfase comumente dada – mas também das famílias. Assim como a financeirização moldou as formas de investimento das firmas, ela também evocou um papel para o consumo das famílias mais sofisticado do que aquele previsto pelas teorias do consumo.

Graças ao ambiente gerado numa economia financeirizada, o descasamento dos gastos das famílias dos limites da renda contribui para o funcionamento do consumo como elemento ativo da demanda. Os Estados Unidos constituem a configuração mais peculiar na qual o consumo agiu como motor de expansão dos gastos nas últimas décadas. Fundamentam-se, dessa forma, expressões como *a era do consumidor* (Cynamon & Fazzari, 2008) e *consumidor de última instância* (Guttman & Plihon, 2008) para designar o caso estadunidense.

A desregulamentação progressiva do sistema bancário e financeiro americano, estabelecido nos anos 1930, gerou a institucionalidade necessária para a expansão do consumo entre a década de 1980 e a crise financeira de 2007-9. Essa expansão foi impulsionada pelo crédito e pelos mecanismos decorrentes das inovações financeiras, contrabalançando o baixo crescimento da renda e o investimento relativamente fraco. A dimensão do crescimento do consumo também foi resultado da dinâmica patrimonial das famílias no período.

Durante as décadas de 1990 e 2000, observou-se no país a formação de duas bolhas de ativos – a bolha do mercado acionário e a bolha do mercado imobiliário – magnificadas pelas inovações financeiras dos bancos, que procuravam elevar sua rentabilidade (reduzida no contexto de taxas de juros baixas). A variação dos preços dos ativos certamente influenciou as decisões de gastos das famílias e, em decorrência disso, voltou-se a falar no controverso *efeito riqueza* como explicação para o consumo extraordinário.

Controvérsia a parte, o período em questão exibiu elevadas taxas de crescimento do consumo e níveis enormes de endividamento por parte das famílias. A crescente desigualdade de renda acabou mascarada pela maior “igualdade de consumo”. Porém a crise financeira de 2007-9 explicitou esse processo e manifestou uma possibilidade pouco enfatizada até então: a elevação da fragilidade financeira também pode se originar da formação de esquemas Ponzi no consumo das famílias, incitada fervorosamente pela má distribuição de renda.

Levando-se em conta essas constatações, a presente dissertação se propõe a revisar as teorias mais convencionais e difundidas do consumo a fim tanto de extrair ideias que permanecem pertinentes para compreender a evolução do consumo no contexto da financeirização, como de destacar alguns pontos em que tais teorias são historicamente datadas, não se aplicando às modificações ensejadas por esse processo. Busca-se, principalmente, resgatar a forma como os autores de tais teorias encaravam dois aspectos fundamentais para explicar o consumo numa economia financeirizada: o crédito e a valorização de ativos.

Além disso, procura-se examinar as principais questões ligadas ao fenômeno da financeirização e que afetam o consumo nos Estados Unidos. Tais como: a desregulamentação financeira, as inovações financeiras, a estagnação das rendas, o efeito riqueza, a política monetária e as relações econômicas com o exterior. A escolha dos Estados Unidos está relacionada ao fato de ser o país onde a financeirização apresenta-se mais desenvolvida e onde o consumo tem papel mais significativo na economia.

Por fim, verificam-se os fatos estilizados do consumo nos Estados Unidos, de 1980 até a crise financeira de 2007-9, com o intuito de explorar as evidências do consumo financeirizado. Em outras palavras, busca-se pesar a influência de fatores como a riqueza e o endividamento das famílias sobre a expansão do consumo. Além de considerar, obviamente, o papel da renda.

A partir dos objetivos, algumas proposições de trabalho podem ser levantadas. Primeiramente, defende-se aqui que alguns fatores mencionados pelos autores das teorias de consumo consideradas, mas não necessariamente desenvolvidos e incorporados de forma completa nas suas teorias, como o crédito, o endividamento, as expectativas e a valorização de ativos, tornam-se crescentemente importantes como determinantes do consumo. É necessário lidar com o fato de que tais teorias apresentam o consumo centralmente relacionado à renda e que a evolução e o desenvolvimento recente do consumo o tornam mais autônomo.

Em segundo lugar, acredita-se que as modificações recentes do consumo estão fortemente ligadas à questão institucional. O modo de expansão da economia e a dinâmica de crescimento entre a década de 1980 e a crise de 2007-9 nos Estados Unidos são centrais para que se tenha uma definição das características do consumo. Em outras palavras, a evolução das instituições cumpre papel decisivo ao moldar velhos determinantes (como a renda do trabalho) no contexto atual e inserir novas formas de expansão e de contração do consumo (a exemplo das inovações financeiras).

Vistas as principais modificações do consumo, nas últimas décadas, aquela que se revela mais duradoura diz respeito ao papel do crédito e do endividamento. Nos Estados Unidos, o crédito ao consumo, tanto por meios convencionais quanto por meios mais inovadores, cumpriu função central para o crescimento dessa variável até a crise financeira. Por outro lado, o volume crescente de crédito também elevou os níveis de endividamento e o peso da dívida na renda das famílias. Além disso, a dinâmica da valorização de ativos também impactou fortemente a forma de consumir das famílias norte-americanas entre os anos 1990 e 2000.

Por fim, a crise financeira de 2007-9 representou uma inflexão quanto ao modelo de crescimento puxado pelo consumo. Dado o esgotamento de uma das fontes de expansão do consumo (o consumo baseado na valorização de ativos do mercado imobiliário), o questionamento da continuidade desse padrão é inevitável.

Essa dissertação divide-se em três capítulos além dessa introdução e das considerações finais. No primeiro capítulo é feita a revisão das teorias do consumo. Os autores incluídos nessa revisão, na seguinte ordem, são: Keynes, Duesenberry, Modigliani, Friedman, Kalecki e Minsky. No segundo capítulo, apresenta-se uma breve contextualização histórica do processo de desregulamentação bancária e financeira e os principais pontos referentes à financeirização do consumo são abordados – primeiramente a partir da conceituação teórica e num segundo momento a partir do processo histórico. No capítulo três discutem-se os dados do consumo em torno de três eixos: a renda, a riqueza e o crédito e o endividamento das famílias. O período compreendido por essa análise vai da década de 1980 até a crise financeira de 2007-9, com ênfase em alguns acontecimentos referentes a essa última. Por fim, tem-se um capítulo com as considerações finais obtidas a partir da reflexão permitida pelo desenvolvimento desses três capítulos.

CAPÍTULO 1. REVISÃO E ANÁLISE CRÍTICA DAS TEORIAS DO CONSUMO

A discussão acerca do consumo macroeconômico é pautada, desde a obra de John Maynard Keynes, pelas divergências observadas na relação entre consumo e renda no curto e no longo prazo. A partir da conclusão obtida por Keynes de que a propensão média a consumir diminuiria com o aumento da renda, muitos economistas esperavam que, após a II Guerra Mundial, a poupança aumentasse juntamente com o aumento da renda, o que teria como efeito a redução da demanda agregada. Porém isso não se concretizou.

Durante os anos 1940, o economista Simon Kuznets reconstruiu as séries de dados agregados da formação de capital e do consumo para os Estados Unidos desde 1869. Com isso constatou que a propensão média a consumir tinha sido estável no longo prazo, de década para década, o que o levou à sugestão de que a propensão média a consumir fosse constante durante longos períodos de tempo. Ora, isso conflitava com a inferência de Keynes de que a propensão média a consumir seria decrescente. Formava-se, dessa forma, o paradoxo do consumo (*consumption puzzle*) em que a função de consumo no curto prazo apresentava propensão média a consumir declinante e a função de consumo no longo prazo apresentava propensão média a consumir constante (Mankiw, 2004).

As teorias do consumo que se seguiram à de Keynes giravam em torno da tentativa de resolução desse quebra cabeça: por que, apesar de constante no longo prazo, a propensão média a consumir variava com a renda nas séries curtas e referentes às famílias como Keynes havia previsto? A resposta de Modigliani nos anos 1950 foi dada a partir da hipótese do ciclo de vida; a de Friedman, em 1957, com a construção da teoria da renda permanente; e a de Duesenberry, por meio da hipótese da renda relativa.

Neste primeiro capítulo, pretende-se realizar um resgate desse debate, dessas teorias do consumo mais tradicionais e difundidas, com o intuito de apontar as contribuições que permanecem válidas e relevantes para analisar a evolução recente do consumo. Além disso, procurar-se-á analisar em que medida é preciso ir além de tais teorias para compreender a dinâmica atual do consumo, quais aspectos poderiam ser desenvolvidos e/ou incorporados para dar conta do fenômeno presente.

A retomada dessas teorias visa destacar, principalmente, o modo como tais autores interpretavam à época dois elementos que se mostraram centrais para moldar a dinâmica do consumo nos Estados Unidos entre o final do século XX e o início do século XXI, quais sejam: a variação nos preços dos ativos e o crédito. Esses dois fatores serão indispensáveis para a compreensão do processo de financeirização, pelo qual passam as economias capitalistas, e de como ele afeta o consumo nesse país.

Primeiramente, são apresentadas as ideias desenvolvidas por John Maynard Keynes na *Teoria Geral dos Juros, do Emprego e da Moeda*. Keynes expõe os principais fatores capazes de influenciar as decisões de consumir dos agentes – os fatores objetivos e subjetivos –, apesar de considerar, em última instância, o consumo como função estável da renda.

Em segundo lugar, a hipótese da renda relativa construída por James Duesenberry é evidenciada. Apesar de não estar entre as teorias mais conhecidas, vale mencioná-la, visto que tem sido resgatada como uma possibilidade de explicação para a expansão do consumo nos Estados Unidos pelo lado da demanda.

Em seguida, são expostas as contribuições de Milton Friedman, a Teoria da Renda Permanente, e de Franco Modigliani, a Hipótese do Ciclo de Vida. Enquanto Modigliani enfatizava o planejamento dos consumidores ao longo do ciclo de vida, a fim de melhor alocar os seus recursos durante esse período e suavizar o consumo, Friedman procurava ir além da renda corrente predominante em Keynes.

Após a exposição das principais ideias de Keynes e desses três autores – Duesenberry, Friedman e Modigliani – que se basearam, em algum grau, nas ideias inicialmente propostas pelo primeiro, a contribuição de Michal Kalecki (que também apresenta semelhanças com a teoria de Keynes) é colocada em tela. No que tange à relação entre renda e consumo, Kalecki apresenta uma evolução em relação à teoria keynesiana simples a partir da proposta de uma divisão funcional da renda.

Por fim, a contribuição de Hyman Minsky para o entendimento do consumo numa economia moderna é apresentada. Esse autor, além de criticar as teorias do consumo em *John Maynard Keynes*, parte das ideias de Keynes e avança a partir da crítica, desenvolvendo a ideia de instabilidade financeira na economia, por meio dos descasamentos entre ativos e passivos. A estrutura construída pelo autor, com algumas ressalvas, poderia ser estendida à análise do consumo.

Vale ressaltar que a disposição dos autores contemporâneos, que têm suas obras publicadas nos anos 1950, não segue uma apresentação cronológica exata, são dispostos da forma que se entende como mais conveniente para analisar suas ideias. De maneira rigorosa, a apresentação deveria ser feita na seguinte ordem: Modigliani, Kalecki e Friedman. Porém, dada a proximidade das ideias de Friedman e Modigliani, não faz sentido intercalá-los pela contribuição de Kalecki.

1.1. Keynes e os insights sobre o consumo e seus determinantes: para além de uma função estável da renda

De acordo com Keynes (1936), o montante que uma comunidade gasta em consumo depende de três fatores fundamentais. Primeiramente do montante da renda; em segundo lugar, dos fatores objetivos; e, por fim, dos fatores subjetivos. Da forma como tais fatores são apresentados por Keynes, poderiam passar a ideia de que existe uma hierarquia entre eles. Porém, como o próprio autor ressalta, a tentativa de fazer uma divisão entre os motivos para gastar poderia resultar em arbitrariedade. A divisão que é feita entre fatores objetivos e subjetivos tem, a princípio, uma função analítica.

Os fatores objetivos, capazes de influenciar a propensão a consumir – definida como “*the functional relationship between a given level of income in terms of wage-units and the expenditure on consumption out of that level of income*” ($C\omega = \chi(Y\omega)$ ou $C = W.\chi(Y\omega)$) (p. 90) –, listados por Keynes são: (1) uma variação na unidade de salário: a variação nos gastos de consumo acompanharia na mesma proporção, uma variação na unidade de salário; (2) uma variação na diferença entre renda e renda líquida¹; (3) variações imprevistas nos ganhos de capital – aquelas não consideradas no cálculo da renda líquida; (4) variações na taxa intertemporal de desconto, isto é, nas relações de troca entre os bens presentes e futuros; (5) variações na política fiscal; e (6) Modificações das expectativas acerca da relação entre níveis presentes e futuros de renda.

Keynes (1936) destacava que as variações nos ganhos de capital seriam importantes para modificar a propensão a consumir por não terem relação estável com o montante de renda.

¹ Keynes não acreditava que esse fator tivesse muita influência na prática.

Nas suas palavras, “*the consumption of the wealth-owning class may be extremely susceptible to unforeseen changes in the money-value of its wealth*” (p.93).

Quanto aos ‘juros’ ou a uma proxy dos mesmos – a taxa de desconto intertemporal – o autor considerava que sua influência sobre a propensão a consumir seria duvidosa. Isso significava que, para Keynes, não se poderia inferir uma relação inversa entre os juros e o consumo no curto prazo, como a Teoria Clássica supunha. Além disso, apenas no longo prazo seria palpável pensar em alterações significativas nos juros, capazes de alterar os hábitos sociais e ainda assim sem a predefinição da direção do movimento.

Ademais, o efeito mais importante dos juros sobre a propensão a consumir dar-se-ia de maneira indireta, por meio dos efeitos dos juros sobre as variações nos preços dos títulos e dos ativos. No curto prazo, variações nos juros só teriam algum impacto se fossem excepcionalmente grandes (Keynes, 1936).

No que diz respeito à política fiscal, Keynes (1936) destacava a influência dos impostos sobre a renda e da distribuição de renda sobre a propensão a consumir. Observava ainda que os efeitos de uma mudança na política fiscal sobre as expectativas poderiam ser maiores que os efeitos de uma modificação nas taxas de juros, quando os impostos incidissem sobre as rendas “não ganhas” (não oriundas do trabalho), os lucros de capital e as heranças.

Referindo-se às expectativas de renda, considerava tal fator sujeito a muitas incertezas para ser considerado influente sobre a propensão a consumir. Para Keynes, a mudança nas expectativas da relação entre a renda corrente e a renda futura influenciaria a propensão a consumir do indivíduo, mas macroeconomicamente seu efeito seria compensado, as expectativas individuais se anulariam.

A partir do conceito de propensão a consumir e da apresentação dos fatores objetivos, Keynes (1936) entendeu ser preferível considerar o consumo como uma função estável, dependente fundamentalmente da renda agregada no curto prazo. Isso porque eram poucos os fatores objetivos e as circunstâncias que poderiam alterar a propensão a consumir de maneira significativa no curto prazo. Na visão do autor, as flutuações imprevistas nos valores de capital, nos juros e na política fiscal seriam os fatores capazes de afetar com maior frequência a propensão a consumir em situação de normalidade.

Quando Keynes (1936) discorre sobre a influência dos ganhos (ou perdas) de capital sobre o consumo das famílias proprietárias e sobre a influência dos juros sobre os preços de

ativos como estando entre os mais importantes para afetar o consumo no curto prazo adianta a ideia do efeito riqueza. Além disso, essa é uma das poucas passagens em que o autor diferencia o consumo das famílias trabalhadoras e proprietárias.

Estabelece então a famosa *lei psicológica fundamental*² segundo a qual, “*men are disposed, as a rule and on average, to increase their consumption as their income increases, but not as much as the increase in their income*” (p.96). Ou seja, a variação do consumo tem o mesmo sinal que a variação da renda, mas é menor ($\partial C_w / \partial Y_w$ é positiva e inferior a 1). Keynes ainda afirma que esse seria o caso principalmente no curto prazo, durante flutuações cíclicas do emprego.

O autor considera que um aumento no montante absoluto de renda contribui para aumentar o hiato entre a renda e o consumo porque, a partir do momento em que as necessidades básicas de consumo são satisfeitas, os indivíduos teriam motivos mais fortes para poupar (com o aumento da renda real, aumentaria a proporção poupada) (Keynes, 1936).

A regra, portanto, é que o consumo *não cresce* em montante absoluto igual à renda. A não ser que ocorram alterações fora do comum nos demais fatores. Essa regra, de que a propensão a consumir seja menor que um, define para Keynes a estabilidade do sistema – significando que, se o emprego e a renda agregada aumentam, nem todo emprego adicional será requerido para satisfazer necessidades de consumo adicional.

Por outro lado, Keynes também leva em conta o caso em que o consumo pode exceder a renda – quando há queda da renda devido a uma diminuição do volume do emprego. Isso ocorreria tanto por meio das reações dos indivíduos (reservas acumuladas) quanto por meio dos gastos do governo, evitando uma queda maior da renda e do emprego. Além disso, Keynes considerava que o impacto de uma variação da renda sobre o consumo seria inicialmente pequeno: mesmo com a queda da renda, o consumo não cairia.

Ou seja, nesse ponto Keynes considera que no caso de uma diminuição da renda e do emprego, o consumo teria, em algum grau, um papel anticíclico evitando um cenário ainda mais dramático. Isso o leva à conclusão de que o emprego só pode aumentar juntamente com o aumento do investimento, a menos que haja alteração na propensão a consumir.

2 Segundo Minsky (1975), “*In Keynes the fundamental psychological law guiding consumption determines how the surplus behaves as other variables – especially income – change*” (p.24).

No que diz respeito à relação do consumo com o investimento, no final do capítulo oito, Keynes (1936) reforça a complementaridade entre os dois, o ideal de que ambos devem se expandir, pois o consumo presente se relaciona com o ciclo de investimento passado e o investimento presente com maturação futura se baseia na expectativa de consumo futuro: “(...) *capital is not a self-subsistent entity existing apart from consumption. On the contrary, every weakening in the propensity to consume regarded as a permanent habit must weaken the demand for capital as well as the demand for consumption*” (p.106).

Já no capítulo nove, Keynes (1936) analisa os fatores subjetivos que poderiam influenciar a propensão a consumir. Entre tais fatores estariam os costumes, as instituições sociais e a formação de hábitos dos indivíduos. Por considerar que tais fatores não sofreriam variações consideráveis no curto prazo, exceto em circunstâncias anormais, o autor acreditava que não levantavam nenhuma questão nova e apenas resumiria brevemente aqueles considerados mais importantes.

Com esse intuito, Keynes (1936) destacou oito motivos pelos quais os indivíduos poderiam evitar gastar sua renda: (1) Reserva para contingências futuras imprevistas; (2) Preparar-se para contingências futuras previstas; (3) Beneficiar-se do juro e da valorização³; (4) Desfrutar de gasto progressivamente crescente; (5) Desfrutar de uma sensação de independência ou de poder; (6) Massa de manobra para realizar projetos especulativos ou econômicos; (7) Deixar fortuna; (8) Satisfazer avareza.

Em contraposição, os motivos para gastar antagônicos a esses são chamados de: prazer, imprevidência, generosidade, irreflexão, ostentação e extravagância.

Os motivos do governo e das empresas para não gastar listados – e que se assemelhavam aos oito motivos referentes aos indivíduos – foram quatro: (1) Motivo de empresa – recursos para novos investimentos de capital; (2) Motivo de liquidez – garantir recursos líquidos para emergências, dificuldades e crises; (3) Motivo de melhoria – aumento gradual de renda; (4) Motivo da prudência financeira – reserva financeira superior ao custo de uso e ao custo suplementar.

Após a exposição dos motivos que levariam os indivíduos a poupar, Keynes (1936) ressaltou que a força de tais motivos dependia das instituições e da organização da sociedade.

³ O terceiro fator subjetivo considerado por Keynes indica que ele já estivesse levando em conta que as famílias poderiam agir como agentes especuladores.

Considerava ainda que a distribuição da riqueza só poderia variar lentamente e, portanto, só alteraria a propensão a consumir no longo prazo.

Além disso, o autor retoma, nesse capítulo, a conclusão de que o consumo seria uma função estável da renda no curto prazo. Isso porque as alterações de curto prazo no consumo dependeriam das alterações no ritmo em que a renda seria auferida e não das variações na propensão a consumir a partir da renda.

Quanto ao efeito dos juros, as conclusões que se seguem à apresentação dos fatores subjetivos também são semelhantes às aquelas expostas após os fatores objetivos. Segundo o autor, mesmo que um aumento nos juros possibilitasse uma poupança maior com determinada renda, esse aumento diminuiria o montante agregado de poupança, se não ocorresse nenhuma alteração favorável à escala de demanda do investimento⁴ – pois esse aumento dos juros reduziria o investimento do qual depende a poupança, assim como a renda, até que essa diminuição da poupança igualasse o investimento.

A suposição, simplificadora em muitos casos, de que a propensão a consumir seria estável pode ser percebida em diversos trechos da *Teoria Geral*, como exposto até o momento. Porém, aparentemente, o autor tinha duas razões para realizar tal recurso. Primeiramente, esse era um atalho que lhe permitia analisar mais facilmente os impactos das flutuações nos investimentos sobre a renda e o emprego – o próprio autor já enfatizava as dificuldades envolvidas na análise do consumo no início do livro III; e, em segundo lugar, o componente autônomo do consumo não parecia ser tão relevante em meados dos anos 1930. Como frisava Minsky (2008), “*some forty years ago, 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*” (p.34).

Ademais, essa simplificação parecia palpável porque os fatores subjetivos – como os hábitos, a distribuição de renda e as instituições sociais de maneira geral – pareciam afetar a propensão a consumir apenas no longo prazo e porque eram poucos os fatores objetivos (e as circunstâncias) que poderiam alterar a propensão a consumir significativamente no curto prazo.

Contudo, os fatores subjetivos, pelo menos no contexto atual, apresentam maior relevância do que a que lhes foi atribuída pelo autor. Principalmente, quando se considera que as

⁴ Ou seja, “*it all depends on how far the rate of interest is favourable to investment, after taking account of marginal efficiency of capital*” (Keynes, 1936, pp.111-112). Depende de como o investimento reage às variações nos juros.

alterações nesses fatores podem ter um horizonte temporal mais curto do que o suposto por Keynes⁵. Rosa (2012) adianta essa ideia ao afirmar que os fatores subjetivos podem ser considerados como fonte importante de variações na propensão a consumir quando se reconsidera a velocidade das mudanças nesses fatores – assumindo-se a possibilidade de mudanças de curto prazo. Além disso, se considerarmos que o consumo pode ser afetado por variações na propensão a consumir a curto prazo, os fatores objetivos também são capazes de afetar significativamente o consumo nesse horizonte temporal mais curto.

Finalmente, no capítulo dez, Keynes desenvolve a relação entre a propensão marginal a consumir e o multiplicador.

Partindo da ideia da lei psicológica fundamental apresentada no capítulo oito, de que a variação da renda e do consumo tem o mesmo sinal, mas a variação da renda é maior que a variação do consumo, Keynes elabora o conceito de propensão marginal a consumir. Dado que a propensão a consumir seria a parcela consumida a partir da renda, Cw/Yw , a propensão marginal a consumir poderia ser derivada diretamente dela: $PMgC = \partial Cw/\partial Yw$.

Segundo Keynes (1936), a propensão marginal a consumir seria (...) “*of considerable importance, because it tells us how the next increment of output will have to be divided between consumption and investment*” (p. 115). Isso porque o incremento da renda seria equivalente ao somatório dos incrementos do investimento e do consumo, devido às hipóteses simplificadoras assumidas para a definição dos conceitos (não havia governo, nem relações com o exterior).

Em seguida, Keynes (1936) constrói a ideia do multiplicador do investimento. A renda variaria de acordo com uma proporção da variação do investimento, dada por um coeficiente (k) – sendo que $k = 1/(1 - c)$ – o multiplicador do investimento. A base do multiplicador está na propensão marginal a consumir que tem relação diretamente proporcional com o multiplicador. Ou seja, quanto maior a propensão marginal a consumir (c), maior o multiplicador $k = \frac{1}{(1-c)}$ e, conseqüentemente, maior o impacto sobre o emprego de uma variação do investimento. Ao mesmo tempo que a propensão a consumir determina a renda, é determinada por ela.

⁵ Isso principalmente se considerarmos uma economia altamente desenvolvida, em termos monetários e financeiros, sujeita a maiores incertezas, na qual o consumo cumpre um papel central – não estando apenas limitado à renda corrente. Baseando-se em Keynes, a situação nos Estados Unidos também poderia configurar caso atípico onde se têm variações abruptas nos ganhos de capital e grandes mudanças institucionais.

Logo, os efeitos do investimento sobre a renda serão maiores com uma elevada propensão a consumir que, por sua vez, estimulará os gastos e novas rodadas de investimento. Os incrementos da renda decorrentes da variação dos investimentos terão um efeito maior sobre o consumo com uma elevada propensão a consumir.

A ideia do multiplicador, amplamente discutida na macroeconomia, significa basicamente que um incremento do investimento não gerará um incremento na renda de igual montante, mas sim um incremento proporcional a esse multiplicador. Como esse multiplicador (k) é maior do que um, a variação da renda originada a partir do multiplicador será maior que a variação do investimento.

A partir da introdução desses conceitos, Keynes (1936) apresenta a propensão marginal a consumir igual a um e a propensão marginal igual a zero como casos extremos. Com uma propensão marginal aproximadamente equivalente a um, pequenas flutuações no investimento levariam a grandes variações no emprego. Já com uma propensão a consumir próxima de zero, pequenas flutuações no investimento levariam a pequenas variações no emprego.

Porém, Keynes (1936) observava que a propensão a consumir, na realidade, costumava se situar entre esses dois extremos. Tinha-se, então o “pior dos mundos”:

In actual fact the marginal propensity to consume seems to lie somewhere between these two extremes, though much nearer to unity than to zero; with the result that we have, in a sense, the worst of both worlds, fluctuations in employment being considerable and at the same time, the increment in investment required to produce full employment being too great to be easily handled (Keynes, 1936, p.118).

Para Keynes, se a **PMgC** caísse constantemente à medida que se chegava mais perto do pleno emprego, tornar-se-ia cada vez mais difícil alcançar mais emprego por meio de mais investimento. Cada incremento do investimento teria efeito menor sobre o emprego, com maior nível de renda. Isso decorreria do fato de Keynes considerar que as comunidades mais pobres apresentavam uma propensão a consumir elevada e as mais ricas uma propensão a consumir mais baixa⁶.

⁶ Contudo esse não parece ser o caso dos Estados Unidos, onde a propensão a consumir é elevada e não há carência de capital, como destaca Rosa (2012).

É essencial destacar que, apesar de a apresentação da função de consumo estar concentrada no livro III da *Teoria Geral*, alusões ao consumo, ao seu papel na economia e a sua relação com o investimento, estão espalhadas por toda a obra.

No capítulo 24, Keynes (1936) retoma o argumento da complementaridade entre consumo e investimento, destacando a ideia de que o crescimento do capital não depende de uma poupança prévia e, com isso, também não depende de uma baixa propensão a consumir – o investimento seria justamente reprimido por uma baixa propensão a consumir, já que a economia não se encontra em pleno emprego. Considerava, novamente, que o mais desejável seria que investimento e consumo andassem lado a lado, ambos em expansão.

Também no capítulo 24, Keynes reforçava o papel do Estado como orientador da propensão a consumir (por meio do sistema de tributação), com o objetivo de enfrentar o desemprego involuntário, e a necessidade da implantação de medidas de distribuição de renda para elevar a propensão a consumir. Dessa forma, como inferiu Minsky (1975, p.157):

In Keynes's view such consumption-oriented measures may in fact "prove positively favourable to the growth of capital" (GT, p. 373); government intervention, outside the socialized investment sector, is to be mainly directed at raising consumption propensities, primarily by policies that aim at achieving a more equitable distribution of income. (...) He (Keynes) believed that both measures to raise the consumption function and the socialization of investment were necessary to sustain full employment and were desirable as social goals.

Além disso, em passagens do capítulo 22, Keynes ressaltava a possibilidade de o consumo funcionar como motor de expansão da demanda agregada. Quando o investimento se encontra estagnado, quando as condições necessárias à sua expansão não estão presentes, quem acaba puxando o crescimento da renda é o consumo⁷ (Keynes, 1936, p.324-325).

Cabe ainda enfatizar uma das críticas comumente feitas à *Teoria Geral* em comparação com o *Tratado sobre a Moeda*: a de que, na primeira obra mencionada, Keynes deixa de fora o papel dos bancos. Dessa forma, ficam excluídos também os instrumentos financeiros como o crédito, não interferindo na determinação do consumo corrente. Logo, a grande contribuição do *Treatise on Money* (1930) para a análise do consumo é, ao considerar o papel dos bancos, incluir na estrutura apresentada a questão do crédito nas decisões de alocação das rendas.

⁷ Palley (2002) afirma que, em determinadas condições, o consumo funciona como um “mecanismo de compensação da demanda agregada”.

Na *Teoria Geral*, uma das poucas menções ao crédito, apesar de não se referir especificamente ao crédito ao consumidor, é feita em passagens do capítulo 12, onde Keynes aborda a noção de convenção e como ela pode afetar as decisões dos agentes em relação aos investimentos.

Keynes (1936) se preocupava com o *estado de confiança* na economia, que interferia na oferta de crédito pelos bancos, de acordo com o nível de confiança que essas instituições tinham nos agentes tomadores de empréstimos, e, conseqüentemente, nas condições de crédito. A partir disso, o autor caracteriza o que seria uma crise de confiança. Esse tipo de crise, que poderia começar tanto devido a alterações na confiança dos especuladores quanto a alterações nas condições de crédito, não seria revertido apenas com a retomada do crédito, essa seria apenas a condição necessária.

Dessa forma, o gasto com consumo poderia contribuir para a saída de uma crise de confiança. Esse cenário seria melhor do que aquele em que o indivíduo não gastaria sua renda nem em consumo nem em investimento, trazendo conseqüências catastróficas para a economia. Pode-se frisar ainda que a forma como a expansão dos gastos deveria ser feita, sem deixar escolha para o indivíduo entre consumir e investir ou poupar, parece um tanto autoritária e utópica da parte de Keynes. Nas palavras do autor:

The only radical cure for the crises of confidence which afflict the economic life of the modern world would be to allow the individual no choice between consuming his income and ordering the production of the specific capital-asset which, even though it be on precarious evidence, impresses him at the most promising investment available to him. It might be that, at times when he was more than usually assailed by doubts concerning the future, he would turn in his perplexity toward more consumption and less new investment. But that would avoid the disastrous, cumulative and far-reaching repercussions of its being open to him, when thus assailed by doubts, to spend his income neither on the one nor on the other (Keynes, 1936, p.169).

Pode-se dizer que Keynes, apesar de considerar o consumo como função estável da renda no curto prazo, apresentou os principais elementos que poderiam influenciar a movimentação do consumo. Ao sugerir uma série de fatores subjetivos e objetivos capazes de alterar a propensão a consumir, estava considerando a possibilidade de o consumo ser influenciado por fatores que vão além da renda corrente (valorização do capital, política fiscal, entre outros). Além disso, o autor já apontava para uma questão que se tornaria extremamente importante para entender o comportamento do consumo nas últimas décadas: as variações nos

preços dos ativos – apesar de restringi-la a apenas uma classe econômica. Em relação ao crédito, Keynes não levou em consideração o impacto das suas condições sobre o consumo.

No pós II Guerra Mundial, as previsões pessimistas dos economistas de que uma queda na propensão média a consumir, restringindo a demanda agregada, decorreria de um aumento da renda – concebidas a partir de algumas ideias presentes na *Teoria Geral* – não se concretizaram. As taxas de poupança não se elevaram com o aumento da renda. Estava dada a justificativa empírica para outros autores explorarem as brechas deixadas por Keynes na sua teoria do consumo.

1.2. Duesenberry e a ‘negligenciada’⁸ hipótese da renda relativa

Duesenberry (1967) inicia seu livro “*Income, saving and the theory of consumer behaviour*” fazendo uma crítica à função keynesiana de consumo. Segundo o autor, dois pressupostos da teoria da demanda agregada seriam inválidos. Em primeiro lugar, o consumo de cada indivíduo não seria independente do consumo dos outros indivíduos que o cercam; e, além disso, as relações de consumo não seriam reversíveis, como se pressupunha. Isto é, a reversibilidade significava que a variação nos gastos decorrentes de uma queda na renda teria a mesma magnitude da variação decorrente de um aumento.

A partir disso, Duesenberry (1967) criticou a teoria da escolha do consumidor por se basear nas preferências independentes e, por consequência, considerar apenas a influência dos preços e da renda sobre as decisões de consumo. Em seguida, apresentou a sua ‘teoria da poupança’ que, nas suas palavras, seria menos ambiciosa que a teoria da escolha do consumidor porque, em vez de detalhar o comportamento do consumo, procurava explicar o comportamento médio de um grupo grande de indivíduos em relação ao consumo.

Preocupado com a teoria da escolha do consumidor, o autor destacava os aspectos microeconômicos do consumo. Logo, não apresentou uma função de consumo do ponto de vista macroeconômico, estabeleceu apenas uma relação entre os consumos individuais que leva em

⁸ A expressão negligenciada é utilizada aqui com o intuito de ressaltar a pouca atenção dada às ideias do autor até recentemente, até eclosão da crise, quando surge um interesse maior por parte de alguns autores em explorar a capacidade explicativa da hipótese de Duesenberry para os movimentos do consumo e da poupança que se deram nos Estados Unidos nas últimas décadas. Ver Palley (2005) e Van Treeck (2012).

consideração a interdependência⁹ das preferências. Essa relação tem a seguinte forma: $\frac{C_i}{R_i} = f\left(\frac{Y_{i1}}{R_i}, \dots, \frac{Y_{in}}{R_i}, \frac{A}{R_i}, r_1 \dots r_n\right)$, onde $R_i = \sum \alpha_{ij} C_j$ representa uma média ponderada dos gastos de consumo dos outros indivíduos, sendo alfa o peso atribuído ao consumo do indivíduo j pelo indivíduo i. A representa os ativos que o indivíduo possui, Y_i representa as rendas esperadas e r as taxas de juros dos períodos.

Duesenberry (1967) partia da hipótese de que para se entender o problema do comportamento do consumidor dever-se-ia começar reconhecendo o caráter social dos padrões de consumo, assim como as atividades ensejadas pela cultura da sociedade. Além disso, o problema precisaria ser analisado em níveis distintos.

Portanto, os pressupostos que pareciam poder basear uma teoria da escolha do consumidor de maneira segura seriam os seguintes: (1) necessidades físicas e atividades próprias da cultura requerem o consumo de determinados tipos de bens; (2) necessidades físicas ou socialmente geradas podem ser satisfeitas por tipos de bens qualitativamente diferentes; (3) esses tipos de bens diferentes são vistos como superiores ou inferiores um em relação ao outro; (4) há uma escala geralmente aceita de bens que podem ser usados para propósitos específicos¹⁰.

Apesar de se enquadrar mais no âmbito microeconômico, é interessante destacar a visão bastante clara do autor sobre a relevância dos aspectos culturais específicos de cada país, assim como sobre a influência das relações sociais sobre o consumo. Duesenberry (1967) destacava que as decisões de consumo estão ligadas pelo aprendizado e pela formação de hábitos. No caso dos EUA, o caráter da sua cultura seria a força impulsionadora do consumo, visto que o padrão crescente de vida foi estabelecido como um dos maiores objetivos da sociedade.

Ao defender a inter-relação das preferências e, conseqüentemente, do consumo, Duesenberry (1967) definiu o que ficou conhecido como ‘efeito demonstração’. Tal efeito

⁹ Alguns dos princípios apontados por Duesenberry aparecem no que seria a chamada teoria da escolha do consumidor pós-keynesiana. O princípio pós-keynesiano da não-independência afirma que as preferências dos consumidores dependem da experiência e da imitação do padrão de consumo de outros agentes, amigos ou pessoas em níveis mais elevados na hierarquia do consumidor. Logo, as decisões de consumo de um indivíduo não são independentes das decisões dos demais (Lavoie, 2004).

¹⁰ Nesse ponto também identificamos semelhança com a teoria pós-keynesiana da escolha do consumidor. Duesenberry refere-se a uma possível escala de necessidades físicas e culturais, que podem ser satisfeitas com bens de qualidade diferente e que são vistos de acordo com uma certa hierarquia. Essa hierarquia de necessidades aparece de forma mais elaborada nos pós-keynesianos. Segundo esse princípio, as decisões do consumidor referentes a um conjunto de necessidades podem ser tomadas de forma independente dos demais conjuntos de necessidades, o que implica que nem sempre existe um trade-off claro entre um bem/serviço e outro. Por exemplo, não necessariamente um indivíduo consegue ordenar suas preferências de bens que se encontram no conjunto de necessidades psicológicas juntamente com aqueles que se encaixam no grupo das necessidades sociais. Para mais detalhes sobre a teoria da escolha do consumir nos pós-keynesianos ver Lavoie (1992; 2001; 2004).

decorreria da frequência do contato que uma família tem com bens superiores, o que se dá por meio do consumo das outras famílias. Isso impulsionaria o aumento dos gastos à custa da poupança. Esse efeito seria reforçado pela estrutura social que se caracteriza pelo sistema de 'status social diferenciado'. Nesse sistema, o sucesso está altamente relacionado com a renda e também com altos padrões de consumo.

Nesse ponto, nota-se um avanço do autor em relação à Keynes, ao qualificar como a relação entre as rendas afetaria o consumo. Têm-se a distribuição de renda (também mencionada por Keynes) e a posição relativa das famílias nos estratos de renda como fatores que influenciariam significativamente a propensão a consumir.

Segundo Duesenberry (1967), depois que uma renda mínima é atingida, o impulso de um indivíduo para aumentar os gastos depende da razão dos seus gastos em relação aos gastos daqueles com quem ele se associa. Ou seja, a propensão a poupar individual depende da posição do indivíduo na distribuição de renda, assim como a taxa de poupança agregada independe do nível absoluto de renda agregada. Está colocada aqui a ideia central atribuída à Duesenberry, qual seja: o consumo, a partir de certo nível de renda, depende fundamentalmente da renda relativa.

O autor, apesar de ter desenvolvido a ideia de renda relativa, não a nomeia dessa forma no livro *Income, Saving and the Theory of Consumer Behaviour*. Porém nota-se a sua presença quando trata da posição relativa do indivíduo na distribuição de renda, da influência dos grupos de referência sobre o comportamento do consumidor e quando define um índice de utilidade do consumidor que é influenciado pela razão do seu consumo e de uma média ponderada do consumo dos outros.

Portanto, pode-se chamar de renda relativa, sem perder a essência do trabalho do autor, a renda tomada em comparação com a renda média dos demais agentes e que cresce à medida que o indivíduo melhora sua posição nos estratos de distribuição da renda.

O autor ainda considerava a importância das expectativas de renda futura, afirmando que as expectativas de renda decorrente dos ativos são mais relevantes que as expectativas concernentes aos salários e ordenados para influenciar a relação entre renda e poupança.

Duesenberry (1967) destacava que se o valor dos ativos aumentar em proporção menor que o aumento na renda, provavelmente a taxa de poupança apresentará tendência crescente. Essa constatação também aponta para o caso inverso, se o valor dos ativos aumentar proporcionalmente mais que a renda, a poupança pode vir a se reduzir. O que, de maneira

indireta, poderia representar um distanciamento entre consumo e renda, dada a decisão de consumir mais baseada na valorização dos ativos.

Por fim, o autor concluiu seu livro destacando os pressupostos da sua teoria da poupança, que são: a interdependência das preferências e a irreversibilidade das relações de demanda – vale relembrar que a reversibilidade das relações de demanda significava que a variação nos gastos decorrente de uma queda na renda teria a mesma magnitude da variação decorrente de um aumento. Além disso, retomou que esse tipo de teoria é *culturalmente* restrita e que o consumo deveria ser visto como fenômeno social.

A abordagem de Duesenberry, nas palavras de Hadjimatheou (1987), não seria um afastamento radical das ideias de Keynes, mas sim introduziria a percepção de que o sentimento de melhora decorrente do aumento da renda pode depender das mudanças no padrão de vida das pessoas que cercam o indivíduo em questão. Ou seja, a divisão da renda entre consumo e poupança dependeria da renda relativa e não da renda absoluta.

Van Treeck (2012) afirma que a hipótese da renda relativa fornece uma explicação intuitiva para alguns fatos estilizados dos quais as teorias de consumo concorrentes não puderam dar conta.

Essa hipótese de Duesenberry, de acordo com Van Treeck (2012), tem similaridade com a visão keynesiana, com relação à distribuição de renda, de uma relação positiva e transversal entre nível de renda e taxa de poupança. Porém Duesenberry rejeita o pressuposto keynesiano simples de que um aumento na desigualdade estaria associado com aumento da poupança agregada. Se as preferências são interdependentes, por um lado, uma redução na desigualdade pode aumentar a propensão média a poupar e, por outro, conseqüentemente, um aumento na desigualdade pode levar ao efeito “*keep up with the Joneses*” e a uma queda na taxa de poupança agregada.

Isso significa que do aumento da desigualdade não decorrerá necessariamente um aumento da poupança agregada. Essa pode cair, supondo renda constante. Infere-se disso que, com o aumento da desigualdade e o desejo de manter o consumo inalterado ou até mesmo expandi-lo, poderá ser observável uma redução da poupança, se a renda se mantiver estagnada ou se reduzir.

Palley (2005), assim como Van Treeck (2012), recupera as ideias mais importantes de Duesenberry para entender o consumo no contexto da economia americana. Primeiramente,

tem-se a motivação das decisões de consumo dada pelas preocupações de consumo relativo¹¹; em segundo lugar, os padrões de consumo estão sujeitos a hábitos e é difícil que se alterem com reduções de renda. “(...) *it is harder for a Family to reduce its expenditure from a high level than for a family to refrain from making high expenditures in the first place*”¹² (Duesenberry, 1948, p. 84-85).

As ideias de Duesenberry contribuem para a análise do consumo na medida em que refletem sobre a interdependência das preferências dos consumidores e sobre a posição relativa dos indivíduos na distribuição de renda. Isso o leva a considerar a influência da formação de hábitos e dos grupos de referência sobre o comportamento do consumidor. As circunstâncias sociais, históricas e culturais influem na dinâmica do consumo e, a partir do reconhecimento desses fatores, o autor conseguiu identificar uma possibilidade de reação da poupança (à desigualdade associada com o consumo) diferente das conclusões habituais.

1.3. A Hipótese do Ciclo de Vida e a Teoria da Renda Permanente¹³

Na década de 1950, Franco Modigliani do MIT e Milton Friedman da Universidade de Chicago apresentaram explicações para as aparentes contradições entre a teoria keynesiana e as evidências empíricas. Na teoria do consumo segundo o ciclo de vida, Modigliani enfatiza o planejamento dos consumidores ao longo da vida. Já na teoria de consumo segundo a renda permanente, Friedman vai além da renda corrente que predominava em Keynes. As teorias do ciclo de vida e da renda permanente assumem de maneira explícita e formal que o indivíduo aloca o seu consumo com o passar do tempo, sujeito aos recursos a sua disposição, para maximizar sua utilidade (Hadjimatheou, 1987). Nas próximas duas subseções, a discussão está centrada nos principais aspectos da hipótese do ciclo de vida e da teoria da renda permanente.

¹¹ A expressão consumo relativo aqui tem o mesmo sentido de renda relativa. Refere-se ao consumo realizado a partir da comparação com o consumo dos grupos de referência e dos demais estratos de renda. Palley (2005) destaca que os ricos, por terem menos grupos de maior renda com os quais se comparar, têm um nível de consumo absoluto maior e relativo menor.

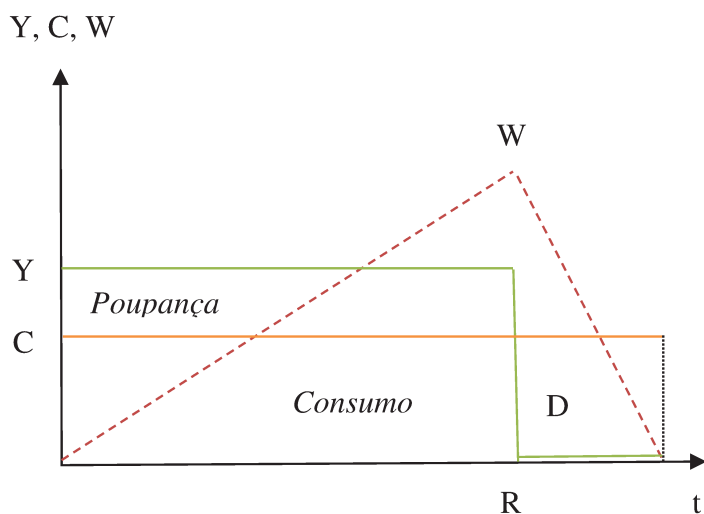
¹² Essa ideia já estava presente em Veblen (1899), em certa medida, dado que considerava o empréstimo como um expediente pelo qual os indivíduos seriam capazes de manter o seu consumo frente a outras classes sociais, mesmo com a desigualdade crescente da renda (Brown, 2007).

¹³ Quando se referem às ideias do ciclo de vida e da renda permanente, boa parte dos autores utiliza as expressões teoria e hipótese indiscriminadamente, portanto, segue-se essa indistinção ao considerar as ideias de Friedman e Modigliani.

1.3.1. Modigliani: a hipótese do ciclo de vida e a introdução da riqueza na função de consumo

A ideia básica da hipótese do ciclo de vida de Modigliani gira em torno da capacidade que os indivíduos têm de planejar o seu consumo tendo como horizonte o ciclo de vida e alocar, dessa forma, a sua poupança. O padrão seguido pela poupança e pela riqueza segundo o ciclo de vida pode ser descrito pela figura 1, apresentada em boa parte dos trabalhos do autor.

Figura 1. Estágios do ciclo de vida do consumidor



Fonte: Elaboração própria com base em Modigliani (1985).

Nessa figura, a renda, a riqueza e o consumo estão representados no eixo y. No eixo x, tem-se o ciclo de vida. R (*retirement*) é o momento em que se inicia a aposentadoria e, conseqüentemente, a despoupança (ou poupança negativa). A linha vermelha tracejada mostra a riqueza durante a vida do indivíduo, a qual cresce durante o ciclo de trabalho, até a aposentadoria, e, então, começa a declinar. Pode-se perceber que a renda do indivíduo divide-se em consumo e poupança e que, no início da vida, a razão riqueza-renda é baixa. Com a poupança acumulada durante a vida, a razão riqueza-renda se eleva. Quando se inicia a aposentadoria (R), tem-se a despoupança, ou seja, a poupança acumulada é despendida em consumo.

De acordo com a teoria do ciclo de vida, existiria um “padrão” no comportamento da renda dos indivíduos ao longo do tempo. A poupança seria assim o mecanismo de transferência de renda presente para o futuro, ou seja, seria a forma de transitar entre períodos de renda elevada para períodos de renda reduzida. Os agentes fariam uso da poupança e despoupança para poder manter seu patamar de consumo por toda a vida. Além disso, já que o consumo baseado no modelo, em qualquer ponto do tempo, pode exceder a renda corrente por longos períodos, a implantação de planos de ciclo de vida dependeria da capacidade dos consumidores de tomar emprestado sem restrições (Hadjimatheou, 1987). Logo, a disponibilidade e o acesso ilimitado ao crédito diminuiriam a incerteza e levariam os indivíduos a planejar um consumo de longo prazo.

No artigo de 1985, *Life cycle, individual thrift and the wealth of nations*, Modigliani defendia que o objetivo do artigo de 1954, escrito juntamente com Brumberg e que deu origem à hipótese do ciclo de vida, era mostrar que o caso ‘normal’ das evidências empíricas poderia ser explicado em termos de indivíduos racionais, maximizadores de utilidade, que alocam seus recursos de forma ótima durante a vida.

Segundo o autor, a hipótese do ciclo de vida no modelo ‘básico’ (o de 1954) se baseia em três premissas simplificadoras. Primeiramente, a renda é considerada constante até o momento da aposentadoria, sendo, a partir de então, zero; em segundo lugar, supõe-se que a taxa de juros seja zero; e, por fim, as preferências são ditas constantes, ou seja, o consumo é constante durante a vida e as heranças não são consideradas.

Essa série de simplificações levou a implicações que, na época, eram novas, mas também contra intuitivas. Chegava-se às conclusões de que a taxa de poupança de um país é independente da renda per capita e de que taxas de poupança nacionais diferentes são consistentes com comportamentos individuais idênticos. Isso ocorreria porque a despoupança dos aposentados, a partir da riqueza acumulada, apenas compensaria a acumulação daqueles em idade ativa visando à aposentadoria.

Além disso, a razão riqueza-renda agregada— dada, segundo Modigliani, pela razão da soma de riqueza mantida em cada idade (*wealth path*) e da área sob a linha da renda (*income path*) (Figura 1) — seria uma função decrescente da taxa de crescimento, sendo maior com crescimento zero. E, por fim, o principal parâmetro capaz de controlar a razão riqueza-renda e a

taxa de poupança, considerando-se o crescimento dado, seria a duração da aposentadoria (Modigliani, 1985).

No modelo ‘básico’ do ciclo de vida, Modigliani está destacando a relação entre consumo e riqueza. Uma das críticas a essa abordagem da riqueza na função consumo, destacada por Hadjimatheou (1987), é a de que não é feita uma distinção entre riqueza líquida e ilíquida, pois os custos de utilização da riqueza ilíquida podem ser elevados e impedir o seu uso como forma de suavização do consumo ao longo da vida.

Modigliani (1985) analisa dois casos – o primeiro em que não há crescimento e o segundo no qual o crescimento é constante – com o intuito de mostrar que boa parte dos pressupostos simplificadores da hipótese básica de 1954 poderiam ser substituídos por especificações mais realistas sem alterar profundamente as conclusões obtidas no artigo inicial.

Apresentamos aqui apenas o caso de uma economia em que o crescimento é constante. Esse modelo implica que a taxa de crescimento da economia é igual à taxa de crescimento da riqueza e que a relação riqueza-renda é uma função decrescente da taxa de crescimento da economia.

O autor considerava que, no curto prazo, o comportamento do consumo agregado poderia ser descrito de maneira simples – como consequência do modelo adotado – onde esse seria uma função linear da renda agregada (do trabalho) e da riqueza: $C = \alpha YL + \delta W$ (Modigliani, 1985). Onde YL representa a renda do trabalho, W representa a riqueza e os parâmetros α e δ representam, respectivamente, a parcela consumida da renda do trabalho e a parcela consumida a partir da riqueza.

Além disso, com base em artigos anteriores, Modigliani (1985) afirmava que se a renda crescesse a uma taxa constante, então os parâmetros α e δ poderiam ser tomados como constantes e seriam determinados pela extensão da vida e da aposentadoria e pela taxa de crescimento.

Essa afirmação de Modigliani, na qual está implícita a ideia de estabilidade da função de consumo keynesiana, implica que alterações nas parcelas consumidas da renda do trabalho e da riqueza (propensões a consumir) não ocorreriam no curto prazo, dependendo o consumo da taxa de crescimento, ou seja, do crescimento da renda agregada. A diferença em relação a Keynes está em considerar a parcela que é consumida a partir da riqueza.

Em seguida, substituindo um dos pressupostos simplificadores, Modigliani (1985) inclui a taxa de juros diferente de zero e infere que, conseqüentemente, dever-se-ia dividir a renda total entre renda do trabalho e renda da propriedade (e não considerar apenas a renda do trabalho como uma aproximação da renda agregada): $Y = YL + YP = YL + rW$. Onde YL representa a renda do trabalho, YP representa a renda da propriedade, r se refere à taxa de juros e W diz respeito à riqueza. Isso afetaria o consumo por meio dos efeitos renda e substituição. A inclusão de rW aumentaria a renda, mas, ao mesmo tempo, a taxa de juros (r) afetaria o custo de oportunidade do consumo presente em termos do consumo futuro.

Relaxando mais um dos pressupostos simplificadores, qual seja, a perfeição dos mercados de crédito e a liquidez irrestrita, o autor defendia que as imperfeições nos mercados de crédito, assim como a incerteza em relação à renda futura, poderiam fazer que as famílias evitassem tomar emprestada a quantidade necessária para manter seu plano de consumo ‘ótimo’, adiando assim o consumo e aumentando a razão riqueza-renda e a taxa de poupança (Modigliani, 1985).

Ainda nesse artigo, devido à contestação de Kotlikoff & Summers (1981) de que a poupança não seria apenas para viabilizar o consumo na velhice, mas serviria para passar riqueza aos descendentes, Modigliani se preocupou com a questão do papel das heranças.

De acordo com Palley (2005), as principais contribuições da teoria do ciclo de vida – na qual o indivíduo escolhe um padrão de consumo para o ciclo de vida que maximiza a sua utilidade sujeito a sua restrição orçamentária (ambas no horizonte de tempo do ciclo de vida) – são (1) a introdução da maximização de utilidade na teoria do consumo; (2) a teoria é *forward-looking* porque inclui as expectativas de renda do ciclo de vida na restrição orçamentária do ciclo; (3) a estrutura de maximização de utilidade restrita inclui os mercados de crédito e os empréstimos; (4) introduz também os efeitos das taxas de juros e a preferência temporal do consumo; e, por fim, (5) a teoria do ciclo de vida incorpora uma dimensão sociológica ao reconhecer que os gastos com consumo podem variar de acordo com os estágios da vida.

É interessante considerar que em Modigliani já existe uma flexibilização no sentido de se levar em conta o papel das restrições e imperfeições nos mercados de crédito. A falha está em considerá-las como não influentes no plano macroagregado ou em tirar conclusões determinísticas sobre a reação do consumo às imperfeições dos mercados de crédito. A característica de buscar planejar o consumo para a vida está ligada aos fatores subjetivos – como

instituições, hábitos sociais, que variam de país para país e de acordo com o tempo histórico – apontados por Keynes e, portanto, depende de como as pessoas alocam o crédito recebido, se com uma visão de curto ou longo prazo, dadas as incertezas existentes¹⁴.

O que se pode extrair de mais relevante, no sentido de se entender o comportamento do consumo nos últimos 30 anos e seus determinantes, é a inclusão da riqueza – e da divisão entre renda do trabalho e da propriedade – na função consumo.

A inclusão da riqueza na função é importante na medida em que cada vez mais famílias passam a considerar a variação dos preços dos seus ativos nos mercados de ações, assim como passam a negociar mais no mercado imobiliário, realizando perdas e ganhos de capital a todo o momento. Isso influencia o consumo de maneira significativa – pelo menos o consumo das famílias mais abastadas que, em muitos países, representa parcela considerável do consumo – de forma que o efeito riqueza pode ter influência maior sobre o consumo agregado do que se costumava pensar.

Segundo Modigliani (1985, p.167),

The fact that wealth enters importantly in the short run consumption function means that monetary policy can affect aggregate demand not only through the traditional channel of investment but also through the market value of assets and consumption.

A influência da política monetária sobre o consumo também foi apontada por Keynes na *Teoria Geral* quando trata do papel ocupado pela variação inesperada nos valores de capital na composição da propensão a consumir. Porém o autor não considerava as alterações dos juros no curto prazo relevantes para alterar a propensão a consumir, assim como destacava a indefinição no sentido da alteração – se para mais ou para menos.

A diferença fundamental entre a função consumo keynesiana e a de Modigliani é que esse último, ao incluir a riqueza, alterou o intercepto da função que, assim, passava a depender dela. Ou seja: com o passar do tempo, toda a função consumo se deslocaria para cima com o aumento da riqueza. De acordo com a Hipótese do Ciclo de Vida, os dados de curto prazo corroborariam as conclusões de Keynes acerca do caráter decrescente da propensão média a consumir; enquanto os dados de longo prazo, em decorrência de a riqueza e a renda variarem

¹⁴ Keynes (1936) considerava que o consumo podia exceder a renda apenas nos períodos em que o emprego cai demais, isso por causa do comportamento habitual de consumo dos indivíduos.

proporcionalmente nesse horizonte temporal, validariam uma propensão média a consumir constante como encontrado por Kuznets (Mankiw, 2004).

1.3.2. Friedman e a Teoria da Renda Permanente

De acordo com Friedman, no seu *Theory of Consumption Function* (1957), as taxas de poupança que se apresentavam no pós II Guerra Mundial eram muito mais baixas do que seria consistente com as descobertas da relação entre renda e poupança à época do entre guerras, qual seja, de que havia uma propensão média a consumir decrescente. Durante o entre guerras, tanto as pesquisas orçamentárias quanto as amostrais confirmavam as hipóteses de Keynes de que o consumo corrente estava fortemente correlacionado com a renda, de que a propensão marginal a consumir era menor do que a unidade e de que a propensão marginal a consumir era menor do que a propensão média a consumir. A previsão não confirmada – de que a poupança aumentaria com a elevação da renda no pós-guerra e originaria uma depressão na economia – mostrava a inadequação de uma função do consumo que ligasse o consumo ou a poupança apenas à renda corrente e justificava a realização do seu estudo.

A partir disso, o autor apresentou a sua hipótese para explicar a relação verificada entre os gastos de consumo e renda. Friedman (1957) a considerava mais adequada e mais abrangente do que as hipóteses do ciclo de vida (chamada pelo autor de hipótese da relação riqueza-renda) ou da renda relativa analisadas isoladamente. Isso porque a teoria da renda permanente incorporaria tanto o efeito riqueza-renda quanto explicaria que a hipótese da renda relativa deveria ser válida apenas mediante a satisfação de certas condições.

Essas justificativas e supostas vantagens do seu trabalho estavam presentes no início do seu livro:

This monograph presents yet another hypothesis to explain the observed relation between consumption expenditure and income. The justification for doing so is that the new hypothesis seems potentially more fruitful and is in some measure more general than either the relative income hypothesis or the wealth-income hypothesis taken by itself. It incorporates fully the wealth-income effect and explains why the relative income hypothesis should be valid under special conditions (Friedman, 1957, p.6).

Friedman (1957) propôs-se a tratar a renda, empiricamente mensurada, como a soma de dois componentes, um componente permanente correspondendo à renda permanente da análise

teórica e um componente transitório: $y = y_p + y_t$. O componente permanente deveria ser interpretado como reflexo do efeito de fatores que o agente leva em consideração como determinantes do valor de seu capital ou riqueza. Quais sejam: a riqueza não humana possuída, o treinamento, a habilidade, tipo de ocupação, localização da atividade econômica, etc.

Para o autor, a riqueza total incluiria todos os serviços¹⁵ de renda ou consumíveis. Uma dessas fontes de serviço seria a capacidade produtiva humana, o que representaria uma das formas de deter riqueza. Isso permitiria definir a taxa de juros como a relação entre o estoque de riqueza e o fluxo de renda: $W = Y/r$ (Friedman, 1956). O autor acreditava que a distinção mais importante de riqueza, para a análise do consumo, seria aquela feita entre riqueza humana e riqueza não humana (Friedman, 1957).

Segundo Friedman (1956), a riqueza humana não poderia ser expressa em termos de preços de mercado ou taxas de retorno. Por isso, tomava a proporção de riqueza humana e não humana de um indivíduo como dada em um ponto do tempo. Pode-se dizer ainda que o autor faz uma aproximação de riqueza não humana com a ideia da riqueza como um estoque e de riqueza humana como um fluxo de renda auferido a partir da capacidade do indivíduo. Logo, aproximava a razão riqueza não - humana – riqueza humana à razão riqueza-renda (representada por w), sendo essa a variável necessária para analisar a renda.

No que diz respeito à renda, no artigo de 1956, *The Quantity Theory of Money – A Restatement*, Friedman considerava que ela deveria incluir o retorno de todas as formas de riqueza e que não deveria ser identificada com a renda como comumente medida. Isso porque a renda como era comumente mensurada era renda bruta; considerava, portanto, o componente transitório da renda que fazia a renda se afastar do nível de consumo estável, do ponto de vista teórico, que poderia ser mantido por tempo indeterminado. Ou seja, o autor estava ressaltando o conceito de renda permanente como aquele importante do ponto de vista teórico e que seria retomado no livro de 1957.

Já o componente transitório da renda deveria ser entendido como um reflexo de todos os demais fatores que afetam o valor de capital ou riqueza do indivíduo e que, provavelmente,

¹⁵ Segundo Minsky (1975), o conceito de consumo baseado no fluxo de serviços – os indivíduos consomem os serviços que “fluem” dos bens de consumo duráveis e dos estoques de casas – seria mais satisfatório do ponto de vista a teoria neoclássica, pois essa ideia de consumo é condizente com a teoria microeconômica. Porém seria enganoso pensar dessa forma dentro de uma teoria do emprego, como a de Keynes, para a qual seria importante uma teoria de como as pessoas gastam o produto que utiliza trabalho, sem considerar quando essa produção será utilizada ou como esse gasto será financiado.

são tratados pelo agente em questão como acidentes ou resultados do acaso, embora também possam ser consequências previsíveis de flutuações cíclicas da atividade econômica (Friedman, 1957).

Um primeiro questionamento que surge à hipótese de Friedman é como identificar a parcela da renda que é permanente e a que é transitória. O próprio autor admite que a divisão é arbitrária e que desenhar uma linha entre os dois componentes depende dos dados específicos e que a dicotomia entre renda transitória e permanente é um caso especial.

Assim como divide a renda em dois componentes, o autor também divide os gastos de consumo durante certo período em um componente permanente e outro transitório, de modo que: $c = c_p + c_t$.

O consumo corrente, para Friedman (1957), não dependeria apenas do total da renda permanente e da taxa de juros. Também estaria relacionado à parcela da renda permanente derivada da riqueza não humana ou o equivalente a uma taxa de juros dada: à taxa de riqueza não humana em relação à renda permanente (w).

Para completar a apresentação formal da hipótese da renda permanente, Friedman (1957) também inclui uma equação que representa a relação entre a renda permanente e consumo permanente: $c_p = k(i, w, u) y_p$. Essa equação especifica que a razão entre o consumo permanente e a renda permanente é independente do montante da renda permanente se essa função for linear, mas depende de outras variáveis, especialmente dos juros (i), ou do conjunto de juros sob os quais um consumidor pode tomar emprestado ou emprestar, da razão riqueza-renda (w) e das preferências dos consumidores (u) entre mais consumo ou mais riqueza.

Contrastando-a com a hipótese da renda relativa de James Duesenberry, Friedman (1957) considerava ser a sua proposta da renda permanente superior em três sentidos. Primeiramente, a sua hipótese teria uma base teórica mais atraente e mais simples ao utilizar as mesmas estruturas para considerar resultados *cross-section* e temporais, enquanto a hipótese da renda relativa introduziria considerações muito diferentes para dar conta da razão declinante de consumo em relação à renda mensurada nas regressões de estudos orçamentários (do consumo a partir da renda) e também para considerar a razão constante do consumo agregado em relação à renda agregada durante longos períodos de tempo. Em segundo lugar, seria capaz de prever um

conjunto mais amplo de características do consumo observado. Por fim, as evidências seriam mais compatíveis com a sua hipótese¹⁶.

Friedman aqui está indicando que a vantagem da sua teoria em relação à teoria de Duesenberry seria a forma simplificada e que, portanto, seria de mais fácil aplicação, não necessitando de premissas específicas (provavelmente mais realistas) para interpretar os dados, como as utilizadas por Duesenberry.

Em condições de certeza plena, os motivos para manter riqueza seriam uniformizar o fluxo de consumo e auferir ganhos de juros. E mesmo quando o autor relaxava a hipótese de certeza plena, considerava a incerteza apenas como um motivo para acumular poupança (ou riqueza) – disponibilidade de reservas para emergências¹⁷ –, para fazer frente a receitas inesperadamente baixas ou níveis de consumo inesperadamente altos, sendo que quanto maior a razão riqueza-renda, menor a necessidade de acúmulo adicional de poupança e, portanto, maior o consumo corrente (Friedman, 1957).

Quanto à incerteza, vale ressaltar que Friedman (1956) a considerava mensurável por meio de um conjunto de índices objetivos, o que tornava possível a inclusão de alterações nas preferências e na utilidade dos agentes, sem grandes implicações para os resultados da teoria.

O consumo aqui é visto como estável ao longo do tempo, o que deriva da ideia de renda permanente. As situações imprevistas, os ganhos temporários de renda – decorrentes, por exemplo, da política fiscal de curto prazo – não teriam influência significativa sobre o consumo, pois afetariam apenas o componente transitório do consumo e esse estaria relacionado à renda transitória, considerada praticamente residual para o autor.

Da mesma forma, em Modigliani tampouco as situações imprevistas e os ganhos temporários de renda têm influência fundamental sobre o consumo. De fato, as duas teorias se aproximam bastante. Modigliani (1985) apontava que a diferença fundamental entre a sua hipótese e a teoria de Friedman seria a seguinte: a teoria da renda permanente modela o consumo e as decisões de poupança com base no pressuposto de que a vida é infinita, o que leva à substituição dos recursos ao longo de uma vida finita pela ideia de renda permanente, sendo a renda transitória apenas a discrepância entre renda corrente e permanente.

¹⁶ Apesar disso, Friedman (1957) admitia não ser possível rejeitar a hipótese da renda relativa com base nos dados da época.

¹⁷ Esse motivo para manter riqueza seria equivalente ao motivo para poupar, chamado de precaução por Keynes.

Vale ressaltar ainda a visão *backward looking* presente na teoria construída por Friedman. Se o consumo depende da renda corrente e do consumo defasado – forma como Hadjimatheou (1987) conceitua o consumo permanente –, isso significa que os agentes ajustam seu consumo no presente de acordo com o consumo passado. Aqui está a mesma ideia que embasa a teoria do ciclo de vida, a de que os agentes procuram distribuir, amortecer o consumo durante a vida, porém de outro ponto de vista.

Porém, poder-se-ia constatar que os agentes estão sempre dispostos a consumir mais e se lhes for apresentada uma alternativa – que possibilite a manutenção ou a expansão do consumo – estarão dispostos a postergar esse ‘ajuste’ do consumo provocado por uma variação na renda ou a não fazê-lo. Essa simples observação do que ocorre em muitas economias se mostra compatível com os fatores subjetivos apresentados por Keynes – por exemplo, o motivo para gastar chamado de miopia – assim como pode ser mais palpável do que a ideia de que os indivíduos planejam racionalmente o seu consumo, consumindo menos hoje para poder consumir mais amanhã e vice-versa, num horizonte de tempo infinito.

Além disso, a formulação da teoria do consumo de Friedman vai de encontro à ideia keynesiana de política fiscal. Como argumentam Snowdon & Vane (2005), o fato de o consumo depender fundamentalmente da renda permanente, ou seja, de uma média da renda ao longo da vida, diminui a importância da política fiscal para estimular o consumo – por exemplo, por meio de uma redução de impostos – dado que afetaria somente a renda transitória.

Keynes, diferentemente de Friedman e Modigliani, assumia a importância que a política fiscal pode ter para expandir ou contrair o consumo – inclusive afetando as expectativas de maneira mais significativa que a política monetária. Se compararmos ainda as recomendações políticas que derivam da teoria da renda permanente e da hipótese do ciclo de vida, nota-se que a primeira tem um viés de negação da política fiscal, enquanto a segunda tem um viés afirmativo em relação à política monetária. Ou seja, enquanto Friedman visa negar o papel da política fiscal, com a construção dos conceitos de renda transitória e permanente; Modigliani visa afirmar a importância da política monetária que, indo além da influência sobre os investimentos, afetaria também, no curto prazo, o valor dos ativos e o consumo. O que não significa que Friedman não levasse em consideração o efeito riqueza, mas que a ênfase de cada autor em termos de política era diferente.

A Teoria da Renda Permanente nos conduziria a uma expressão do consumo como uma simples função da renda permanente (renda média ao longo da vida), segundo a interpretação de Hadjimatheou (1987). Pode-se inferir que a conceituação de renda e consumo permanente proposta por Friedman reforça a visão de uma função consumo estável ao longo do tempo, mais estável do que aquela inferida a partir da renda corrente.

Novamente, as teorias de Friedman e Modigliani se assemelham quando nos voltamos para as conclusões de Friedman acerca do consumo no curto e no longo prazo. O aumento da renda no curto prazo originar-se-ia da renda transitória e, portanto, não seria gasto, reduzindo a propensão média a consumir temporariamente. No longo prazo, as mudanças na renda seriam dominadas por mudanças na renda permanente, mantendo-se a razão consumo-renda constante, de acordo os dados de Kuznets.

A contribuição essencial de ambos os autores está em considerar que o consumo também é função da riqueza. Porém dentro dessa discussão sobre a inconsistência entre os dados encontrados por Kuznets e as previsões feitas a partir da função keynesiana de consumo feita por Friedman e Modigliani faltava um elemento fundamental: a distribuição de renda. Essa questão somente foi abordada, dentre os autores já expostos, por Duesenberry no que tange à distribuição pessoal da renda e por Keynes apenas parcialmente. Dessa forma, a exposição das ideias de Kalecki, que considera a distribuição funcional da renda, se mostra indispensável a uma análise mais completa do consumo.

1.4. Kalecki e a distribuição funcional da renda

Na *Teoria da Dinâmica Econômica* (1954), Kalecki diferencia o consumo de acordo com as motivações distintas que capitalistas e trabalhadores podem ter. Dessa forma, as propensões a consumir oriundas, respectivamente, dos lucros e dos salários e ordenados também seriam diferentes. As funções apresentadas pelo autor, ao discutir a distribuição do produto e da renda nacional, são as seguintes:

$$(1) P_t = \frac{I_{t-\omega} + A}{1 - q} \quad (2) Y_t = \frac{P_t + B}{1 - \alpha}$$

A equação (1) relaciona os lucros líquidos (P_t) ao investimento ($I_{t-\omega}$), onde A representa a parte estável do consumo dos capitalistas e q a propensão a consumir a partir dos

lucros. A equação (2) mostra os fatores que determinam a distribuição da renda nacional, onde B representa a parte estável dos salários e α a parcela da renda destinada aos salários e ordenados.

Como os trabalhadores não poupam no modelo simplificado, sua propensão a consumir é equivalente a um, o coeficiente α pode ser interpretado como a parcela do incremento da renda bruta que será consumida pelos trabalhadores. Já o coeficiente q pode ser interpretado como a parcela do incremento dos lucros que se destina ao consumo, representando, também no modelo simplificado, a parte da propensão a consumir atribuída aos capitalistas. Em outras palavras, é a propensão marginal a consumir dos capitalistas. Como $0 < q < 1$ e os trabalhadores “gastam tudo o que ganham”, tem-se que a propensão a consumir dos trabalhadores é maior que a dos capitalistas.

Percebe-se a partir dessas duas equações que Kalecki analisava a propensão a consumir a partir da distribuição funcional da renda, diferentemente de Keynes que considerava a propensão a consumir agregada (de maneira explícita, só considerava o consumo do trabalhador).

No caso do modelo apresentado, o investimento variaria proporcionalmente mais que o consumo. Kalecki (1954) admitia que a determinação do consumo pudesse ser muito mais complicada do que no seu modelo simplificado onde o consumo é a diferença entre renda (Y) e investimento (I).

Em Kalecki, assim como em Keynes, também existe um multiplicador do investimento. A renda bruta aumenta mais que o investimento devido ao efeito da expansão do investimento sobre o consumo dos capitalistas e sobre a renda dos trabalhadores. O multiplicador kaleckiano pode ser apresentado da seguinte forma: $k = \frac{1}{(1-\alpha) \cdot (1-q)}$

Segundo Macedo e Silva (1999), o multiplicador kaleckiano seria equivalente ao multiplicador keynesiano, diferenciando-se desse último pelo cálculo da propensão marginal a consumir da comunidade que é dada por uma média das propensões marginais a consumir de trabalhadores e capitalistas, ponderadas por suas respectivas participações na renda. No caso simplificado em que os trabalhadores não poupam, a propensão a consumir agregada é dada pela média ponderada entre 1 e q .

Kalecki (1954) deduzia que, durante uma recessão, a queda do investimento deveria motivar uma redução do consumo, de modo que a queda do nível de emprego se mostrasse maior

do que a queda originada diretamente da contração da atividade investidora. Destacava, assim, o efeito multiplicador do investimento sobre o sistema econômico.

É interessante ressaltar que, também para Kalecki (1954), estava posta possibilidade de que a relação entre consumo e renda se comportasse de maneira distinta entre o curto e o longo prazo. Segundo o autor, estava claro que as flutuações da poupança (I'), definida como a soma do investimento, do saldo da balança comercial e do déficit orçamentário, seriam maiores do que as flutuações da renda no curto prazo, mas isso não se verificaria necessariamente no longo prazo. Nas palavras do autor:

A discrepância nas flutuações de I' e Y no decurso do ciclo econômico depende principalmente de dois fatores: (a) que o consumo dos capitalistas flutue menos que os lucros; e (b) que os salários mais ordenados flutuem menos que a renda bruta Y . Contudo, o consumo dos capitalistas não tem que aumentar mais lentamente que os lucros no decurso do crescimento a longo prazo de uma economia. Na verdade, a parte estável do consumo dos capitalistas A , pode, a longo prazo subir proporcionalmente aos lucros, P . Da mesma maneira, a parte estável dos salários e ordenados, B , que reflete o elemento de custos indiretos presente na composição dos salários, pode também elevar-se a longo prazo proporcionalmente à renda. Assim, a longo prazo, o investimento e a renda podem não demonstrar modificações desproporcionais como as que apresentam no decorrer do ciclo econômico (Kalecki, 1954, p. 88-89).

Com isso, Kalecki (1954) estava observando que, enquanto no curto prazo poderia haver uma propensão média a consumir decrescente, no longo prazo essa propensão poderia ser constante. Além disso, essa tendência seria verificável tanto a partir do consumo dos capitalistas quanto do consumo dos trabalhadores. O que não impediria, apesar da estabilidade, que houvesse modificação na distribuição de renda entre os fatores e na parcela do consumo em relação aos lucros.

É necessário enfatizar que Kalecki não encarava essa observação como verdade absoluta: “de qualquer forma, não se pretende que a argumentação acima tenha sido exposta para sugerir que a estabilidade a longo prazo da razão entre poupança e renda seja uma lei econômica, mas simplesmente para mostrar que existe a possibilidade da ocorrência dessa relação” (Kalecki, 1954, p.89).

Não se verifica em Kalecki uma teoria sobre a função consumo propriamente dita, no sentido de que o autor não explicita os fatores que afetam e determinam o consumo. Dessa forma, o trabalho de Keynes é mais fértil para se considerar os desenvolvimentos recentes do consumo, dado que apresenta em trechos da *Teoria Geral* (mesmo com pouca ênfase), como já mostrado, a

possibilidade da influência de outros fatores sobre o consumo (objetivos e subjetivos) que não diretamente a renda.

Contudo, pode-se observar uma evolução em relação à teoria keynesiana simples, no que tange à relação entre renda e consumo, a partir da divisão funcional da renda proposta por Kalecki (1954). A ideia de classes com motivações distintas é introduzida com o intuito de mostrar o papel e o comportamento desses agentes na economia. Enquanto os trabalhadores trabalham e consomem, os capitalistas investem e consomem. De acordo com Macedo e Silva (1999), a cisão simplificadora da sociedade capitalista em duas classes comporta o estudo dos fatores que elucidam a participação dos lucros e salários na renda agregada, “assim como (permite) expressar de forma mais clara o papel da distribuição na determinação do consumo e da renda” (p.199).

No artigo *As Equações marxistas de reprodução e a economia moderna* (1983), em que pretendia demonstrar que, com a distribuição entre salários e lucros dada, o investimento e consumo dos capitalistas determinariam os lucros e a renda nacional, Kalecki apresentou o consumo como equivalente à soma dos salários dos trabalhadores dos três departamentos em que está dividida a economia (hipotética) – D_1 : setor de bens finais não utilizados para consumo (investimento bruto), D_2 : setor de bens de consumo dos capitalistas e D_3 : setor de bens de consumo dos trabalhadores – de forma que $C = W = W_1 + W_2 + W_3$. Explicitou também a cisão do consumo em duas classes, a partir da matriz da renda nacional: $C = C_k + C_w$.

A divisão das famílias em classes, quando adotada em muitos modelos macroeconômicos heterodoxos, ainda é feita com inspiração na cisão originalmente feita por Kalecki (1954). Segundo Blecker (2002), Kalecki foi o primeiro economista a construir um modelo formal no qual a propensão a consumir dos trabalhadores é maior que a dos capitalistas – além de considerar os investimentos como sendo uma função positiva dos lucros retidos, entre outros fatores. Dessa forma, o autor abordou os efeitos da distribuição de renda tanto sobre o investimento quanto sobre o consumo.

Vale ressaltar que, na hipótese adotada inicialmente por Kalecki e também em modelos cambridgeanos, os trabalhadores baseiam seu consumo apenas nos salários e os capitalistas nos lucros. Como se considera que “os trabalhadores gastam o que ganham, e os

capitalistas ganham o que gastam”, afasta-se a possibilidade de que os trabalhadores possam financiar o consumo por meio de empréstimos¹⁸.

Pelas hipóteses assumidas, conforme Macedo e Silva (1999), os trabalhadores no modelo kaleckiano não podem acumular estoque de riqueza, nem tem acesso ao sistema de crédito. Então a demanda por bens de consumo dos trabalhadores é determinada inteiramente pelos salários. Entretanto, na dinâmica de uma economia moderna monetária e financeiramente, nem o consumo do trabalhador é propiciado apenas pelo seu salário, nem a decisão de consumo dos capitalistas depende apenas dos lucros realizados.

De qualquer forma, uma abordagem atenta à distribuição de renda permitiria incorporar na análise outros aspectos que influenciam o consumo, como o crédito (e o acesso a esse), o endividamento e as expectativas de ganhos futuros (além da renda corrente). A distribuição de renda, ou melhor, a diferenciação entre os tipos de renda numa abordagem do consumo contribuiria para identificar qual tipo de renda aumenta ou diminui sua participação no consumo, assim como ajudaria a explicitar os empréstimos para consumo a partir de determinada renda (ou de agentes com maior renda para agentes com menor renda).

Pode-se dizer que tanto em Kalecki quanto em Modigliani, tem-se uma representação da função de consumo que leva em consideração certa desagregação de renda, porém seus modelos são completamente distintos, o que implica significados diferentes para uma função similar. Em Kalecki, tem-se uma divisão funcional da renda entre trabalhadores e capitalistas, enquanto em Modigliani tem-se uma divisão entre renda do trabalho e renda da propriedade¹⁹.

A divisão da renda feita por Modigliani pode ser entendida em termos de propriedade. A divisão feita pelo autor se dá entre a renda auferida a partir do trabalho (o consumo dos não proprietários) e a renda da propriedade, a riqueza (e o consumo a partir dos juros da propriedade).

¹⁸ Minsky (1975) destaca a inadequação da não consideração do financiamento do consumo do trabalhador por empréstimos nas teorias macroeconômicas de consumo.

¹⁹ O tipo de divisão da renda feita por Modigliani se encontra também em Kaldor. No artigo *Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution* (1966), o autor faz uma separação similar entre renda do trabalho e renda da propriedade e comenta sobre a possibilidade de os trabalhadores adquirirem fundos de pensão. Kaldor enfatiza nesse caso a diferença nas propensões a consumir a partir da origem, do tipo, de renda e não das propensões a partir de classes distintas, como faz Kalecki. Segundo o autor, existe uma alta propensão a poupar a partir dos lucros, mas a partir do momento em que ocorreu a dissociação entre propriedade e administração, não existe mais a necessidade de que a alta propensão a poupar da firma seja a mesma do indivíduo a partir da sua renda. Nas suas palavras: “(...) nowadays business are to a large extent owned by rentier-capitalists (shareholders) whose personal savings-propensity need to bear no relation to the savings propensity of enterprises which they own. They are free to consume, in addition to their dividend income, as much of their capital (or their capital gains) as they like ;”(Kaldor, 1966, p. 311).

Considerando a simplificação de que a riqueza se resume à propriedade, tem-se ainda uma divisão da renda e do consumo com base nas noções de fluxo e estoque. Na análise de Modigliani, a divisão de ‘classes’ não está posta de maneira explícita. Afinal, se o trabalhador conseguisse adquirir propriedade e extrair juros, teria ambos os tipos de renda. Nesse sentido, a divisão proposta por Modigliani, por tipo ou origem de renda, se configura em uma abordagem mais geral, quando se trata de consumo, do que a de Kalecki.

Em Kalecki, a divisão é realmente funcional, no sentido de mostrar o papel e o comportamento distintos desses agentes – trabalhadores e capitalistas – na economia.

Para o autor, no modelo simplificado, existem três tipos de renda: lucros, salários e ordenados. Logo, no modelo de Kalecki, não existe espaço para os juros (não como influência direta sobre o consumo, apenas por meio dos lucros) introduzidos por Modigliani, assim como na hipótese construída por Modigliani não aparecem os lucros, nem o capital (na função propriamente dita de capital, aparece apenas como propriedade) na forma como foram desenvolvidos por Kalecki.

Por fim, é imprescindível esclarecer que a abordagem do consumo evidenciada por Kalecki é equivalente à de Keynes nos pontos principais, quais sejam: o consumo é determinado pela renda e o consumo das capitalistas é fundamentalmente estável, pelo menos num horizonte temporal curto (Macedo e Silva, 1999).

Quadro 1. Principais teorias do consumo			
Autor/ ano	Ideia chave	Representação formal	Propensão a consumir
Keynes (1936)	Consumo como função relativamente estável da renda corrente	$C = C_w = \alpha Y_w$	$0 < \alpha < 1$
Kalecki (1954)	Distribuição funcional da renda	$C = C_w + C_k$	q : propensão marginal a consumir dos capitalistas; Propensão a consumir dos trabalhadores igual a 1.
Modigliani (1985)	Inclusão riqueza/Hipótese do ciclo de vida (horizonte temporal finito)	$C = \alpha YL + \delta W$	α e δ
Friedman (1957)	Hipótese da renda permanente (horizonte temporal infinito)	$c = c_p + c_t$	$a \cdot y_p$ e $b \cdot y_t$
Duesenberry (1948)	Hipótese da renda relativa	$\frac{C_i}{R_i} = f\left(\frac{Y_{i1}}{R_i}, \dots, \frac{Y_{in}}{R_i}, \frac{A}{R_i}, r_1 \dots r_n\right)^*$	Não é atribuído nenhum parâmetro específico para a propensão a consumir
Fonte: Elaboração própria.			
* A partir dessa representação formal da função, a seguinte relação é inferida: $\frac{C_t}{Y_t} = a - b \cdot Y_t/Y_0$.			

1.5. A contribuição de Minsky: a crítica e a construção a partir da crítica

Em *John Maynard Keynes* (1975), Minsky destaca que o conceito de consumo e as questões relacionadas aos seus determinantes sofreram muitas modificações no meio acadêmico após a *Teoria Geral*.

Seguiram-se à *Teoria Geral* três tipos de modelos macroeconômicos baseados no livro. O primeiro desses tipos centrava-se na função consumo com a exclusão de quase todo o restante da obra. No segundo tipo estavam os modelos IS-LM, que requerem o equilíbrio

simultâneo entre os mercados de bens e monetário. E um terceiro tipo, que derivaria do segundo, com a incorporação de uma função de produção e de um sistema de preferências, para acrescentar o equilíbrio do mercado de trabalho aos equilíbrios IS e LM. O conjunto de modelos baseado na função consumo ignorava os fenômenos monetários, ou seja, não levava em consideração a possibilidade de financiamento por dívida nem a interação entre os fatores monetários e o investimento (Minsky, 1975).

Em *Stabilizing an unstable economy* (2008), Minsky ressaltava a incapacidade desses modelos, baseados principalmente na função consumo sem a consideração dos fenômenos monetários e financeiros, de incorporar a instabilidade financeira de forma endógena, já evidente a partir de meados dos anos 1960:

The models derived from the Hansen and Klein formulation {espécie de IS-LM} are incapable of generating financial instability by their internal processes. (...) The line of development from Hansen's simplification of Keynes's concepts to the forecasting and simulation models based upon the consumption function provided economists with a simple, powerful, and relevant way of looking at our economy – as long as financial and monetary factors could, for the most part, be disregarded. The early postwar period was marked by such financial and monetary tranquility, but that tranquility has been replaced by turbulence since the mid-1960s, and with turbulence the reliability of the models derived from Hansen and Klein has declined. Forecasts and simulations with such models have accordingly been poor guides to policy: recent experience has shown that economy does not behave as it is supposed to (Minsky, 2008, p. 144).

De acordo com Minsky (1975), na *Teoria Geral* a função consumo serviria para identificar o elemento passivo da macroeconomia, o componente determinado da demanda agregada. Nas palavras do autor:

(...) 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, 1975, p.23).

Na sua análise, Minsky (1975) divide a natureza passiva dos gastos em consumo em dois aspectos centrais. Primeiramente, os gastos dos trabalhadores, dado que não possuem recursos financeiros, dependeriam da renda do trabalho passada ou presente (salários ou transferências). Em segundo lugar, as classes proprietárias que possuem recursos financeiros, já que desejam manter o capital intacto, teriam seu consumo dependente da renda líquida e não da bruta.

Além disso, o autor salientava que a validade dessa visão de consumo – que não depende de financiamento externo em grau significativo e, portanto, não deixa resíduos financeiros – está condicionada às mudanças das instituições e dos costumes. Ou seja, o fato de as considerações financeiras afetarem significativamente o consumo, ou não, modificar-se-ia com o tempo (Minsky, 1975). No momento em que a riqueza das famílias e o endividamento do consumidor se tornam significativos, a natureza passiva dos gastos de consumo é reduzida (Minsky, 2008).

De acordo com Rosa (2012), a abordagem proposta por Minsky permite a inserção do financiamento nas decisões de gastos de forma geral, o que aumenta a possibilidade de se ter determinantes mais complexos do próprio consumo e de explorar as consequências do lado do ativo, assim como a interação desses determinantes na construção de situações de fragilidade.

Nesse sentido, Minsky (1975) utilizou-se da experiência estadunidense para afirmar que a renda do trabalho, apesar de uma boa aproximação teórica, como determinante do consumo, seria um pressuposto empírico menos válido para esse país nos anos 1970, pois os desenvolvimentos financeiros (sistema de crédito), após a II Guerra Mundial, teriam contribuído para enfraquecer *a relação entre a renda do trabalhador e os gastos das famílias*. Somava-se a isso o fato de que 20% dos gastos em consumo do país à época eram realizados pelos 5% mais ricos da população.

Ademais, o fato de, na tradição keynesiana, a renda ser tratada como agregado homogêneo implica a falta de destaque à distribuição de renda no que diz respeito a sua relação com o consumo. Como ressalta Minsky (1975, p.24):

Although class ideas with respect to consumption are alluded to in The General Theory, and although class income affects the saving propensities in the work of Keynesian economists, such as N. Kaldor and J. Robinson, in general in the mainstream Keynesian literature the law for the determination of the surplus (i.e., the consumption function) treats income as a homogeneous glob in determining consumption behavior.

Portanto, em Keynes a ideia de distribuição funcional da renda, da divisão de classes está apenas implícita e não está indicada na função de consumo propriamente dita. Nesse sentido, Minsky reconhece a contribuição fundamental para a teoria do consumo feita por Kalecki, ao considerar que trabalhadores e capitalistas têm propensões a consumir diferentes.

Referindo-se aos modelos e teorias de consumo que incorporam a ideia do ciclo de vida ou da renda permanente em vez da renda corrente, Minsky (1975) destacava que quando os

gastos com consumo podem depender de financiamento externo e as famílias estão cientes de que a renda possa ser cíclica ou incerta ao longo do tempo, os conceitos tradicionais de renda adotados se tornam menos relevantes. Tornar-se-ia importante, nessas condições, um conceito de renda que levasse em consideração a incerteza e as condições financeiras em que as famílias se encontram ao tomar decisões de consumo.

Essa visão, em vez de considerar o comportamento do consumo como estabilizador e estável, considera a possibilidade de que o consumo atue como variável pró-cíclica no sistema, “*whereas the standard permanent-income concept tends to make consumption behave in a stabilizing manner during cyclical fluctuations (...)*” (Minsky, 1975, p.26). Logo, apresenta-se a possibilidade de o consumo ser desestabilizador, apesar de continuar sendo menos volátil que o investimento.

Minsky complementa a visão de Keynes de que o investimento é a causa maior das flutuações na economia ao ressaltar que as decisões de portfólio, entre elas a decisão de consumo, são as causas mais profundas de flutuações na demanda agregada. O autor, mesmo mantendo a ênfase no investimento, entendia o consumo como fonte importante de perturbação na economia.

A “interpretação alternativa”, proposta por Minsky (1975), considerava as demandas por investimento e consumo como sujeitas a restrições orçamentárias, visto que a demanda por investimento, em geral, depende de financiamento externo e que a demanda por consumo pode ser baseada nos salários, nos dividendos e no recebimento ou pagamento de juros. Isso significa que a demanda efetiva não seria determinada apenas pelos fluxos de renda corrente ou pelo fluxo de endividamento presente, mas dependeria também dos *cash-payment commitments*, dado o endividamento prévio dos setores da economia. Logo, a interpretação alternativa poderia ser encarada como uma “teoria da restrição orçamentária efetiva” e implicaria que as decisões de investimento e consumo seriam condicionadas pelas restrições orçamentárias.

Minsky (2008) ainda enfatizava que a relação entre os lucros e o consumo financiado pelos lucros (rendas de dividendos, ganhos de capital e altos salários – definição ampla de lucros) seria um dos fatores capazes de levar a uma instabilidade crescente. Durante tempos de prosperidade, a situação econômica dos proprietários de ações melhoraria, pois os dividendos pagos aumentariam e os preços das ações também, refletindo as expectativas otimistas e os rendimentos elevados. Isso, por sua vez, levaria ao aumento do consumo daqueles que recebiam dividendos, por ter sua riqueza aumentada, e, conseqüentemente, a um novo aumento nos lucros.

Para Minsky (2008), os *cash flows* capazes de validar os ativos de capital, as dívidas e os empreendimentos seriam resultado dos investimentos, dos déficits do governo, dos superávits comerciais e desse tipo de consumo, a partir de rendas que seriam alocações dos lucros. A validação dos *cash flows* diminuiria à medida que o volume dessas variáveis diminuísse e tais variáveis – investimento, superávits comerciais e o consumo das famílias – seriam sensíveis aos desenvolvimentos dos mercados financeiros. A incapacidade de fazer frente aos *cash flow commitments*, ou seja, de gerar os fluxos necessários para realizar os pagamentos, seria o início de um processo de deflação de dívida.

De acordo com Brown (2007), o princípio *debt-cash flows* de Minsky pode ser estendido ao consumo se duas condições são satisfeitas. Quais sejam: se as famílias carregam dívidas em proporção significativa e se uma parcela essencial dos seus gastos é financiada pela emissão de dívidas.

Nessas condições, o crescimento dos gastos com consumo dependeria da capacidade das famílias em fechar seus balanços com obrigações adicionais e da capacidade das instituições de empréstimo ao consumidor em acomodar a demanda por crédito. Já a capacidade de emprestar ou tomar emprestado seria condicionada pela relação entre a renda corrente e o serviço da dívida (se é suficiente ou não para cobrir o serviço) (Brown, 2007).

O mesmo autor ainda ressalta que a deterioração financeira pode causar o que Minsky chama de processo de deflação de dívida, podendo ter efeitos devastadores sobre a economia dado que (1) desestimula novos empréstimos para financiar bens tangíveis (bens de consumo duráveis e bens de capital) e (2) também redireciona o fluxo de renda do mercado de produto para o pagamento do serviço da dívida.

Porém vale destacar, como critica Fazzari (2012), que o foco de Minsky permanecia nos investimentos. Tal autor continua concebendo o consumidor como passivo, sendo necessário analisar, no caso dos EUA, a especificidade histórica – o que ultrapassa a estrutura minskyiana. Como Minsky (2008) deixou patente ao anunciar a introdução da hipótese da instabilidade financeira: “*Once the determinants of investment are understood, a full statement of the financial instability theory is possible. Investment is the essential determinant of the path of a capitalist economy: the government budget, the behavior of consumption, and the path of money wages are secondary*” (p.191).

Palley (1994) já destacava que o papel das famílias e do endividamento do consumidor não tinha sido enfatizado por Minsky. Isso porque a expansão em massa da tomada de empréstimos do consumidor é um fenômeno relativamente recente e porque Minsky tinha em mente acontecimentos anteriores da história econômica estadunidense, especialmente a Grande Depressão. Porém Palley também ressaltava que não é muito difícil incluir a tomada de empréstimos do consumidor na análise minskyiana.

Logo, a contribuição essencial de Minsky para o entendimento do consumo está em considerar o financiamento externo à renda numa economia monetária e financeira. Isso tem diversas implicações sobre o comportamento dessa variável. Entre elas estão: a maior instabilidade do consumo e o descasamento entre ativos e passivos – ou seja, a deterioração dos balanços das famílias. Vale lembrar que a possibilidade de realizar empréstimos também estava presente em Modigliani, mas apenas como forma de transição entre períodos de renda baixa e de renda elevada.

1.6. Observações finais do capítulo

A Teoria Geral constitui um marco para as teorias do consumo desenvolvidas após a década de 1930. Keynes, como já explicitado, tinha suas razões para considerar o consumo como uma função estável da renda no curto prazo. Apesar disso, admitia a complexidade envolvida pela análise do consumo e descreveu, em muitas passagens da obra, os principais determinantes do consumo, além de apresentar muitos *insights* que poderiam auxiliar na compreensão da dinâmica da determinação dessa variável.

Entre as questões mais importantes apontadas por Keynes estavam a influência das variações nos preços dos ativos sobre a propensão a consumir e os possíveis efeitos das políticas fiscal e monetária sobre o consumo. Somava-se a isso a preocupação de Keynes, dada a Grande Depressão, em como colocar a economia em rota de recuperação.

Dessa forma, Keynes advogava um estímulo ao consumo, que poderia se dar por meio de ações do governo, de forma a estimular também os investimentos. Ao longo do livro, o autor menciona em algumas passagens, o consumo como meio de reforçar as inversões em bens de capital.

A hipótese da renda relativa, formulada por Duesenberry no final dos anos 1940, certamente influenciada pela ideia de consumo conspicuo que remonta a Veblen, parecia ser alguma forma de resposta a um conjunto de fatores que não estavam explícitos na *Teoria Geral*. Quais sejam: a ideia de que as decisões de consumo, pelo lado da demanda, são influenciadas pela formação de hábitos da sociedade e pelo consumo das pessoas de acordo com os estratos da distribuição de renda; e a ideia de que as relações de demanda não seriam reversíveis – os efeitos de um aumento da renda sobre o consumo não teriam a mesma magnitude dos efeitos de uma redução na renda.

Já a teoria da renda permanente de Friedman, assim como a hipótese do ciclo de vida de Modigliani, visava explicar os fatos verificados no entre guerras e no pós II Guerra Mundial. Havia uma discussão sobre a diferença entre a relação consumo-renda no curto prazo e no longo prazo, pois os dados apresentados por Kuznets mostravam uma propensão a consumir que variava no curto prazo, mas que parecia constante no longo prazo. A explicação para isso, segundo Friedman, poderia ser dada a partir do conceito de renda permanente, e, segundo Modigliani, a partir do comportamento da poupança ao longo do ciclo de vida.

Ambas as teorias tinham como base a ideia inicial proposta por Keynes de um consumo dependente no curto prazo da renda corrente. A estabilidade da função de consumo foi incorporada por ambos os autores no desenvolvimento das suas próprias hipóteses. De certa forma, a proposta de Friedman, de um conceito de renda permanente – pois o horizonte temporal considerado é infinito –, amplia a hipótese da estabilidade da função consumo, dependente da renda real média esperada ao longo da vida. Modigliani, ao expor os diferentes casos do seu modelo de poupança, considerava que os parâmetros que alterariam a proporção da riqueza e da renda do trabalho consumidas seriam constantes no curto prazo, mais uma vez o consumo se alteraria devido às alterações no montante da renda e não na propensão a consumir.

Quanto a Kalecki, sua contribuição crucial foi a desagregação da renda, de forma a separar as decisões e motivações dos agentes em dois tipos, capitalistas e trabalhadoras. Isso se refletia em propensões a consumir distintas, sendo a propensão a consumir dos trabalhadores maior que a dos capitalistas. A consideração da distribuição da renda facilitaria a inclusão de fatores como expectativas, crédito e endividamento na análise do consumo. Porém, vale frisar que essas questões não eram importantes na análise de Kalecki e, assim como Keynes e os

monetaristas, o autor também relacionava o consumo basicamente à renda, sem dar muita relevância ao seu componente autônomo.

Por fim, Minsky fez duas contribuições importantes. A primeira compreende a crítica da *Teoria Geral* e das teorias que se seguiram à obra. Minsky reconhecia a necessidade de ir além dos conceitos de renda corrente e permanente quando as condições financeiras passavam a afetar as decisões de consumo das famílias. A passividade da função consumo seria reduzida pela inclusão da riqueza e do endividamento do consumidor. A segunda contribuição foi o desenvolvimento da sua teoria das ‘restrições orçamentárias’ (*cash flow commitment*) a partir da crítica a Keynes e da interpretação das suas ideias consideradas pertinentes. Apesar de o consumo continuar sendo passivo na visão de Minsky, sua estrutura teórica permite a incorporação do financiamento do consumo externo à renda e a explicação de como esse consumo pode ser causador de instabilidade, considerado dentro das decisões de portfólio.

CAPÍTULO 2. A FINANCEIRIZAÇÃO DO CONSUMO: DO CONCEITO TEÓRICO AO PROCESSO HISTÓRICO

As modificações no consumo pessoal – e, conseqüentemente, a possível alteração do seu papel na economia – podem ser entendidas como parte das transformações verificadas nas economias capitalistas entre o final do século XX e início do século XXI, que caracterizam uma fase específica do capitalismo, chamada por alguns autores de *finance-led capitalism* (Guttman & Plihon, 2008), e que fazem parte do processo mais amplo de *financeirização*. É válido esclarecer desde o início do capítulo que a financeirização aplica-se, sem muita dúvida, ao caso dos Estados Unidos. Contudo, a generalização²⁰ do termo poderia incorrer na superestimação do fenômeno a nível global. Certamente, outros países desenvolvidos são atingidos pela financeirização, mas o grau e as características são diferentes de economia para economia.

O consumo parece ser mais dependente do crédito e do endividamento do que em momentos anteriores, dado que a financeirização pode contribuir para descasar os gastos das famílias dos limites da renda. Decorre daí a possibilidade dessa variável funcionar como elemento ativo da demanda, cumprir o papel de motor de expansão dos gastos.

Nos Estados Unidos, com o processo de desregulamentação que ocorreu nas últimas décadas – envolvendo inovações financeiras que não ficaram restritas às firmas e aos bancos, mas se estenderam também as famílias – e com um consumo que funcionou, até a crise, como motor de expansão dos gastos, torna-se importante analisar o processo de financeirização e como ele afeta o consumo nesse país.

Dessa forma, propõe-se, nesse capítulo, analisar o fenômeno da financeirização no que tange ao consumo, a partir de suas duas faces: o conceito teórico e o processo histórico. Primeiramente, procura-se esclarecer o que se entende por financeirização e a sua relação com o consumo. Num segundo momento, faz-se uma contextualização histórica que compreende tanto a evolução do sistema de crédito estadunidense em linhas gerais, quanto o processo de desregulamentação ocorrido mais intensamente a partir dos anos 1980. Por fim, pretende-se enfatizar as questões envolvidas no processo de financeirização da economia dos Estados Unidos (e que se relacionam com o consumo) e ligadas ao papel do consumo como motor de expansão da

²⁰ Muitos autores, como é o caso de Guttman & Plihon (2008), consideram a financeirização como um fenômeno global. A extensão do fenômeno a nível mundial também está relacionada ao entendimento que cada autor tem sobre o que está envolvido no processo de financeirização.

demanda agregada. As questões abordadas são: as inovações financeiras, o efeito riqueza, a estagnação da renda e o crédito e o endividamento do consumidor/das famílias.

2.1. O conceito de financeirização

As definições conceituais de financeirização propostas por diferentes autores se aproximam em muitos pontos. De forma geral, tal fenômeno é entendido como a permeação das finanças nos diferentes aspectos e setores da economia. As finanças passam a influenciar e moldar as decisões dos agentes – mesmo daqueles que não estão diretamente ligados a elas.

A seguir são apresentadas algumas das definições do processo, de maneira que se possa entender como ele muda a dinâmica do consumo nos Estados Unidos e como esse consumo financeirizado retroalimenta o capitalismo dominado pelas finanças.

De acordo com Epstein (2005), a noção de financeirização se refere à importância crescente que as finanças têm na economia. Esse processo significa que os motivos, os mercados, os atores e as instituições financeiras passam a ter um papel dominante, ou pelo menos crescente, tanto na economia doméstica quanto na internacional. O conceito de financeirização inclui tanto as relações dentro do sistema financeiro quanto as inter-relações entre esse sistema e o resto da economia (entre o lado financeiro e o lado real da economia).

Bibow (2010) entende a financeirização de modo mais específico, caracterizando-a como um processo de mudança estrutural que ocorre dentro do sistema financeiro e que engloba as inovações financeiras, assim como a predominância dos mercados inovadores – os mercados de *securities* e de derivativos – sobre a intermediação bancária tradicional. Além disso, o processo também envolve os movimentos direcionados pelo processo de desregulamentação e a maior importância relativa do setor financeiro em comparação com o setor não financeiro.

Já na definição de Braga (2000), a financeirização diz respeito ao padrão sistêmico de riqueza que expressa a dominância financeira. A manifestação mais evidente desse fenômeno estaria na defasagem, cada vez maior e mais frequente, entre os valores que representam a riqueza e os valores dos bens e serviços e demais fatores em que se funda a economia real.

Nota-se que esses três autores consideram como característica fundamental da financeirização a relação entre o setor financeiro e os demais setores da economia e como o anterior passa a influenciar crescentemente os últimos – indicando um nexo causal que vai das

relações financeiras para as relações reais. É como se as finanças passassem a definir, pelo menos em parte, o processo de produção, as tomadas de decisão dos agentes e até mesmo as políticas macroeconômicas. O que não significa que as relações reais deixam de fazer parte do processo de criação e valorização da riqueza.

Sobre a dominância crescente das finanças sobre a atividade real, Stockhammer (2010) afirma que essa é uma ideia popular no debate sobre a financeirização. Ao mesmo tempo que é difícil estabelecer o real significado dessa afirmação, existe ampla evidência de que as atividades financeiras cresceram mais rapidamente que as atividades reais nas últimas décadas: os lucros financeiros perfazem parcela crescente dos lucros totais e as famílias e o setor financeiro estão assumindo cada vez mais dívidas.

Nas palavras de Guttman & Plihon (2008), o termo financeirização tem sido utilizado para destacar as diferentes dimensões dessa importância crescente das finanças, assim como as implicações macroeconômicas dessa tendência – que em muito tem sido questionada pelos efeitos restritivos que pode ter sobre a distribuição e sobre o crescimento.

Autores pós-keynesianos – Crotty (2005), entre outros – centram suas hipóteses sobre a financeirização nos efeitos prejudiciais que ela pode ter sobre o investimento físico e o crescimento da demanda agregada. A crescente influência das elites financeiras infiltradas na sociedade, na economia e na política, levaria primeiramente a uma renda maior e a desigualdades de riqueza, ambas acompanhadas de riscos mais elevados de fragilidade financeira – o que poderia afetar adversamente o desempenho da economia (Bibow, 2010)²¹.

De acordo com Stockhammer (2010), muitos autores percebem a financeirização como sendo um dos componentes nas mudanças das relações sociais e econômicas que se deram na passagem do Fordismo para o novo regime ‘neoliberal’. Segundo Guttman & Plihon (2008), a financeirização seria a característica central de um momento do capitalismo, o capitalismo conduzido pelas finanças (*Finance-led capitalism - FLC*), onde os motivos e os instrumentos financeiros se situam no centro do processo de crescimento. Aqui cabe novamente a ressalva de que a financeirização é a característica central de países que tem um mercado de capitais altamente desenvolvido (entre outras coisas), o que se aplica aos Estados Unidos e a algumas economias europeias.

²¹ Para Bibow (2010), a situação macroeconômica a partir dos anos 1980, que mostrou o aumento dos lucros acompanhado do investimento estagnado, impôs um desafio para o pensamento econômico pós-keynesiano. Como explicar esse quebra cabeça?

Onaran et.al. (2011) listam de maneira clara e sucinta os fenômenos envolvidos pela noção de financeirização. São eles: a desregulamentação do setor financeiro e a proliferação de inovações financeiras; o endividamento crescente das famílias; o desenvolvimento do modelo bancário ‘originar para distribuir’ (*originate to distribute*); a emergência dos investidores institucionais como jogadores centrais no mercado financeiro; a expansão (e retração) dos mercados de ativos; a busca pela maximização do valor do acionista; as mudanças na governança corporativa de setores não financeiros; e, por fim, o aumento das rendas nos investimentos financeiros e no setor financeiro.

Na mesma direção, Stockhammer (2010) destaca que o termo financeirização é utilizado para abranger fenômenos diversos como a mudança nas atitudes dos indivíduos, o crescimento da renda dos setores financeiros, a maior frequência de crises financeiras e a crescente mobilidade internacional de capital – além dos fenômenos listados por Onaran et.al. (2011).

2.2. A relação entre financeirização e consumo

No que diz respeito ao consumo, a financeirização significa que as famílias e os consumidores em geral se preocupam cada vez mais com motivos financeiros ao tomar as decisões de gastar ou poupar. Além disso, com o endividamento crescente do consumidor, essas decisões de consumo se descolam da renda corrente. Em outras palavras, a financeirização se reflete no crescimento dos gastos que se descola do crescimento da renda disponível (ver Gráfico 2 e Gráfico 6) (Bibow, 2010).

Segundo Stockhammer (2010), a financeirização tem tido efeitos profundos tanto sobre as famílias quanto sobre as empresas. Nos indivíduos e nas famílias isso se apresenta, entre outras questões, pela maior confiança no crédito, modificando tanto as atitudes quanto as instituições e os instrumentos financeiros nos quais se baseiam o endividamento e o consumo.

Para Brown (2008), o fato de o crédito ao consumidor ter reduzido a dependência estrutural do consumo em relação à renda corrente permitiria inclusive pensar em uma função de consumo ‘com *animal spirits*’.

De acordo com Belluzzo & Coutinho (1998), a mudança na forma de composição da riqueza decorrente da financeirização trouxe duas implicações principais para o consumo.

Primeiramente, tem-se o crescimento do número de agentes que se preocupa com a variação dos preços dos ativos porque detêm riqueza na forma financeira²². Em segundo lugar, o consumo se torna uma variável mais instável devido às flutuações introduzidas pelo efeito riqueza. Desse modo, “o consumo deixa de ter o comportamento relativamente estável previsto pela função-consumo keynesiana e passa a apresentar um comportamento típico das decisões de gasto dos capitalistas” (p.139). Vale notar, ainda de acordo com Belluzzo & Coutinho (1998), que essa financeirização do consumo *não* significa que parte do consumo deixa de estar vinculada à renda corrente, pois isso *já havia ocorrido com a generalização do crédito ao consumidor*. O que se dá nesse processo é o aumento da capacidade de endividamento de um grupo cada vez maior de consumidores. Ou seja, a *modificação* que ocorre com o desenvolvimento da financeirização não é o advento do crédito em si, mas a *forma como crédito se dá, em maior dimensão e profundidade*.

Boyer (2000) corrobora a visão de Belluzzo & Coutinho (1998) ao ressaltar que as expectativas de ganhos nos mercados financeiros passam a influenciar diretamente as decisões de poupar ou gastar. Além disso, considera que, com a dominância financeira, o consumo das famílias se torna mais volátil.

Segundo Bibow (2010), espera-se que a financeirização afete tanto o modo como as famílias obtêm dinheiro (de outra fonte que não seja a renda corrente) quanto à forma pela qual administram seus balanços. Isso implica que pode ocorrer uma mudança no papel da renda dos ativos e das obrigações financeiras nas finanças das famílias, o que também depende do nível de juros e de riqueza, além da distribuição de renda, da economia que se está analisando.

Ou seja, o modo como a financeirização afeta o consumo depende em grande medida das instituições específicas e das condições sociais do país em questão. Em outras palavras, é importante considerar tanto questões estruturais quanto conjunturais que afetam o comportamento do consumo.

Montgomerie (2007) ressalta que a financeirização e o consumo induzido pelo endividamento (*debt-led consumption*) se entrelaçam na medida em que condições sociais, econômicas e políticas são satisfeitas. Ou seja, os fatores políticos e econômicos se combinam

²² Cynamon & Fazzari (2008) ressaltam que, no século XXI, as famílias estadunidenses passaram a usar os mercados financeiros de forma extensiva para financiar seus gastos.

com as práticas culturais para expandir os níveis de endividamento do consumidor. Nos Estados Unidos, essa afirmação pode ser traduzida da seguinte forma: a estagnação da renda dos salários associada à crescente oferta de crédito serviu para integrar a renda das famílias, assim como seus hábitos de gastos, à expansão dos mercados financeiros. É interessante considerar que as características culturais – como a busca pelo enriquecimento rápido e o consumo de massa, esse último derivado do contexto do pós-guerra (ver nota 40) – também contribuíram para atrelar o comportamento do consumidor aos movimentos dos mercados financeiros.

2.3. O sistema bancário e financeiro estadunidense

2.3.1. A reforma dos anos 1930 e o precedente do pós-guerra

O desenvolvimento do sistema de crédito nos Estados Unidos é um processo antigo. Não é à toa que esse país tem hoje o mercado financeiro mais amplo e profundo do mundo (mesmo em crise). Nas origens desse sistema também se encontram as origens do sistema de crédito ao consumidor.

A partir das reformas de 1933 (*Glass-Steagall Act*) e de 1935 (*Bank Act*) inicia-se a formação de uma *economia do endividamento*, caracterizada pelo contínuo financiamento do gasto excedente a partir da emissão de dívida pelo sistema bancário (Guttman & Plihon, 2008). O *Glass-Steagall Act* regulamentava o sistema financeiro, a fim de evitar um novo colapso como o de 1929. Tal ato separava as instituições comerciais das instituições de investimento, propiciava as condições para uma alavancagem que fosse condizente com as necessidades industriais da época e procurava combater a cartelização bancária; já o *Bank Act* centralizava o controle da autoridade monetária no *Board of Governors* do *Fed* e no *Federal Open Market Committee*. Antes desse ato, cada *Fed* dos Estados era autônomo para perseguir suas políticas (Kregel, 2007). Nessas condições, não demorou muito para que a economia do endividamento se estendesse ao consumo das famílias graças ao ambiente favorável do pós-guerra (Guttman & Plihon, 2008).

Apesar de o sistema de crédito já ter começado a ser moldado no pós-guerra, nessa época o potencial de endividamento ainda era contrabalançado pela segmentação e regulamentação bancária. Nesse contexto, o acesso ao crédito jogava papel central nas políticas

de demanda keynesianas (Montgomerie, 2007). Ou seja, os problemas que se verificam a partir dos anos 1980 não se devem ao acesso ao crédito propriamente dito, mas sim à proporção e às condições em que ele se dá, quais sejam: uma economia financeirizada e muito alavancada.

De acordo com Cintra (1997), a legislação imposta pelo *Glass-Steagall Act* foi alterada significativamente pela primeira vez em meados dos anos 1950 por meio do *Bank Holding Company Act* (1956). Esse ato permitia que instituições constituídas sob o título de *Bank Holdings* oferecessem serviços financeiros, antes proibidos aos bancos. Os bancos passaram a oferecer um conjunto de serviços tão grande que passaram a ser chamados de “supermercados de serviços financeiros” (*full-service banking* ou *financial supermarkets*).

Portanto, os primeiros passos em direção à desregulamentação já haviam sido dados quando as condições do pós-guerra mudaram: os EUA passaram a enfrentar o baixo crescimento associado com a inflação, a chamada ‘estagflação’ da década de 1970. Segundo Guttman & Plihon (2008), após a estagflação, algumas mudanças fundamentais estabeleceram as condições para que se retomasse a economia do endividamento de forma mais agressiva. Primeiramente, houve a mudança em direção às taxas de câmbio flutuantes e a desregulação dos juros após 1979; em segundo lugar, deu-se o avanço da desregulamentação do sistema bancário por meio de dois atos regulatórios principais: o *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* (DIDMCA – 1980) e o *Depository Institutions Act* (DIA – 1982).

2.3.2. A desregulamentação dos anos 1980 (e 1990)

As principais medidas propostas pelo DIDMCA e pelo DIA foram a liberação da fusão entre os bancos, o bloqueio da regulação Q²³ do *Glass Steagall Act* – o *Board of Governors* do *Fed* ficava impedido de estabelecer o teto das taxas de juros dos depósitos –, a permissão para que instituições como cooperativas de crédito (*credit unions*), instituições de poupança formadas pelas associações de poupança e empréstimos (*savings and loans associations* – S&Ls) e outras oferecessem depósitos bancários e a permissão para cobrança de qualquer taxa sobre empréstimos (Guttman, 1994; Cintra, 1997).

²³ Por meio da Regulação Q, o *Fed* estabelecia um teto para as taxas de juros sobre depósitos a prazo captados e empréstimos concedidos pelos bancos, assim como proibia o pagamento de juros sobre os depósitos (Cintra, 1997).

A recessão do começo dos anos 1980 – de 1979 a 1982 – teve como uma de suas causas principais a política monetária contracionista do *Fed*, a fim de controlar a inflação (agravada pela alta de preços originada pela segunda crise do petróleo em 1979). Além dos efeitos devastadores sobre o emprego, essa crise acertou em cheio as instituições financeiras. Devido à onda de desregulamentação, quando a recessão eclodiu, boa parte dos bancos já estava envolvida em empréstimos especulativos e empréstimos no setor imobiliário (*real estate*). Em 1982, o número de bancos falidos continuava aumentando, quando o governo, por meio da *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), gastou aproximadamente US\$ 870 milhões para comprar os empréstimos ruins (*bad loans*) (Guttman, 1994). Percebe-se que a prática de resgatar os grandes bancos em apuros já estava estabelecida no momento em que o processo de desregulamentação foi intensificado.

É interessante considerar que uma das maiores implicações da desregulamentação dos depósitos foi tornar o custo das instituições depositárias mais suscetível às flutuações nas taxas de juros. Como essas instituições detinham obrigações de curto prazo com taxas variáveis e ativos de prazos maiores com taxas de juros fixas, o contexto de juros elevados no início da década explicava seu comportamento a fim de contrabalançar o efeito de “*profit squeeze*” e reduzir a variabilidade das receitas. Isso se traduziu na oferta de empréstimos com taxas flutuantes em vez de fixas pelos bancos (Guttman, 1994; Wray, 2009).

Além das medidas gerais que alteraram a regulação do sistema bancário e financeiro, duas medidas foram especialmente importantes para alterar a forma de financiamento do consumo das famílias e para estimular a migração dos empréstimos para o setor imobiliário: o surgimento das *adjustable-rate mortgages* (ARMs) e o *Tax Reform Act*. Em 1981, o principal regulador das instituições de poupança, *Federal Home Loan Bank Board*, permitiu a oferta de hipotecas com taxas reajustáveis. Essas hipotecas em meados dos anos 1990 já representavam 70% dos novos empréstimos imobiliários; A reforma de 1986 restringia a dedutibilidade dos gastos com juros da maioria dos empréstimos ao consumidor. Nesse momento, as *Home Equity Loans*, que estavam surgindo no mercado, se tornaram populares, pois eram completamente dedutíveis. Esses empréstimos eram atrelados à taxa básica de juros e, portanto, suas taxas poderiam mudar a qualquer momento (Guttman, 1994).

Já em 1999, foi dado o golpe de arremate à regulação estabelecida nos anos 1930: foi aprovado o *Financial Services Modernization Act*, conhecido como *Gramm-Leach-Bliley Act*²⁴, que anulava parte do *Glass Steagall Act* de 1933, removendo as barreiras que separavam os bancos comerciais, os bancos de investimento e as companhias de seguro²⁵ (Kregel, 2007).

É a partir daí que os bancos americanos, de todos os tamanhos, livres das restrições reguladoras, adquirem a capacidade de realizar empréstimos em condições mais favoráveis, de acelerar a inovação financeira e de ampliar a gama de provedores de fundos (Guttman & Plihon, 2008; Kregel, 2007). O que tem implicações diretas sobre o consumo seja por meio do crédito ao consumidor tradicional seja por meio da valorização imobiliária que se realiza fortemente nos anos 2000.

Ainda somava-se a isso o fato de os bancos terem passado a direcionar estrategicamente seus empréstimos para as famílias em vez de para as firmas (Stockhammer, 2010; Barba & Pivetti, 2009). As hipotecas representavam às vésperas da crise o maior número de empréstimos das instituições financeiras. O direcionamento do crédito às famílias foi uma resposta do sistema bancário ao direcionamento do movimento de capitais à “desintermediação”, que levou empresas com bons ratings a acessar esses mercados²⁶ (Barba & Pivetti, 2009).

Desde o surgimento do sistema de crédito nos Estados Unidos, nos anos 1930, até a crise financeira de 2007-9, viu-se uma progressiva erosão do arcabouço regulatório do sistema bancário e financeiro do país. O auge desse processo de desregulamentação, ocorrido durante a década de 1980, criou o ambiente necessário para a proliferação das inovações financeiras – que impulsionaram a financeirização do consumo.

²⁴ “(...) O *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act* permitia que os bancos comerciais expandissem suas atividades nos mercados de capitais e que os bancos de investimentos expandissem suas atividades de bancos comerciais. Esse ato revogava parte do *Glass-Steagall Act* com o objetivo de permitir uma espécie de banco universal germânico, emendando o *Bank Holding Company Act* de 1956, para permitir que as *holdings* proprietárias de bancos comerciais se envolvessem em qualquer tipo de atividade financeira. Ao mesmo tempo permitia que os bancos possuíssem subsidiárias envolvidas em uma ampla gama de atividades financeiras não permitidas aos bancos propriamente ditos” (Kregel, 2007, p.17) (tradução própria).

²⁵ Já como resultado da gradual erosão da segmentação bancária, o precedente para a aprovação desse ato foi a fusão – entre um banco comercial e uma companhia de seguros – que originou o Citigroup em 1998.

²⁶ De acordo com Barba & Pivetti (2009), em 2006, os empréstimos bancários às famílias (hipotecas e crédito ao consumidor) conformavam mais de duas vezes a quantidade de empréstimo às firmas, enquanto em 1995, os empréstimos às famílias representavam um pouco menos de 70% do total de empréstimos às firmas.

2.4. As inovações financeiras

As mudanças institucionais que ocorreram nos Estados Unidos nos últimos 25 anos, de acordo com Cynamon & Fazzari (2008), tiveram um lado positivo ao permitir que as famílias distribuíssem e amortecessem seu consumo, a partir da redução das restrições ao crédito. Por outro lado, as inovações financeiras também aumentaram a fragilidade financeira dos consumidores e das famílias – medida por indicadores como serviço da dívida/renda.

São as inovações financeiras que potencializam a separação entre os gastos e a renda permitida pelo endividamento crescente. Tais inovações expandem a base de empréstimos dos bancos, os passivos emprestados, tornam-nos menos dependentes da base de depósito tradicional, estimulando a agressividade da capacidade de empréstimo (Guttman & Plihon, 2008).

Os atos de 1980 e de 1982, DIDMCA e DIA, foram fundamentais para que os bancos passassem a introduzir hipotecas com taxas reajustáveis nas quais os riscos de preço ficariam com o mutuário em vez de com o prestamista (Guttman & Plihon, 2008). Com o objetivo de tornar tais hipotecas mais atraentes e reduzir o pagamento de juros nos meses iniciais, os bancos colocavam taxas de juros mais baixas no início do contrato de empréstimo, as quais eram reajustadas para níveis mais altos posteriormente (Bibow, 2010; Guttman & Plihon, 2008; Montgomerie, 2007).

Houve um aumento geral das hipotecas com taxas reajustáveis (ARMs) à custa das hipotecas tradicionais com taxas fixas – *fixed-rate mortgages* (FRMs) – chegando essa modalidade empréstimo imobiliário a dois terços das emissões de novas hipotecas em 2006²⁷. O objetivo das inovações era minimizar o pagamento mensal inicial, disseminando hipotecas ‘exóticas’, empréstimos híbridos e empréstimos *‘interest only’* caracterizados pela amortização negativa²⁸.

As inovações financeiras, conforme esclarecem Guttman & Plihon (2008), levaram a duas alterações principais no financiamento dos imóveis. Em primeiro lugar, com as taxas de juros mais baixas, os banqueiros passaram a baratear e simplificar o refinanciamento. Em segundo lugar, introduziram empréstimos sobre o saldo de valorização imobiliária – tais

²⁷ Os esquemas estabelecidos eram chamados de 3+27 ou 2+28, nos quais nos três ou dois primeiros anos as taxas eram fixas e baixas, passando a ser reajustadas nos anos seguintes da hipoteca (Bibow, 2010).

²⁸ Nos empréstimos com amortização negativa, uma parte do pagamento dos juros era incluída no principal em vez de liquidada juntamente ao serviço da dívida (Guttman & Plihon, 2008).

empréstimos eram uma espécie de segunda hipoteca que poderia ser utilizada para realizar gastos de qualquer natureza. Segundo Barba & Pivetti (2009), esses empréstimos sobre o saldo de valorização imobiliária foram introduzidos em meados da década de 1980, mas seus montantes se tornaram significativos a partir de meados da década de 1990.

Os desenvolvimentos no setor imobiliário indicam uma diminuição, durante os anos 2000, na ligação entre o crédito ao consumidor e os gastos em bens de consumo duráveis, na medida em que as famílias puderam ser mais liberais para usar suas hipotecas para financiar o consumo desses bens ou para saldar algum crédito ao consumidor tomado previamente como “financiamento de transição” (*bridging finance*) (Bibow, 2010).

O início do *boom* imobiliário já havia dado impulso extra ao consumo das famílias, como se pôde notar, quando surgiu uma inovação que revolucionou o financiamento da casa própria nos EUA no início dos anos 1990: a securitização. A grande oferta de fundos que estava sendo deslocada para os investimentos imobiliários passou a ser canalizada para instrumentos como os *Mortgage-backed securities* (MBS), que são títulos lastreados em hipotecas (Guttman & Plihon, 2008; Brown, 2007).

A crise do mercado acionário de 2000 teria impulsionado esse movimento. Nas palavras de Wray (2009), em consequência da crise, os investidores estavam buscando fontes alternativas de lucro. Com a política monetária de juros baixos do *Fed*, os mercados tradicionais de títulos de curto prazo já não ofereciam os retornos requeridos. Os investidores procuravam retornos e riscos maiores, o que encontraram nas hipotecas *subprime* e em outros ‘produtos acessíveis’, que tinham uma análise de crédito descuidada e com poucas exigências. Em última instância, a apreciação dos imóveis e a disseminação das hipotecas arriscadas se refletiram na ampliação do endividamento das famílias e na expansão do consumo²⁹.

É essencial ressaltar que as agências de avaliação (*rating*) tiveram papel fundamental para que as hipotecas *subprime* pudessem ter seu uso disseminado³⁰. Além disso, a mudança na avaliação do histórico do consumidor (tomador de empréstimo) – em vez de se analisar a renda do tomador de empréstimo, passou-se a analisar o nível de inadimplência com base em um *credit*

29 Segundo Cynamon & Fazzari (2008), aparentemente, no último quarto do século XX, o aumento da liquidez dos empréstimos de hipotecas encorajou os bancos a relaxar os padrões de crédito para os empréstimos que concediam. Além disso, foi-se tornando cada vez mais comum o refinanciamento das hipotecas para explorar os movimentos das taxas de juros, não sendo surpreendente que as taxas de juros declinantes levassem a uma expansão do consumo – já que as famílias estavam reduzindo o pagamento do serviço de suas dívidas.

³⁰ Sobre o papel das *credit rating agencies* para a expansão das *securities* e as regras de classificação de títulos, ver Cintra (1997).

score que era atribuído ao tipo de tomador – também possibilitou a expansão do crédito com base no setor imobiliário (Bibow, 2010; Guttman, 2009; Kregel, 2008).

As *securities* baseadas em hipotecas passaram a atrair um grande número de investidores por causa do rendimento elevado em um ambiente de baixas taxas de juros. Em 2002, aproximadamente 80% das novas emissões de hipotecas feitas durante os últimos cinco anos eram securitizadas. Isso contribuiu consideravelmente para que, nos anos 2000, os proprietários aumentassem sua capacidade de gastar (Guttman & Plihon, 2008).

Conforme Bibow (2010), verificava-se nesse ambiente o mau uso das hipotecas *subprime* porque elas carregavam taxas de juros mais elevadas, fazendo que, no período de *boom* nos preços dos imóveis, elas fossem concedidas a tomadores de empréstimos que tinham escores de crédito altos o suficiente para serem qualificados para empréstimos convencionais com termos de contrato melhores.

Além dos MBS, outro dos chamados ‘produtos estruturados’ também colaborou para aumentar o crédito disponível para empréstimos ao consumidor: *Asset Backed securities*³¹ (ABS). Os ABS, segundo Montgomerie (2007), aliviavam os requerimentos de capital nos balanços dos emissores e facilitavam a reciclagem de um conjunto de empréstimos por meio de operações fora de balanço.

A securitização, de acordo com Montgomerie (2007), tanto aumentou a oferta de crédito quanto alterou os padrões de empréstimos, deslocando o foco para os indivíduos já endividados. Os ABS, por exemplo, tornaram os credores dependentes do endividamento para sua futura expansão e rentabilidade³²; por sua vez, isso significava que os indivíduos com altos níveis de endividamento continuariam tendo acesso ao crédito. De forma resumida, a securitização tinha como efeito a diminuição dos custos dos fundos para os credores, o aumento da rentabilidade (para aplicadores, compradores, emprestadores) e a possibilidade de reciclagem do crédito por meio da recapitalização (a exemplo das *home equity loans*) e das MEW (*Mortgage Equity Withdrawals*).

Quanto à alteração dos padrões de endividamento das famílias, a queda dos adiantamentos como parcela do preço de compra das propriedades, o que se traduzia em razões

³¹ Os *Asset-Backed Securities* são títulos lastreados em ativos, onde o tomador de recursos (uma empresa) elege um ativo de sua propriedade para ser utilizado como garantia do financiamento (Cintra, 1997).

³² Segundo Montgomerie (2007), os lucros e o crédito futuro dependiam de um fluxo constante de devedores no mercado porque a capacidade emitir um ABS se baseava na existência de uma proporção de saldos não pagos.

loan-to-value (LTV) mais elevadas, contribuía para o endividamento crescente. Ou seja, o aumento da taxa de endividamento em relação ao valor dos imóveis se tornou uma característica central do relaxamento dos padrões, sendo uma questão fundamental quando se levam em consideração os compradores primários e as hipotecas *subprime* (Bibow, 2010).

Por um lado, o crescimento do setor *subprime* e do uso dos produtos de derivativos foi considerado uma vantagem na eficiência do setor imobiliário, pois permitiu a democratização do acesso ao crédito. Porém do outro lado da moeda, as inovações por meio da securitização e das finanças estruturadas – caracterizando tanto a extensão das cadeias de intermediação quanto o maior entrelaçamento de intermediários e dos mercados – concentraram o risco nos intermediários centrais (Bibow, 2010).

Também para Wray (2009), o processo de securitização foi responsável pela aparente democratização do acesso ao crédito e à casa própria – que aumentou muito nos anos 2000 nos EUA. A impressão inicial que se tinha era de que os bancos comerciais e de poupança estavam se protegendo de perdas ocasionadas pelas flutuações inesperadas nas taxas de juros por meio da securitização.

Bibow (2010) considera que o panorama das inovações facilita a compreensão de que a crescente colateralização das propriedades (utilização dos imóveis como garantia) nos Estados Unidos serviu de motor para o comportamento dos gastos das famílias. Quanto às hipotecas *subprime*, elas foram mais do que um impulso aos lucros dos agentes no *Shadow Banking System* (SBS), foram um estímulo essencial à economia dos EUA naquele momento.

2.5. Efeito riqueza ou efeito acesso ao crédito?

O efeito riqueza é um dos fatores mais utilizados para explicar o declínio da poupança e a expansão do consumo nos Estados Unidos, porém ainda há muitas controvérsias sobre as implicações desse efeito. A hipótese básica é de que aumentos (ou quedas) na riqueza percebida podem encorajar (desencorajar) os gastos do consumidor.

Vale notar, conforme ressaltam Belluzzo & Coutinho (1998), que o efeito riqueza se dá mediante a ampliação da demanda de crédito dos consumidores que se sentem mais ricos – e não por meio da venda dos ativos com o intuito de consumir.

De acordo com Bhaduri et.al. (2006), o impacto da riqueza financeira sobre a economia real (o impacto da financeirização) deve ser sentido por meio do acesso ao crédito para financiar os gastos com consumo das famílias – facilitado pela utilização da riqueza financeira como colateral – porque os ganhos e perdas de capital sobre os ativos devem permanecer nocionais, sem serem realizados, para caracterizar sua existência:

(...) if everyone or even a substantial number of owners of this virtual wealth were to try to realize their notional gain through actual trading, stock prices would crash with much of the perceived wealth vanishing immediately. Thus, virtual wealth has to remain largely virtual by the very logic of its existence! (Bhaduri et.al., 2006, p.413).

Quando se olha para a evolução da razão patrimônio líquido – renda disponível das famílias desde os anos 1980, a impressão é de que as famílias realmente ficaram mais ricas enquanto pouparam menos. Contudo, de acordo com Bibow (2010), o declínio da taxa de poupança ocorreu antes que a taxa de crescimento do patrimônio líquido começasse a decolar. A taxa de poupança estava caindo quando o endividamento aumentava apenas devagar. Em contraste, o período em que o endividamento aumentou mais rapidamente viu apenas um pequeno declínio da taxa de poupança. Dito de outra forma, o aumento do valor dos ativos das famílias significou um aumento do patrimônio líquido, apesar do nível crescente de endividamento (Dynan & Kohn, 2007).

Segundo Montgomerie (2007), os níveis crescentes de endividamento são entendidos como uma contribuição para o efeito riqueza em economias como a dos Estados Unidos, se os maiores empréstimos, induzidos por uma apreciação dos preços dos ativos, são direcionados para novas formas de criação de riqueza.

Bibow (2010) esclarece que os ganhos de capital não realizados não geram os fluxos de caixa necessários para que gastos sejam realizados. As famílias precisam obter seu fluxo de caixa, além da sua renda corrente, por meio da venda de ativos ou do endividamento e ambos exigem uma contraparte na posição oposta (disposta a comprar/emprestar). Da mesma forma, os ganhos de capital realizados também tem como prerrogativa a venda do ativo apreciado a outro agente ou a utilização do ativo apreciado como garantia em um empréstimo, o que tem implicações semelhantes.

Onaran, Stockhammer & Grafi (2011) acreditam que o efeito riqueza a partir do aumento nos preços dos ativos imobiliários levou a um aumento do consumo nos Estados

Unidos, mesmo que o mecanismo de endividamento tenha se mostrado insustentável em retrospectiva. A partir dos anos 1990, o efeito riqueza sobre o consumo foi redescoberto, motivado justamente pelo movimento que se observava nesse país: a expansão dos gastos de consumo privado, atribuída ao aumento no valor dos ativos financeiros durante o *boom* no mercado de ações³³. Já no final dos anos 1990, tinha-se uma propensão marginal a consumir a partir da valorização da riqueza financeira de 5%. Depois do crash do mercado de ações em 2000, a expansão inabalada do consumo passou a ser justificada pela expansão dos preços imobiliários³⁴. Ou seja, as propriedades residenciais passaram a ser as novas responsáveis pelo efeito riqueza – já que eram mais frequentemente aceitas como garantia (colateral).

A predominância da posse de ativos menos líquidos – apesar do “aumento do grau de liquidez” da riqueza imobiliária que se verificou no pré-crise de 2007-9 – induziu as famílias que passavam por qualquer interrupção ou queda temporária da renda a recorrerem com mais facilidade ao endividamento, à tomada de empréstimos³⁵ (Dynan & Kohn, 2007).

Para Stockhammer (2010), é importante considerar se o aumento do endividamento do consumidor foi uma decisão racional das famílias, como afirma boa parte do *mainstream*, ou se deveria ser considerado o resultado de um processo social e cultural mais amplo – como do ponto de vista da economia política (ver Barba & Pivetti, 2009; Cynamon & Fazzari, 2009). Por um lado, assume-se que as famílias aumentaram seus gastos e suas proporções de endividamento com o aumento percebido da sua riqueza. Por outro lado, o endividamento do consumidor é visto como resultante da estagnação das rendas.

Ainda conforme Stockhammer (2010), parte essencial das dívidas acumuladas pelas famílias resultou da tentativa de manter níveis insustentáveis de consumo³⁶, assim como da modificação das estratégias dos bancos. Levando isso em conta, tal autor acredita que é enganoso falar em efeito riqueza, o que existe na realidade é um *efeito de acesso ao crédito*.

³³ Segundo o SCF Chartbook (2010), o percentual de famílias que detinham ativos financeiros era de 94% em 2010. Porém apenas as famílias do primeiro e do segundo estrato de renda mais elevada possuíam ativos financeiros de valor significativo.

³⁴ 12,4% da mudança na parcela do consumo de 1980 a 2007 é explicada por mudanças na riqueza imobiliária enquanto a riqueza financeira explica 5% dessa mudança (Onaran, Stockhammer & Grafi, 2011).

³⁵ Para Muellbauer (2007), a maior habilidade das famílias de extrair ou tomar emprestado a partir das *home equities* alterou o gasto com consumo e o comportamento da poupança em muitos países. A riqueza imobiliária que antes era ilíquida agora se tornava “gastável”, ou seja, mais líquida devido à liberalização das condições de crédito para o acesso às *home equity loans*. Isso se verificou nos Estados Unidos a partir da valorização de ativos do mercado imobiliário.

³⁶ Talvez motivada pelo efeito demonstração de Duesenberry (keep up with the Joneses).

Segundo Brown (2007), a disponibilidade ampliada de crédito tem um efeito comparável àquele de uma menor desigualdade de renda³⁷ – tornando maior a propensão agregada a consumir. Essa disponibilidade ampliada de crédito significa que as oportunidades de tomar empréstimos são aumentadas para um indivíduo com escore de crédito dado. Ou seja, as inovações financeiras expandem a demanda agregada porque aumentam a quantidade máxima de empréstimo que pode ser tomada em todos os estratos de renda para todos os escores de crédito.

2.6. A relação entre a estagnação dos salários e o endividamento do consumidor

Uma razão frequentemente apontada como causa do endividamento crescente do consumidor, considerando-se a facilitação da oferta de crédito, é a estagnação do crescimento dos salários no mercado de trabalho dos Estados Unidos (Barba & Pivetti, 2009). De acordo com Guttmann & Plihon (2008) e Onaran et.al. (2011), a estagnação dos rendimentos do trabalho em boa parte das economias industrializadas, juntamente com a desigualdade crescente entre os vencedores e perdedores da globalização, vinha ameaçando a estabilidade doméstica desses países nos últimos 30 anos.

De acordo com Stockhammer (2010), foram três os efeitos principais da financeirização sobre a distribuição de renda. Primeiramente, houve o aumento da renda dos rentistas: renda de juros, dividendos, ganhos de capital, etc.; em segundo lugar, o aumento da renda no setor financeiro ampliou a disparidade de renda³⁸; e, por fim, a financeirização representou uma alteração na relação de poder entre o capital e o trabalho, levando a um declínio na parcela dos salários na renda³⁹.

Tomando-se por base a proposição usual de que a propensão a consumir a partir dos salários é maior que a dos lucros, restava aos países desenvolvidos nessa situação (erosão dos ganhos salariais) absorver o produto dos países superavitários para manter a demanda agregada e o consumo crescente. O que poderia ser feito de duas formas: por incremento da poupança ou do

³⁷ Dynan & Kohn (2007) ressaltam que a maior disponibilidade de crédito tornou mais fácil para as famílias suavizar quedas temporárias na renda.

³⁸ Van Treeck (2007) coloca que o aumento nos lucros financeiros em relação aos lucros do setor não financeiro se dá em grande medida devido à rápida expansão da riqueza financeira e a um aumento nas dívidas do consumidor e das corporações.

³⁹ Nos EUA, a parcela de salário paga aos nove quintis inferiores declinou em torno de 12% entre 1970 e 2000. Entre 1980 e 2000, a parcela recebida pelo 1% mais rico dobrou aproximadamente de 5% para mais de 10% (Van Treeck, 2007).

trabalho. Porém ambas as formas teriam limitações físicas (Guttman & Plihon, 2008; Onaran et.al., 2011).

A forma encontrada de expandir os gastos para absorver a produção externa foi o acesso ao endividamento pelo consumidor. O acesso ao crédito e o endividamento se tornaram o meio principal capaz de facilitar os gastos das famílias (descasando os gastos dos limites dos salários). Independentemente da causalidade, nota-se que existe de fato uma correlação entre as parcelas estagnadas de salário e o crescente endividamento do consumidor (Guttman & Plihon, 2008). Os autores suspeitam que:

(...) possa mesmo haver uma relação simbiótica entre os dois, no sentido de que por meio da permanência do consumo impulsionado pelo endividamento em níveis suficientemente altos, o crescimento do PIB pode então ser incitado o bastante para sustentar, por sua vez, o crescente uso do endividamento pelas famílias por um longo período de tempo (Guttman & Plihon, 2008, p.587).

Esperar-se-ia que as famílias, tendo seus salários estagnados, procurassem reduzir seu endividamento e, conseqüentemente, seu consumo. De acordo com Bibow (2010), os gastos com consumo foram particularmente volumosos durante um período em se verificava uma desigualdade crescente de renda e de riqueza, sendo mais provável um comportamento agregado oposto ao que se verificou⁴⁰. Porém, segundo Brown (2008), a desigualdade numa economia a torna mais dependente da expansão do crédito ao consumidor para que se tenha crescimento. Além disso, enfatizam Guttman & Plihon (2008), faz parte do perfil dos EUA aliar uma elevada propensão ao endividamento a uma baixa propensão a poupar: a economia foi construída em torno do endividamento do consumidor – o oposto do que se verifica na maioria dos países asiáticos e em alguns países europeus.

Uma explicação, pelo lado da demanda⁴¹, para a expansão do consumo e do endividamento estaria na mentalidade de enriquecimento rápido dos norte-americanos e na

⁴⁰ Além dos fatores envolvidos na financeirização, podemos considerar outras questões que certamente influenciaram na disposição dos americanos a consumir apesar da queda da renda. Uma delas é o fator sociológico, é a importância que o consumo tem nas sociedades contemporâneas e principalmente na sociedade americana – conhecida como a sociedade de consumo. Uma análise sociológica sobre os gastos excessivos dos estadunidenses pode ser encontrada em Juliet Schor (1998). A autora ressalta o fato de que o consumo competitivo é uma instituição americana antiga e que o consumismo se expandiu a partir dos anos 1980 e se modificou: a partir desse momento, o grupo de referência dos consumidores se alongou verticalmente. A título de exemplo, os indivíduos de baixa renda não se comparam mais apenas com os vizinhos e com aqueles pouco acima deles nos estratos de distribuição de renda, mas também àqueles que estão entre os mais ricos da sociedade. Dados os gastos excessivos e fora de controle, aquilo que era a aspiração de status social se transformou em uma forma de consumo defensivo.

⁴¹ Para Dutt (2006), os fatores do lado da oferta seriam mais importantes para explicar o endividamento crescente do consumidor nos Estados Unidos. Entre esses fatores estariam as mudanças institucionais, como a desregulamentação do sistema financeiro –

tentativa de manter seu nível de vida (Belluzzo & Coutinho 1998; Montgomerie, 2007; Cynamon & Fazzari, 2008). Com a estagnação dos salários, emergiria o fenômeno chamado de *consumo defensivo*. Isto é, os indivíduos procuram manter seu padrão de vida, estabelecido em outro contexto, consumindo mais por meio do endividamento. Sem levar isso em consideração, torna-se difícil entender porque os americanos usaram dívidas para financiar o consumo ao mesmo tempo em que suas rendas continuavam estagnando (Montgomerie, 2007; Barba & Pivetti, 2009).

Tem-se, na visão de Cynamon & Fazzari (2008), uma formação de hábitos que influencia fortemente o consumo e que fará que as famílias tentem manter o crescimento do consumo acima do crescimento da renda no médio prazo. Soma-se a isso o fato de os indivíduos seguirem convenções sociais, muitas vezes imitando o comportamento alheio, optando por consumir mais porque o seu grupo de referência consome mais, alterando o padrão de consumo da sociedade com o passar do tempo.

Segundo Pollin (1988), são três as explicações frequentemente dadas para o aumento do endividamento das famílias a partir do começo dos anos 1970. Primeiramente, ter-se-ia um custo real do crédito declinante – tanto para empréstimos hipotecários quanto para empréstimos do consumidor – em termos absolutos e em relação aos rendimentos esperados dos ativos; em segundo lugar, haveria uma maior disposição das famílias para se endividar devido ao contexto próspero do pós II Guerra Mundial; e, por fim, a geração *baby boom* estaria numa fase em que uma proporção crescente de famílias teria elevada demanda financeira.

Onaran et. al. (2011) consideram que uma redistribuição da renda em favor dos lucros, à custa do salário tenderia a suprimir o consumo. Contudo, a redistribuição dos lucros não rentistas para as rendas rentistas teria aumentado o consumo nos Estados Unidos devido a uma propensão marginal a consumir maior derivada da renda rentista.

Porém, para Bibow (2010), a distribuição de renda das firmas em direção aos rentistas ricos, inclinados a gastar por meio da recompra de ações, foi um fator significativo nos anos 1990, mas dificilmente explica os desenvolvimentos dos anos 2000. Em vez disso, nesse novo cenário, foi preciso o endividamento pesado por parte das famílias para manter a lucratividade das firmas nos EUA – especialmente daquelas no setor financeiro – assim como para atender aos requerimentos globais de que o país mantivesse seus gastos excessivos. Em outras palavras, a

permitindo empréstimos de capital imobiliário, empréstimos ao consumidor com taxas reajustáveis e a securitização –, e as mudanças nas tecnologias das agências de avaliação no final dos anos 1980.

expansão de crédito está no centro da explicação do endividamento (generalizado, atingindo as famílias de todos os estratos de renda) e do consumo crescente, apesar da estagnação dos salários e da desigualdade de renda⁴² e, mais importante ainda, de riqueza.

Boyer (2000), ao construir seu modelo de regime de crescimento, afirmava que quando se tem um regime de crescimento liderado pelas finanças completamente desenvolvido, as perdas de salário dos trabalhadores poderiam ser compensadas por ganhos de participação de capital. Ressaltava que a geração de riqueza baseada nessas participações de capital poderia se integrar ao modo de vida dos trabalhadores como influência importante sobre o consumo de bens duráveis, sobre a compra de imóveis e sobre o endividamento nos bancos. A integração desses três fatores, caso o regime fosse suficientemente desenvolvido, poderia impulsionar uma dinâmica sem precedentes no consumo. Contudo, como o próprio autor ressaltava já no início dos anos 2000, os níveis de endividamento eram muito elevados para serem acompanhados por um nível de investimento que os tornasse sustentáveis.

A estagnação dos salários, certamente, foi um dos fatores que contribuiu para a expansão do endividamento das famílias, criando demanda para a oferta de crédito dos bancos e demais instituições financeiras. Contudo, a expansão do consumo baseada nesse crédito mascarava a crescente desigualdade de renda funcional e pessoal.

2.7. A influência da política monetária

A política monetária do *Fed* e a movimentação das principais taxas de juros da economia norte-americana relacionaram-se com o processo de desregulamentação financeira verificado mais marcadamente a partir dos anos 1980. Justifica-se, portanto, a exposição dos seus possíveis efeitos sobre os consumidores.

O choque dos juros de Volcker, de 1979, atingiu de maneira desigual os passivos e os ativos das instituições bancárias e financeiras (os passivos de curto prazo estavam atrelados à taxa básica, enquanto os ativos de longo prazo carregavam taxas fixas), estimulando a oferta de crédito, a fim de alterar as condições e os prazos dos empréstimos novos. Logo, por intermédio

⁴² A crescente desigualdade de renda seria compensada pela maior “igualdade” de consumo (Barba & Pivetti, 2009).

dos bancos (da oferta), a política monetária interferiu significativamente na tomada de crédito por parte das famílias e no seu consumo.

Após o período de aperto do final dos anos 1970 e início dos 1980, a política monetária começou a ser facilitada. A partir de meados dos anos 1980 até 2012, as taxas de juros americanas apresentaram tendência de declínio, com algumas oscilações. O que se constitui num período de 30 anos de redução dos juros e com taxas consideradas baixas por um período de no mínimo 15 anos.

Vale ressaltar, conforme Wray (2009), que a introdução de inovações financeiras como a securitização de hipotecas não se deveu à iniciativa do setor privado de diluir e distribuir melhor os riscos, mas foi principalmente uma resposta à política monetária iniciada por Volcker em 1979.

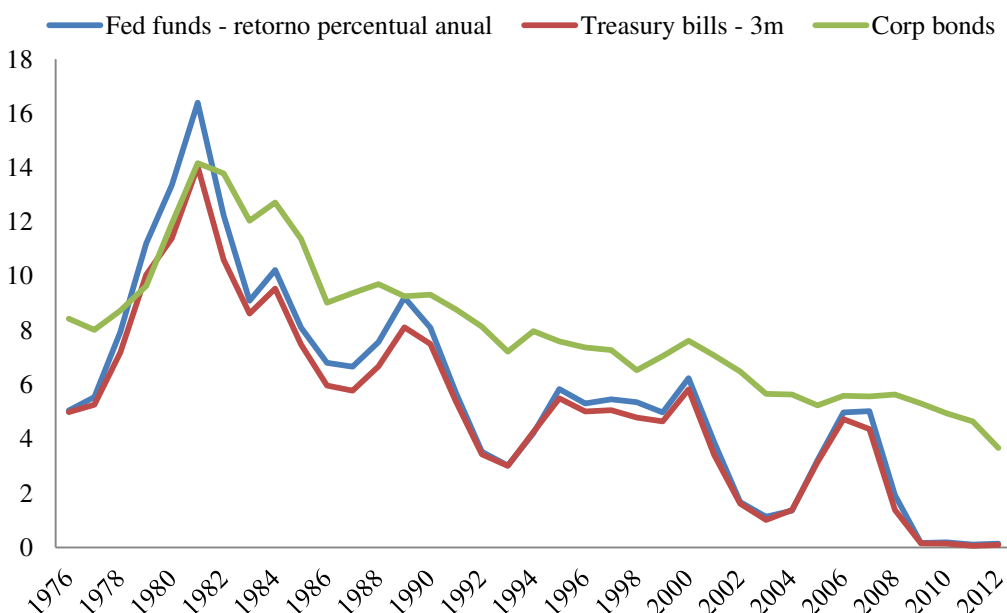
Como afirma Bibow (2010), a política monetária do *Fed* pode ser considerada um dos fatores que afetaram o comportamento de gastos das famílias. Isso porque o declínio das taxas de juros das hipotecas desde o seu pico no começo dos anos 1980 acompanhou o curso da política do *Fed*. O ponto é que a política expansionista do *Fed* induzia o refinanciamento das hipotecas nos EUA, dado que as hipotecas tradicionais incluem uma opção de pré-pagamento. Com os custos de transação reduzidos pelas taxas suficientemente baixas das hipotecas, tinha-se um incentivo para o seu refinanciamento (tomar uma hipoteca para pré-pagar uma hipoteca existente).

Dado que as taxas das hipotecas são geralmente mais baixas que as taxas de juros de empréstimos de crédito ao consumidor, o refinanciamento de hipotecas fornecia a opção aos proprietários de imóveis de usar o endividamento das hipotecas para pagar modalidades de endividamento mais caras (empréstimos ao consumidor). O papel da política monetária nisso, para Bibow (2010), não foi apenas reduzir os custos de juros de novos empréstimos potenciais e de qualquer empréstimo a taxas reajustáveis, mas também de possibilitar a formação de um diferencial de juros que induzia os proprietários com hipotecas de taxas fixas a refinar.

A financeirização do consumo parece ter feito que a *especulação*⁴³ com relação às taxas de juros se tornasse medida recorrente para aumentar o consumo das famílias endividadas. As famílias se tornaram agentes especulativos.

Guttman & Plihon (2008) também ressaltam que a reorganização, pela qual passou o país para eliminar as pressões inflacionárias no final dos anos 1970, possibilitou a redução das taxas de juros – permanecendo baixas a partir da década de 1990. Como se pode verificar no Gráfico 1.

Gráfico 1. As taxas de juros nos Estados Unidos



Fonte: elaboração própria com base nos dados do Federal Reserve Board release H15 (modelo extraído de Guttman & Plihon, 2008)

No Gráfico 1, têm-se os diferentes rendimentos percentuais anuais. As taxas consideradas são os fundos do *Fed*, as notas do Tesouro Americano e os *Corporate Bonds*. Percebe-se que todas apresentam tendência de declínio a partir de meados dos anos 1980, sendo que os fundos do *Fed* e as notas do Tesouro apresentam maiores oscilações do que os *corporate*

⁴³ A definição de especulação que se tem em mente refere-se ao que Fahri (1999) chama de “espírito especulativo” e “exprime o fato de que é cada vez maior o número dos agentes que atuam com base em **expectativas de movimentos futuros de preços, hedgers, especuladores ou arbitradores** (grifo nosso)” (p.106). Segundo Fahri (1999), a generalização desse espírito especulativo se originou a partir da alta volatilidade dos preços – taxas de juros, de câmbio e preços dos ativos (ações e imóveis) – que faz parte das sociedades capitalistas modernas após o fim de *Bretton Woods*; da intensificação dos fluxos financeiros internacionais; dos processos inflacionários da década de 1970; e das políticas monetárias de ajuste colocadas em prática desde aquele momento.

bonds até 2012. As duas primeiras taxas, a partir da resposta à crise, ou melhor, da tentativa de estimular a economia, atingiram percentuais baixíssimos, situando-se próximas de zero em 2012 (0,14% e 0,09% respectivamente).

As taxas de juros baixas no período analisado tiveram influência sobre o comportamento do consumo agregado. Mesmo que indiretamente, elas agiram como estímulo às rodadas de endividamento-gasto. Da mesma forma, o choque de juros da década de 1980 também teve seu papel na maior competição entre as instituições financeiras, fazendo que os bancos procurassem fugir da regulamentação e se inserir no negócio dos fundos e dos bancos de investimento. A política monetária do *Fed* foi, ao mesmo tempo, indutora dos acontecimentos dessas três décadas e uma resposta a eles.

Uma queda nas taxas de juros por períodos prolongados pode levar a modificações nos hábitos de consumo que não podem ser facilmente revertidas quando os juros aumentam (Cynamon & Fazzari, 2008). Para agravar a situação, nos Estados Unidos as taxas estão extremamente baixas, o que faz que aumentos graduais nas taxas tenham poucos efeitos sobre a economia.

Isso vai ao encontro do que Keynes (1997) escrevia na *Teoria Geral*. O autor argumentava que, durante um longo período, mudanças substanciais na taxa intertemporal de desconto, ou melhor, na sua *proxy*, as taxas de juros, provavelmente tenderiam a alterar os hábitos sociais de maneira considerável, então afetando a propensão a gastar. O autor não acreditava que as flutuações usuais de curto prazo na taxa de juros teriam grandes efeitos diretos sobre os gastos.

Dado o patamar de juros baixos por aproximadamente 15 anos – e considerando-se esse período como longo prazo –, a política monetária demonstrou ter influenciado de modo decisivo a disposição a consumir dos norte-americanos. Associada à desregulamentação financeira a partir dos anos 1980, a política de taxas baixas atuou sobre a demanda agregada por meio da variação nos valores dos ativos.

Porém como a crise financeira de 2007-9 deixou evidente, a demanda agregada baseada em *mecanismos de compensação*⁴⁴ é extremamente frágil. A partir da crise, da desvalorização dos ativos, do estouro da bolha no mercado imobiliário e da forte desalavancagem

⁴⁴ Para Palley (2002), a dívida crescente do consumidor, o *boom* no mercado de ações e as taxas de lucros crescentes seriam mecanismos de compensação da demanda agregada, sendo esse um rol meramente exemplificativo.

dos agentes (famílias e bancos), a capacidade da política monetária para estimular a demanda se revela duvidosa se tomada isoladamente.

2.8. Os gastos do consumidor e os Estados Unidos no centro da economia mundial

Um dos fatores que contribui para a adoção de políticas expansionistas nos Estados Unidos diz respeito ao papel que o país ocupa na economia internacional. Como emissor da moeda-chave do sistema internacional, o país é capaz de prolongar seu endividamento externo sem sentir tanto o peso da dívida. É o que argumentam Guttman & Plihon (2008).

Além disso, a maior parte dos bens consumidos pelos norte-americanos é produzida no exterior, em países com custos mais baixos, entre eles, o custo da mão de obra. Logo, o consumo em massa da sociedade depende das importações elevadas e a expansão da demanda agregada contribui para a continuidade da deterioração da conta corrente.

Dessa forma, a exposição, em linhas gerais, da discussão sobre o financiamento dos déficits externos dos EUA é pertinente, pois evidencia a participação dos bancos europeus na expansão do crédito doméstico e, conseqüentemente, na crise financeira de 2007-9. A discussão mostra ainda que a participação das economias em desenvolvimento, principalmente asiáticas, está relacionada ao seu regime de crescimento voltado para as exportações e incentivado pela estrutura da economia mundial que tem os Estados Unidos como grande importador desses países.

De acordo com Guttman & Plihon (2008), a crise imobiliária colocou em xeque a viabilidade de um padrão de crescimento baseado nos Estados Unidos como 'comprador de última instância do mundo'.

Tendo em vista o próprio peso da economia norte-americana e esse papel dos consumidores americanos, como compradores de última instância, qualquer desaceleração na economia do país é capaz de prejudicar também diversas outras regiões do mundo. Como resposta, é possível que as economias emergentes voltem suas políticas para uma maior dependência dos seus mercados internos, alimentada por maiores níveis de consumo doméstico, ou aumentem o comércio entre si (Guttman & Plihon, 2008).

Na realidade, tais movimentos já estão sendo observados. O Brasil é um bom exemplo de economia que está cada vez mais voltada ao seu mercado interno, com níveis

crescentes de consumo. Além disso, pode-se observar um volume crescente do comércio entre as economias do chamado eixo Sul-Sul.

Aqui é importante fazer uma distinção entre duas interpretações acerca dos desequilíbrios globais em conta corrente que põem em dúvida a continuidade do papel dos EUA como garantidor da demanda na economia mundial. A interpretação ortodoxa, representada pela formulação da hipótese do excesso de poupança (ou *Global Saving Glut*) pelo atual presidente do *Fed*, Bernanke (2007), afirma que os desequilíbrios em conta corrente são os principais responsáveis pela crise e que a reciclagem dos superávits dos países emergentes teria contribuído fortemente para a manutenção desses desequilíbrios e para a expansão do crédito nos países avançados, permitindo a continuidade das taxas de juros mundiais em patamares baixos.

Borio & Disyatat (2010), por sua vez, criticam a visão do *Global Saving Glut*. Tais autores procuram demonstrar que existe uma ligação fraca entre os déficits em conta corrente dos Estados Unidos e a poupança global. Um fato que corrobora essa ideia é o de que enquanto os déficits em conta corrente já estavam se deteriorando no começo da década de 1990, a poupança global seguiu declinando até 2003.

Além disso, as explosões de crédito não são uma prerrogativa exclusiva de países deficitários. Ou seja, países com amplos superávits também podem passar por superexpansões de crédito – o Japão é um exemplo disso (Borio & Disyatat, 2010).

Ainda é importante ressaltar, de acordo com Borio & Disyatat (2010), que quando se consideram os fluxos brutos de capital, em vez dos líquidos, fica evidente que a expansão dos mesmos se deu principalmente entre os países desenvolvidos desde o final dos anos 1990. Os fluxos originários dos países emergentes foram muito menores.

Soma-se a isso o fato de a maioria dos influxos de capital que os EUA receberam ser de origem privada, enquanto na discussão sobre os desequilíbrios em conta corrente se enfatiza o papel do setor público. A hipótese do excesso de poupança não é consistente com a divisão geográfica dos fluxos que se direcionavam para os EUA até a crise financeira, pois a fonte mais importante desses fluxos foi a Europa – especificamente os bancos europeus – e não os países emergentes. O foco nos desequilíbrios em conta corrente deixa de considerar o papel dos bancos europeus ao apoiar o *boom* no crédito imobiliário e o subsequente colapso desse tipo de financiamento (Borio & Disyatat, 2010).

Brown (2008) defende também que a poupança externa em si não tem muito a ver com o ritmo de expansão do crédito doméstico. Contudo, as decisões de alocação de capital de portfólio estrangeiro podem ter impactos nas condições de crédito internas.

Ainda criticando a ideia do excesso de poupança, Stockhammer (2010) adverte que essa hipótese diminui o papel que as instituições dos EUA jogam na economia internacional, especialmente o da sua ‘engenharia financeira’.

2.9. O consumo como fonte de expansão da demanda agregada

Com a crise *subprime*, tem-se uma retração do crédito ao consumidor e do consumo. Como já exposto, boa parte da expansão dos gastos nos anos 2000 se deveu à possibilidade de realizar gastos, de qualquer natureza, a partir da valorização dos imóveis e dos esquemas de hipotecas que permitiam “retiradas” do capital imobiliário⁴⁵. Nota-se então o esgotamento, com o estouro da ‘bolha’ imobiliária, seja ele temporário ou não, de uma das bases da expansão do consumo nos Estados Unidos, qual seja: a dinâmica financeira, de subavaliação dos riscos e má precificação dos ativos.

Segundo Stockhammer (2010) e Van Treeck (2012)⁴⁶, a financeirização (ver nota 17, p.45) deu origem a dois modelos de crescimento diferentes, um modelo de crescimento puxado pelo consumo e um modelo de crescimento orientado para a exportação. O primeiro modelo seria aquele verificado em economias anglo-saxônicas, como a dos EUA, e resultaria da interação entre a ‘polarização’ na distribuição da renda e a financeirização.

A continuidade do crescimento baseado no endividamento excessivo só ocorre enquanto continua havendo crescimento, ou seja, a alavancagem e os rendimentos obtidos a partir dela levam a um ‘ciclo virtuoso’ (Wray, 2009). Porém tal ciclo, tal expansão que se autovalida, cessa no momento em que as expectativas são revertidas (Wray, 2009; Kregel, 2008).

⁴⁵ Segundo Barba & Pivetti (2009), assim como outras formas de endividamento das famílias, é o uso das retiradas para aumentar o gasto do consumidor em bens duráveis ou não duráveis e serviços que é relevante para as implicações macroeconômicas do endividamento crescente das famílias.

⁴⁶ Van Treeck (2012) ainda nota que a aplicação da hipótese da renda relativa do consumo levaria à previsão de que as famílias reagiriam a uma queda na renda relativa permanente com menos poupança e mais endividamento: como ocorreu nos EUA.

De acordo com Wray (2009), a expansão no setor imobiliário só poderia continuar se as taxas de juros se mantivessem baixas e se os preços dos imóveis continuassem a se apreciar. Com o fim dessas condições, pelo menos no bojo da crise, a situação se altera.

Já no começo dos anos 2000, Palley (2002) ressaltava que a economia dos EUA enfrentava problemas no processo de geração de demanda agregada. Contudo, tal questão estaria sendo continuamente abafada pelos “mecanismos de compensação de demanda” – a dívida crescente do consumidor, o *boom* no mercado de ações, as taxas crescentes de lucro –, o que inclui as seguidas “bolhas”. Acreditava Palley (2002) naquela época, erroneamente como se viu posteriormente, que tais mecanismos já haviam se esgotado.

De acordo com Palley (2002), os mecanismos de compensação estariam ajudando a cobrir as implicações na demanda agregada de uma distribuição de renda em deterioração. Poder-se-ia dizer mais, tais mecanismos se basearam numa distribuição de renda crescentemente concentrada.

Essa questão também está presente na implicação central da hipótese de Rajan (2010), segundo Van Treeck (2012). Em poucas palavras, o mercado apresentou aos consumidores escolhas subótimas que eles realizaram – formas subótimas de manter o consumo, expandindo o endividamento – e a expansão do endividamento pessoal contribuiu para resolver temporariamente o problema da demanda agregada gerado pela desigualdade crescente.

De acordo com Stockhammer & Onaran (2012), economias como a dos Estados Unidos continuam sendo *wage-led*, logo, uma distribuição da renda pró-capital deveria atenuar o crescimento – o que teria ocorrido, não fosse a desregulamentação do setor financeiro. Sob essa ótica, a desregulamentação gerou ciclos de expansão e contração em vez de um padrão de crescimento sustentável baseado na relação dos lucros com os investimentos de um regime *profit-led*⁴⁷. Dessa situação emergem dois regimes de crescimento: um *debt-led* e outro *export-led*. E a economia norte-americana seria um caso de crescimento puxado pelo endividamento (*debt-led*).

Essa ideia vai ao encontro das conclusões de Dutt (2006) que inclui em um modelo steindliano o endividamento do consumidor para verificar se as conclusões estagnacionistas do modelo original permanecem válidas, tanto nos horizontes de curto quanto de longo prazo. O autor conclui que, no curto prazo, a introdução das dívidas do consumidor pode aumentar as

⁴⁷ Isso porque o financiamento do consumo via endividamento é um dos canais pelo qual se dá a separação entre lucros e investimento no plano macroagregado (Hein & Van Treeck, 2008).

perspectivas de crescimento, pois estimula a demanda agregada. Já no longo prazo, o resultado é ambíguo porque o aumento do endividamento redistribui renda em direção aos mais ricos que, em condições normais, têm uma propensão a poupar maior, deprimindo a demanda e o crescimento, apesar do estímulo inicial gerado pela maior tomada de empréstimos.

Vários autores (Minsky, 2008; Hein & Van Treeck, 2008; Stockhammer & Onaran, 2013; Palley, 2009; Dutt, 2006; entre outros) consideram que o endividamento leva ao crescimento na fase ascendente do ciclo econômico, mas na medida em que os níveis de endividamento se tornam mais elevados e, conseqüentemente, uma parcela maior da renda das famílias passa a ser comprometida pelo pagamento do serviço da dívida, os efeitos sobre o crescimento podem se reverter. Supondo-se que ocorre um processo de transferência de renda dos devedores que consomem mais, tem uma maior propensão a consumir, para os credores que são mais cautelosos e gastam menos, reduzindo o consumo. Em suma: *“an initially ‘debt-led’ system may eventually become ‘debt-burdened’”* (Hein & Van Treeck, 2008, p.17).

Palley (2002) ainda destaca que tanto o comportamento da poupança – a queda na taxa de poupança privada – quanto do investimento foram fundamentais para manter a demanda forte no último quarto do século XX. Os gastos com investimento alimentaram diretamente a demanda, enquanto uma queda na taxa de poupança alimentou os gastos com consumo. Porém, enquanto a taxa de poupança caiu a níveis históricos considerados baixos, a parcela de investimento permaneceu dentro de altas normais. Ou seja, a mudança que teve maior papel foi a dos padrões de poupança e, logo, passou a ter sua sustentabilidade questionada.

Van Treeck (2007) ressalta que o endividamento das famílias atingiu níveis sem precedentes no período recente, enquanto a acumulação e o crescimento da produção mantiveram-se relativamente fracos durante os anos 1990.

A valorização no mercado de ações durante aproximadamente 20 anos – compensando os efeitos desfavoráveis da má distribuição de renda – mostrou que os mecanismos de compensação da demanda agregada podem operar por longos períodos (Palley, 2002). Ou seja, isso permite que se adie o enfretamento do problema de geração de demanda agregada por tempo indeterminado⁴⁸. Brow (2007), já no contexto de valorização do preço dos ativos no mercado

⁴⁸ Ou, colocando de outra forma, isso significa que as economias real e virtual podem se mover em direções opostas durante um período considerável de tempo (Van Treeck, 2007).

imobiliário, também salienta que as inovações financeiras – como os MBS e os ABS – não resolvem o problema de insuficiência da demanda efetiva, apenas o adiam.

Ademais, a insustentabilidade do endividamento pode demorar a ser revelada a partir dos dados macroeconômicos. Como as razões dívida-renda não mostram a distribuição da dívida e da renda, se os aumentos de renda se concentram com o passar do tempo na mão dos indivíduos mais ricos e a expansão do endividamento é desproporcionalmente concentrada nos balanços das famílias mais pobres, agentes deficitários, então a razão dívida-renda pode permanecer praticamente constante mesmo que uma parte crescente do consumo seja financiada pelo endividamento (Brown, 2007).

Cynamon, Fazzari & Setterfield (2012), uma década após Palley (2002), e já no período pós-crise do mercado imobiliário, apontam os mesmos fatores essenciais.

A economia dos EUA cresceu minando as instituições que foram responsáveis por gerar estabilidade financeira e se apoiou fortemente no endividamento. Considerando que dessa vez os motores de expansão da demanda agregada – consumo financiado pelo endividamento das famílias – estão impossibilitados de provocar a recuperação, volta-se à questão central: a distribuição de renda (Cynamon, Fazzari & Setterfield, 2012).

Van Treeck & Sturn (2012) argumentam que a maneira como os consumidores reagem a mudanças na renda relativa depende de fatores institucionais como a profundidade e a regulação dos mercados de crédito, a organização dos mercados de trabalho e a educação, os sistemas de bem estar social e a reatividade das políticas monetária e fiscal ao desemprego cíclico. Desse modo, concluem que a redução da desigualdade em países como os Estados Unidos é crucial para a superação dos desequilíbrios em conta corrente e da instabilidade macroeconômica no longo prazo – na Europa e globalmente.

Conforme Cynamon, Fazzari & Setterfield (2012), uma recuperação verdadeira precisa se basear em mudanças estruturais profundas, o que envolve mexer na distribuição de renda para induzir a um crescimento sustentável da economia. “(...) *there is no automatic mechanism to generate the demand necessary for recovery*” (p.3).

Stockhammer & Onaran (2013) destacam que uma estratégia de crescimento *wage-led* deve ter como ponto de partida políticas de distribuição de renda pró-trabalho, como as

políticas de salário mínimo. Esse tipo de estratégia garantiria que os gastos de consumo pudessem se expandir por longos períodos sem aumentar os níveis de endividamento⁴⁹.

Cynamon, Fazzari & Setterfield (2012) também questionam qual seria a fonte de demanda que poderia manter a economia crescendo no curto prazo e no longo prazo – dado que os ajustes de salários e preços não são confiáveis para restaurar a demanda endógena e automaticamente e nem a política monetária para ajustar a demanda por meio de políticas diretas. A resposta é que fatores historicamente específicos contribuíram para gerar fontes de crescimento da demanda com o tempo, mas que tais fatores, apesar de necessários, não são suficientes para levar ao crescimento de longo prazo da economia⁵⁰.

No caso dos EUA, como o consumo responde por aproximadamente 70% da demanda, se tal variável desacelera por qualquer motivo, os demais componentes da demanda devem crescer a taxas excepcionais para que a demanda total se mantenha crescendo em torno de 3% a longo prazo (Cynamon, Fazzari & Setterfield, 2012). Segundo esses autores, poder-se-ia continuar estimulando o consumo por meio de novas rodadas de “empréstimo-gasto”, associadas a uma nova bolha de ativos, porém isso seria apenas uma forma nova de manter o velho *status quo*, tanto improvável quanto indesejável.

Cynamon, Fazzari & Setterfield (2012) ainda criticam a visão *mainstream* de que a fonte de crescimento proporcionada pelo consumo nas últimas décadas poderia ser substituída pelos investimentos porque mesmo com as taxas de juros baixíssimas, os investimentos permanecem em níveis baixos. Logo, levando essas questões em consideração, as previsões desses autores são pessimistas: espera-se que o crescimento estagnado da demanda privada continue sendo um freio pesado à economia, aumentando o desafio da recuperação.

Por fim, Cynamon, Fazzari & Setterfield (2012) corroboram a ideia de Palley de que os EUA vivem um dilema: o velho modelo de crescimento do pós II Guerra Mundial baseado no crescimento da renda da classe média já não se aplica mais, ao mesmo tempo que o modelo de crescimento neoliberal se revela abalado, mostrando a necessidade de o país encontrar um novo paradigma macroeconômico. As palavras de Palley em 2002, de uma forma geral, permanecem

⁴⁹ Dada a configuração da economia mundial, essa estratégia poderia esbarrar na concorrência externa, principalmente de países que tem mão de obra relativamente barata como é o caso da China e de outras economias asiáticas.

⁵⁰ Essa seria uma forma de definir os mecanismos de compensação da demanda agregada.

válidas para a situação atual: “(...) *the U.S. economy now confronts the risk of systemic demand shortage*” (p.12).

2.10. Observações finais do capítulo

Os estudos sobre a financeirização, em geral, focam mais na questão de como ela afeta as decisões das firmas e, conseqüentemente, o investimento. Segundo Bibow (2010), a tradição keynesiana-minskyiana apresenta o consumidor, as famílias, como passivos recebedores de renda. A experiência dos Estados Unidos nas últimas três décadas, culminando na crise, mostra que o papel dos consumidores foi muito mais ativo como motor dos gastos na economia do que se poderia supor.

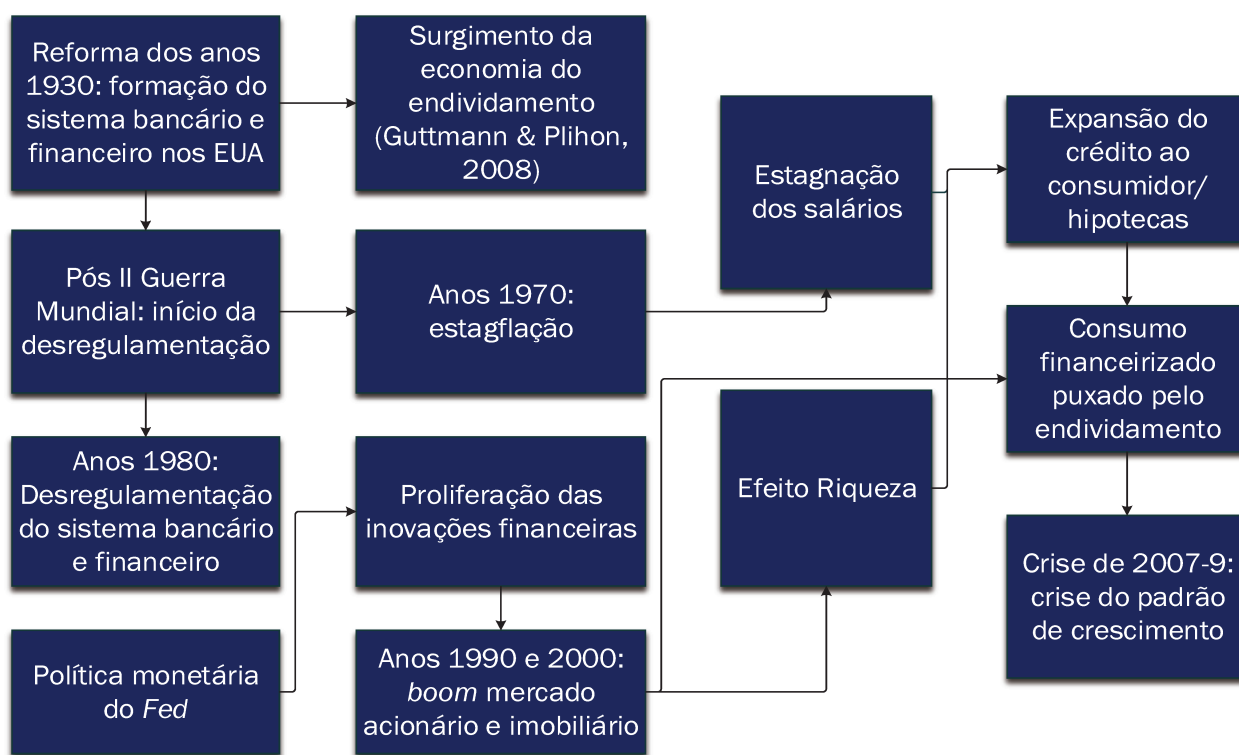
Como exposto no capítulo, por trás da expansão e da modificação do consumo naquele país está uma série de fatores ressaltados por diversos autores que abordam o tema. Em primeiro lugar, tem-se, com a financeirização, o aumento da dependência do endividamento por parte dos consumidores. Além disso, as inovações financeiras, principalmente no setor imobiliário, permitiram que as famílias se endividassem – e consumissem – ainda mais, baseadas na expectativa de apreciação da sua riqueza, mesmo com a notável estagnação do crescimento dos salários desde a década de 1980.

Somam-se a isso mais dois fatores: a posição dos EUA na economia mundial e a política monetária do *Federal Reserve* (Fed). Quanto ao primeiro fator, nota-se que o padrão de crescimento puxado pelo consumo vigente até a crise financeira de 2007-9 tem relação com a posição que os Estados Unidos ocupam na economia mundial. As políticas adotadas por esse país para não perder a hegemonia que detém no sistema monetário e financeiro internacional (ver Guttmann, 1994), traduziram-se, entre outras coisas, em elevados déficits em conta corrente⁵¹ – dado que os países emergentes procuram acumular reservas para manter suas moedas subvalorizadas frente ao dólar e dado que estão realizando pesados investimentos sem ter um sistema bem desenvolvido de incentivo ao consumo (o que se aplica à China e alguns outros emergentes, mas não a todos).

⁵¹ Os Estados Unidos apresentam déficit em conta corrente há bastante tempo, o que não significa que não haja relação entre a ampliação desse déficit e o processo de financeirização, a partir da desregulamentação já iniciada nos anos 1970.

No que se refere à política monetária do *Fed*, as taxas básicas mais elevadas durante os anos 1980 tiveram influência sobre a oferta de crédito por parte dos bancos e demais instituições financeiras visto que procuravam contrabalançar os efeitos de *profit squeeze*, movimento que foi facilitado pela desregulamentação. Além disso, as taxas de juros em patamares mais baixos a partir dos anos 1990 também foram cruciais para induzir as famílias a refinanciar seus empréstimos no setor imobiliário – o que só foi possível nas proporções verificadas devido à valorização dos ativos nesse setor – e a aceitar os produtos exóticos apresentados pelas inovações financeiras, a fim de manter ou ampliar seu consumo.

Figura 2. A dinâmica do consumo financeirizado



Fonte: elaboração própria.

A Figura 2 resume as questões apontadas nesse capítulo e que são fundamentais para analisar as evidências macroeconômicas do consumo financeirizado. Tem-se a partir dos anos 1930, a formação do sistema bancário e financeiro norte-americano que possibilitou o surgimento da economia do endividamento. No pós-II Guerra Mundial, verifica-se o início do processo de desregulamentação. Já nos anos 1970, o contexto macroeconômico dos Estados Unidos foi

marcado pela estagflação. Com a estagflação, dá-se o início da estagnação das rendas – que se constitui em um motivo, pelo lado da demanda, para a expansão do crédito ao consumidor. A partir dos anos 1980, intensifica-se a desregulamentação financeira e, conseqüentemente, proliferam-se as inovações financeiras – impulsionadas pela política monetária do *Fed* – que, por sua vez retroalimentam o processo de desregulamentação. As inovações financeiras contribuíram para a expansão do crédito ao consumidor e do crédito hipotecário durante os anos 1990 e 2000. Além disso, o aumento percebido da riqueza das famílias, por meio da valorização dos ativos durante essas duas décadas, levou ao que muitos chamam de efeito riqueza ou efeito acesso ao crédito, ampliando ainda mais o consumo baseado no endividamento. A expansão do crédito ao consumidor e das hipotecas desde a década de 1980 esteve na base do consumo financeirizado puxado pelo endividamento. Esse padrão de crescimento, em ação por mais de vinte anos, foi questionado pela crise financeira de 2007-9.

CAPÍTULO 3. AS EVIDÊNCIAS DO CONSUMO FINANCEIRIZADO NOS ESTADOS UNIDOS

No primeiro capítulo foi apresentada a discussão teórica do consumo a partir das teorias mais difundidas; no segundo capítulo foram postos os elementos essenciais do processo de financeirização que se relacionam ao consumo nos Estados Unidos. Isso feito, no terceiro capítulo, objetiva-se entender a dinâmica do consumo financeirizado a partir dos dados.

Como visto no capítulo dois, o ambiente configurado nos Estados Unidos possibilitou a expansão do consumo baseado no endividamento e no crédito, assim como nos ciclos de valorização dos ativos – primeiramente no mercado de ações e depois no mercado imobiliário. Levando-se isso em consideração, ao realizar a análise dos fatos estilizados tem-se em mente uma função-consumo que abranja as variáveis mais influentes para as modificações do consumo no país.

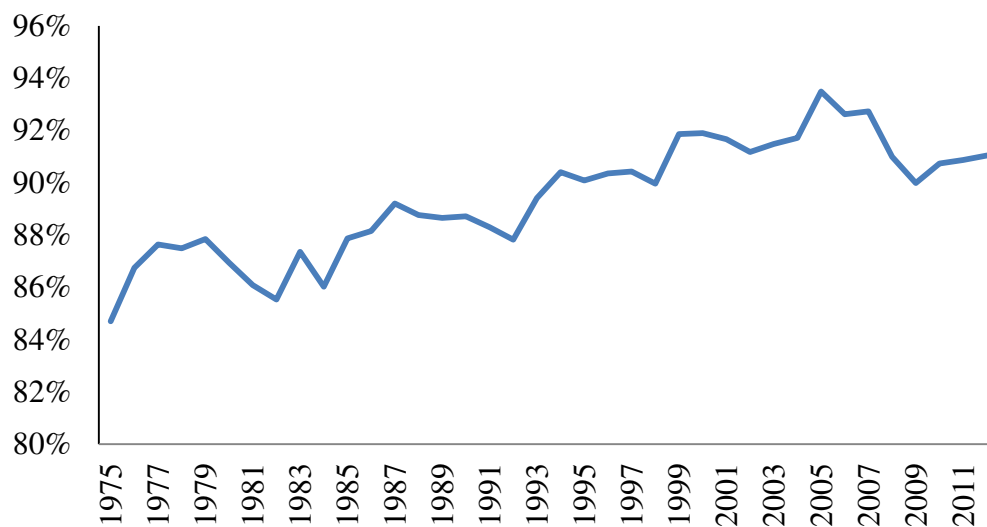
A ideia dessa função consumo, que serve como forma de organização dos dados, envolve três blocos principais: o primeiro correspondente à renda das famílias; o segundo se refere à sua riqueza real e financeira; e o terceiro se concentra no crédito e no endividamento. O modo como esses três componentes (renda, riqueza e crédito) afetam o consumo, com pesos e tendências diferenciadas, nos dá a tônica do consumo nas últimas décadas.

3.1. Consumo e renda: a evolução do consumo pessoal e a estagnação da renda do trabalho

A discussão acerca do caráter do consumo macroeconômico no curto e no longo prazo, que pautou a exposição das ideias dos autores no capítulo um, constitui uma forma de iniciar a análise do consumo nos EUA. Diferentemente da propensão média a consumir constante no longo prazo prevista à época por Kuznets – e justificada pelas teorias de Friedman e Modigliani – e da propensão média a consumir decrescente prevista por Keynes, tem-se no país uma propensão média a consumir crescente durante o período que vai da década de 1980 até a crise financeira de 2007-9. A razão consumo pessoal (PCE: *personal consumption*

*expenditures*⁵²) – renda disponível (DPI: *Disposable Personal Income*⁵³) aumentou de 84,7% em 1975 para 91% em 2012 (Gráfico 2). De maneira introdutória, esse fator já exhibe o peso do consumo na economia americana. Com a crise, a propensão média a consumir caiu e aparenta ter se estabelecido em um patamar menor, porém tal julgamento ainda é prematuro (caiu de 93,5% em 2005 para 90% em 2009).

Gráfico 2. A Propensão média a consumir (C/ Yd)



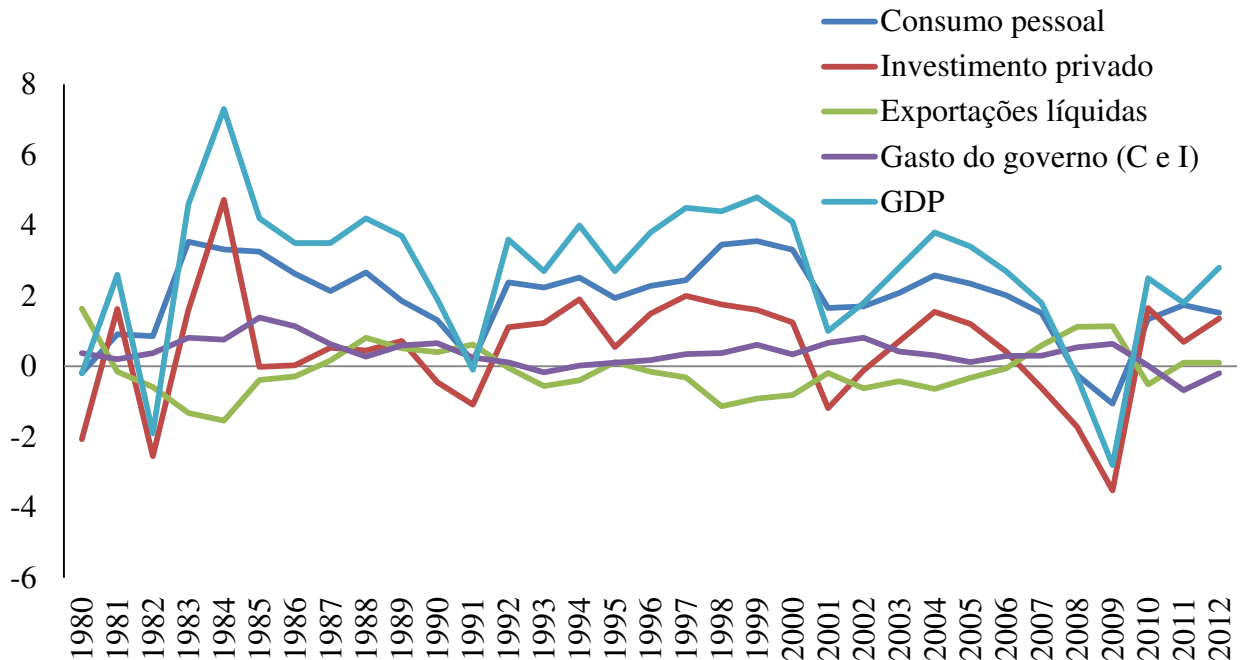
Fonte: elaboração própria com base nos dados do *Bureau of Economic Analysis* (BEA), tabela 1.1.3.

Em 2012, o consumo pessoal representava 70,9% do PIB. O elevado peso do consumo no PIB associado ao crescimento médio do consumo de 3% entre 1975 e 2012 confirma o consumo como componente de maior contribuição ao crescimento do PIB durante o período em questão (o que por si só não significa que o consumo lidere o crescimento da demanda agregada). Somente nos anos de 1981, 1984 e 2010, o investimento privado contribuiu mais do que o consumo para o crescimento do PIB estadunidense. Isso fica evidente no Gráfico 3.

⁵² *Personal Consumption Expenditure* (PCE): mostra o quanto da renda recebida pelas famílias é gasto em consumo corrente em oposição ao que está sendo poupado para consumo futuro. Mede os bens e serviços comprados por pessoas e instituições a serviço das famílias (NPISHs) que são residentes nos EUA. O PCE também inclui as compras do pessoal civil e militar do governo dos EUA em bases no exterior e de residentes do país que estão viajando ou trabalhando fora durante um ano ou menos.

⁵³ *Disposable Personal Income* (DPI): é a renda pessoal menos os impostos correntes.

Gráfico 3. Contribuição das variáveis de gasto para o crescimento do PIB



Fonte: elaboração própria com base nos dados do BEA tabela 1.1.2.

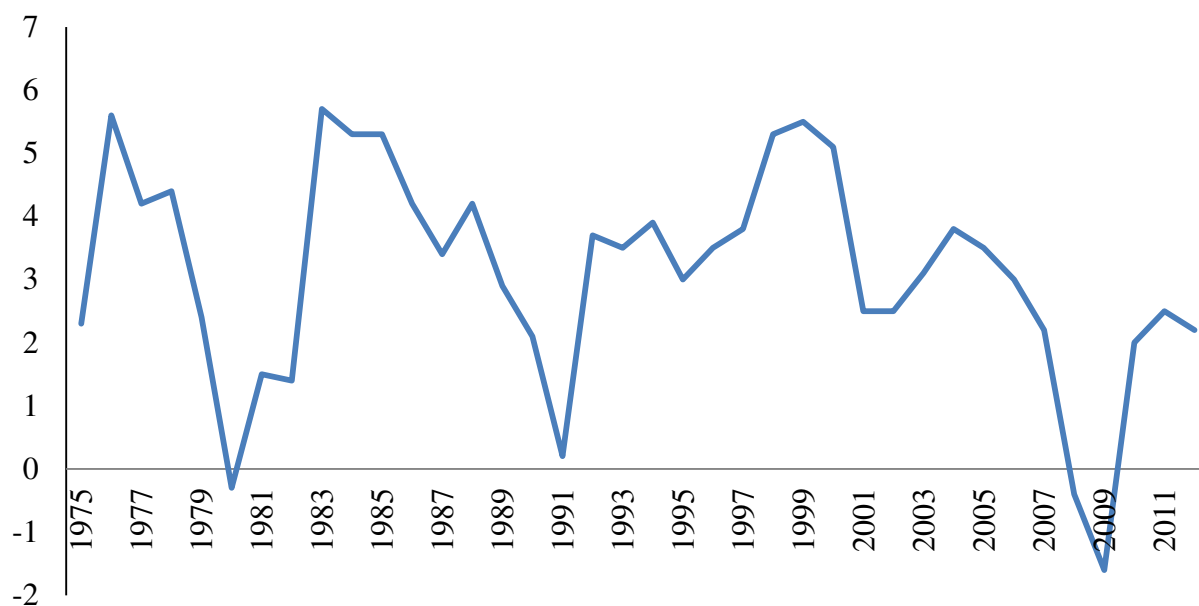
No interregno em que a crise foi mais aguda, os gastos do governo e as exportações líquidas foram importantes para evitar uma recessão ainda maior. Contudo, tais componentes de gasto reduzem sua contribuição assim que o investimento e o consumo privados são retomados, mesmo que timidamente. Percebe-se também que a crise de 2007-9 foi o momento de maior redução da contribuição do consumo e do investimento privado para o crescimento em aproximadamente 30 anos (sendo que o consumo caiu menos que o PIB durante a crise). Apenas em 1982 a contribuição do investimento havia apresentado redução tão significativa quanto a que se verificou durante a crise financeira de 2007-9⁵⁴. Quanto ao consumo, a maior redução anterior da sua contribuição se deu em 1980.

Analisando o crescimento real do consumo desde os anos 1980 (Gráfico 4), podemos identificar uma progressiva ampliação temporal dos ciclos de expansão dos gastos com consumo pessoal. Desde o final dos anos 1990, apesar dos patamares de crescimento mais elevados do

⁵⁴ A taxa de crescimento real do investimento também mostra que a maior redução do investimento no período se deu durante a crise de 2007-9. Em 2009, o investimento privado apresentou queda de 21,6%. A maior queda anterior ocorreu em 1982 – 13% (BEA, tabela 1.1.1).

consumo, começa a se formar a tendência de declínio que tem como desfecho a crise. A queda no consumo, durante a crise de 2007-9, é a mais acentuada do período, verificando-se o seu crescimento negativo durante dois anos consecutivos: 2008 (-0,4%) e 2009 (-1,6%). Os dois maiores vales anteriores da variável se deram em 1980 e 1991. A expansão do consumo apresentava indícios de que estava perdendo o fôlego no final dos anos 1990, mas adquiriu sobrevida nos anos 2000, coincidindo com a formação da bolha no setor imobiliário (Stockhammer, 2010). No pós-crise, tem-se a impressão de que o crescimento do consumo se estabeleceu em um novo nível, mais baixo do que o prevalecente nas três décadas precedentes – mas, novamente, seria precipitado realizar um julgamento categórico no curto prazo.

Gráfico 4. Taxa de crescimento real do consumo



Fonte: elaboração própria com base nos dados do BEA tabela 1.1.1.

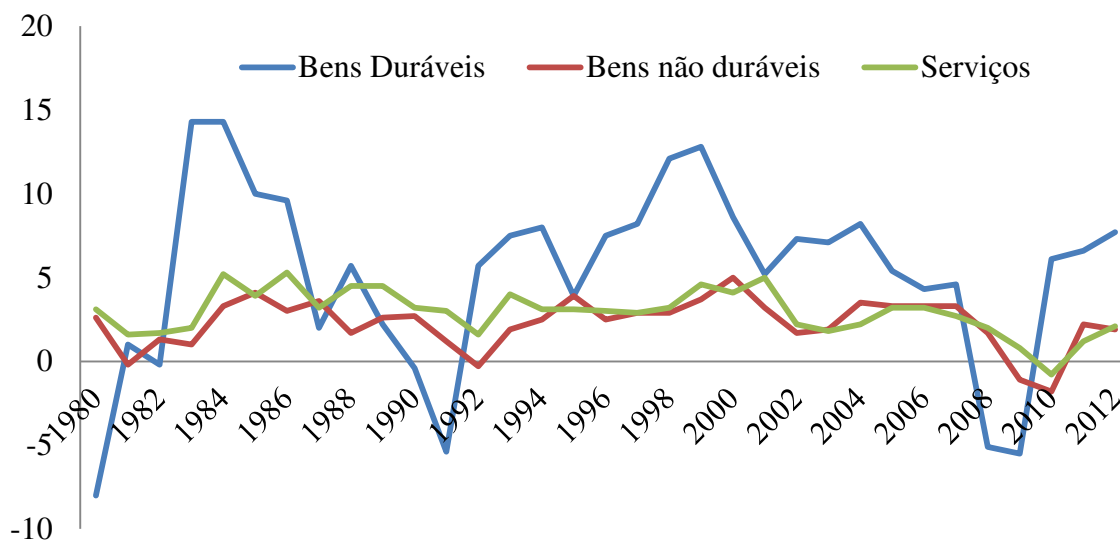
Desagregando-se o consumo em consumo de bens duráveis, de bens não duráveis e de serviços (Gráfico 5), os dados evidenciam algo que já seria esperado e que, porém, é relativamente pouco comentado: o consumo de bens duráveis é aquele que apresenta a maior volatilidade nas taxas de crescimento e que foi mais atingido durante as crises financeiras do período (Bibow, 2010). Em 1980, o consumo de bens duráveis apresentou crescimento negativo de -8%, em 1991 de -5,4% e em 2008 e 2009, -5,1% e -5,5% respectivamente. As flutuações no consumo de bens não duráveis e de serviços foram bem menores durante o período, mas esses componentes também apresentaram crescimento negativo importante pelo menos na crise de

2007-9: os bens de consumo não duráveis caíram 1,1% e 1,8% em 2009 e 2010; e os serviços caíram 0,8% em 2010.

O consumo de bens duráveis teve crescimento real elevado na década de 1980 – de 1983 a 1988 – e chegou a crescer 14,3% em 1983; nos anos 1990, as maiores taxas de crescimento são constatadas entre 1996 e 1999, sendo que o consumo de bens duráveis atingiu 12,8% nesse último ano. Nos anos 2000, o crescimento foi menor, apresentando taxas semelhantes às do início da década de 1990. Porém, o choque da crise de 2007-9 foi o maior e mais prolongado do período.

As diferentes taxas de crescimento real para cada uma das três categorias – bens de consumo duráveis, bens de consumo não duráveis e serviços – podem estar relacionadas à fonte de financiamento mais importante para cada tipo de consumo. Sabe-se que os bens de consumo duráveis dependem mais fortemente do crédito, enquanto os bens de consumo não duráveis e os serviços estão mais atrelados à renda disponível. Os bens de consumo duráveis às vésperas da década de 2000 representavam 13,5% do consumo das famílias. Em 2009, a participação dos bens duráveis no consumo havia caído para 10,4% (Tabela 1.1.5 do BEA).

Gráfico 5. Crescimento real do consumo de bens duráveis, não duráveis e serviços



Fonte: elaboração própria com base nos dados do BEA tabela 2.3.1.

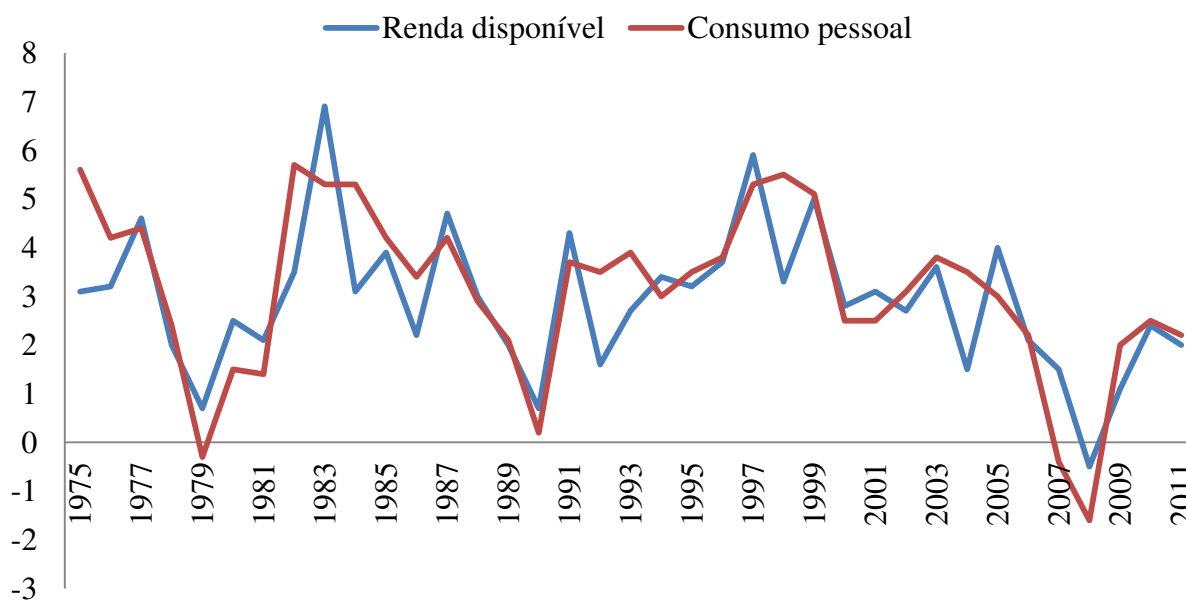
A partir das variações no crescimento real do consumo, notadamente dos reveses mais relevantes sofridos por essa variável, e da coincidência dessas quedas com as principais crises financeiras, podemos suspeitar como a financeirização realmente impactou o consumo nos

Estados Unidos. Logo, para se inferir algo mais robusto, o próximo passo é comparar o crescimento do consumo com o crescimento da renda disponível, dado que Minsky (1975; 2008) e outros autores, como Guttmann & Plihon (2008) mais recentemente, destacam a questão do descolamento entre a capacidade de gastos das famílias e os limites da renda.

No Gráfico 6, podemos observar vários momentos em que o crescimento do consumo pessoal excedeu o crescimento da renda disponível (geralmente curtos – biênios ou triênios), quais sejam: o período de 1985 a 1987; a década de 1990, na qual o crescimento do consumo excedeu o da renda disponível em 6 dos 10 anos – 1990, 1993-4, 1996-7 e 1999; e nos anos 2000, o crescimento do consumo superou aquele da renda em 2000, 2003-5 e 2007; o mesmo ocorre de 2010 em diante.

É interessante destacar que o crescimento do consumo excedeu o crescimento da renda disponível nos períodos em que a renda estava caindo. Nesse sentido, outra observação pertinente é a de que nos três anos de maior queda do crescimento do consumo, essa queda excedeu a queda do crescimento da renda disponível. Esses dois fatos indicam a existência de fatores, além da renda disponível, que influem significativamente no consumo. Há indícios, portanto, de que a riqueza das famílias e o crédito ao consumidor cumpriram o papel de sustentar o consumo apesar da estagnação da renda (Guttmann & Plihon, 2008).

Gráfico 6. Crescimento real do consumo e da renda disponível



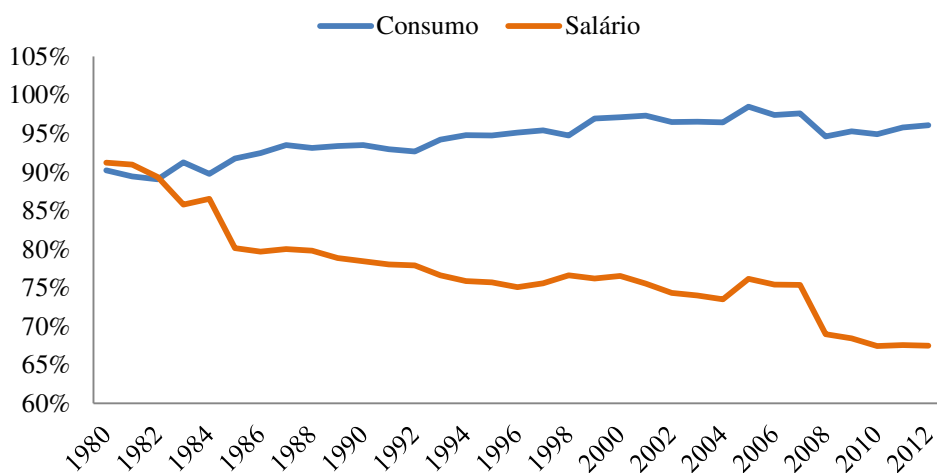
Fonte: elaboração própria com base nos dados do BEA tabela 1.1.1.

Antes de escrutinar os impactos da riqueza financeira e do crédito, cabe explicitar aquilo que vários autores chamam de estagnação da renda e que se refere especificamente aos salários e às demais rendas do trabalho (Onaran et.al., 2011; Stockhammer, 2010). No Gráfico 7, percebe-se nitidamente a divergência entre o consumo e os salários como proporção da renda disponível, que se iniciou na década de 1980 e ainda não parece ter chegado ao fim. No começo dos anos 1980, a proporção dos salários em relação à renda disponível ainda superava a proporção do consumo; a partir de 1983, a situação se inverteu e, enquanto o consumo aumentou mais do que a renda disponível, o salário cresceu menos do que a renda disponível, portanto, perdendo participação.

O descolamento do consumo em relação aos salários pode ser interpretado, pelo lado da demanda, de acordo com a ideia da irreversibilidade das relações de demanda, apontada por Duesenberry e que parece se adequar ao caso norte-americano. De acordo com essa hipótese, a partir do momento em que as famílias atingem determinado padrão de consumo, é difícil reduzi-lo, mesmo que o declínio na sua renda seja perceptível. De certa forma, essa é uma das explicações para o componente inercial do consumo, aparentemente grande nos Estados Unidos.

Certamente não se pode esquecer a explicação pelo lado da oferta, destacada por autores como Dutt (2006), e que atribui a expansão do consumo além da renda disponível ao impulso gerado pelo aumento da oferta de crédito pelos bancos comerciais e demais instituições comerciais e financeiras a partir dos anos 1980.

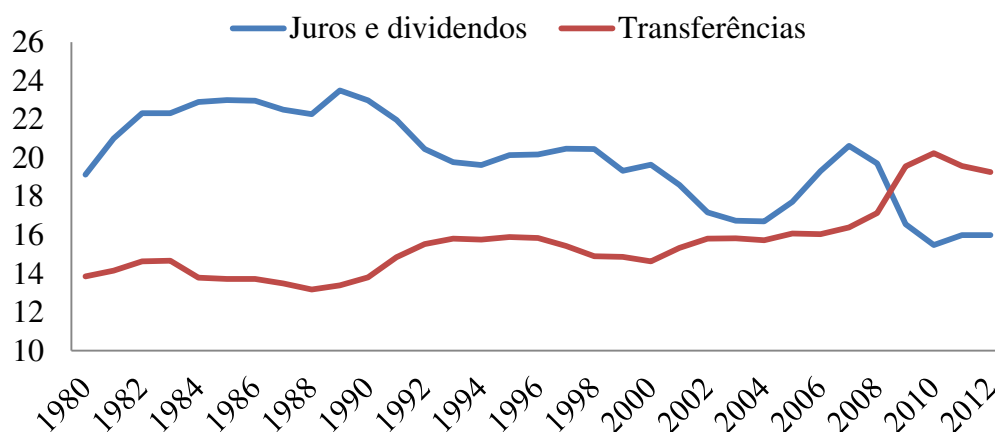
Gráfico 7. Consumo e salário em relação à renda disponível



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do *Flow of Funds Accounts* (FFA) tabelas

Dado que os salários e outras rendas do trabalho tiveram sua participação na renda disponível reduzida de 91,2% em 1980 para 67,5% em 2012, cabe investigar quais rendas tiveram sua participação aumentada nesse período e que podem ter impactado o consumo. Olhando-se para a renda pessoal originada a partir dos juros e dividendos (Gráfico 8), podemos perceber que ela aumentou durante os anos 1980 e apresentou declínio a partir do começo dos anos 1990. Essa fonte de renda aumentou novamente sua participação na renda das famílias durante os anos 2000, marcadamente entre 2004 e 2007, caindo após a crise para o nível mais baixo do período: 16%. As transferências⁵⁵ do governo às famílias realizaram o movimento contrário, aumentaram sua participação na renda, concentrando-se o aumento entre 2001 e 2010 e apresentando queda nos dois últimos anos, 2011 e 2012. Na crise, tem-se, pela primeira vez no período, a participação das transferências excedendo a participação dos juros e dividendos na composição da renda disponível. As transferências do governo às famílias contribuíram para compensar a queda nos salários e nas demais fontes de renda, atenuando, assim, a queda na renda disponível.

Gráfico 8. Juros, dividendos e transferências em relação à renda disponível



Fonte: elaboração própria com base nos dados do BEA tabela 2.1..

Cabe ainda voltar nossa atenção para o crescimento das rendas em termos reais, dado que o efeito das proporções pode ser, por vezes, apenas aparente. No Gráfico 9 temos o crescimento real dos salários e ordenados, das receitas de ativos (compostas pela renda de juros e pela renda de dividendos), das rendas de aluguel e das transferências. Nos anos 1990, a renda

⁵⁵ As transferências do governo, segundo os dados do BEA, são compostas pelos seguintes programas ou itens: *Social security 2, Medicare 3, Medicaid, Unemployment insurance, Veterans' benefits* e outras despesas.

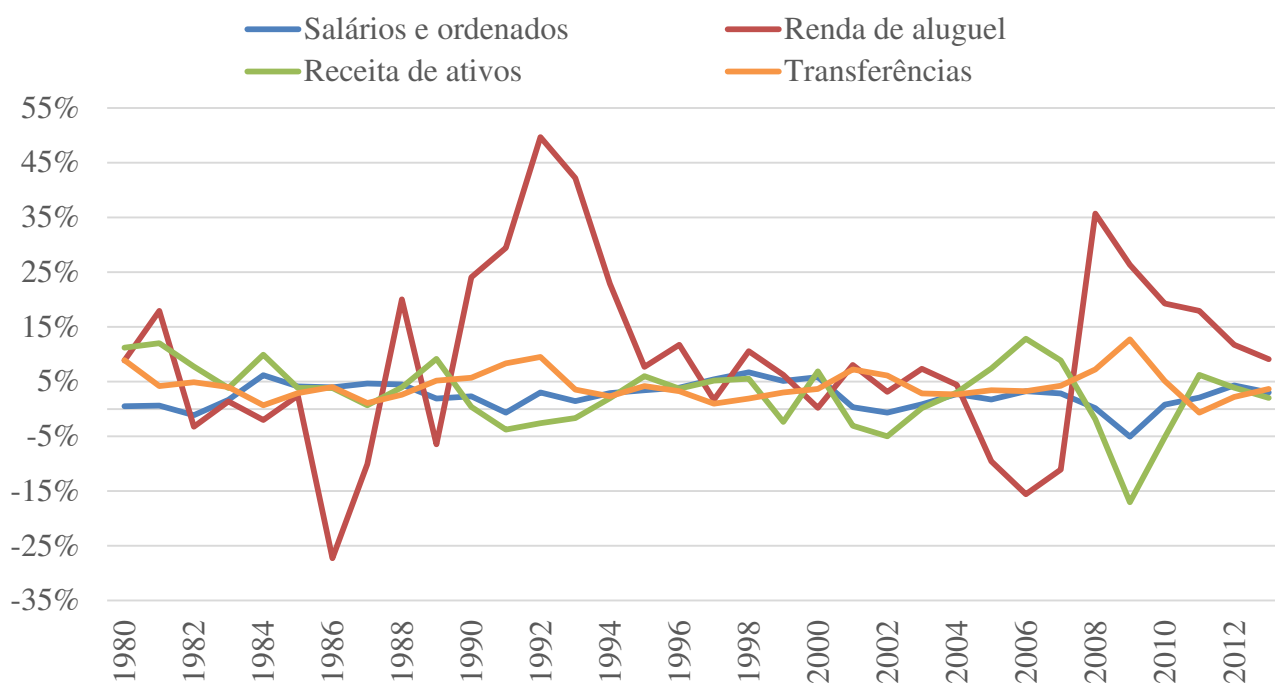
oriunda de aluguéis é a que apresenta crescimento real mais elevado, chegando uma taxa de crescimento de 49% em 1992. Essa renda voltou a apresentar uma taxa elevada de crescimento durante a crise, 35,7% em 2008, mas já em 2012 seu crescimento real estava mais baixo, em torno de 12%. O fato de a renda de aluguéis ter caído no período do boom imobiliário provavelmente está relacionado às inovações financeiras, à facilidade de tomar hipotecas e assim por diante.

Nos anos 2000, principalmente de 2003 a 2007, podemos notar o crescimento das receitas provenientes de ativos (juros e dividendos). O crescimento real dessas receitas chegou a 12,8% em 2006 e declinou 17% em 2009, como resultado da crise. Esse gráfico também evidencia o papel das transferências ao compensar a queda na renda oriunda dos salários e dos ativos.

A apresentação das rendas em termos reais fortalece os indícios de que as rendas originadas a partir dos juros e dividendos, se não durante todo o período, pelo menos em parte dos anos 2000, compensaram a estagnação das rendas do trabalho. Além disso, nos momentos em que as receitas de ativos caíam ou apresentavam crescimento real baixo, a renda que apresentava maior crescimento (excetuando-se a renda de aluguéis) era proveniente das transferências, como de 1990 a 1993, de 2001 a 2003 e finalmente de 2008 a 2010, devido à crise.

O componente financeiro da crise é observável pela queda da receita de ativos que superou a queda na renda dos salários e ordenados de 2008 a 2010. Vale ressaltar ainda que dentro da receita de ativos, a renda mais afetada foi aquela proveniente dos dividendos e não a dos juros. Enquanto a renda de juros caiu 7,9% em 2009, a renda de dividendos caiu 32,5%. Porém a recuperação dos dividendos foi mais rápida: cresceram em 22,5% em 2011, enquanto os juros ainda caíram 1,2% nesse ano.

Gráfico 9. Crescimento real das rendas



Fonte: elaboração própria com base na tabela 2.1 (BEA).

Comparando-se a composição da renda das famílias, a partir dos percentis de patrimônio líquido, em 2007 e 2010 (Tabela 1), notam-se algumas alterações impostas pela crise, essencialmente nas participações dos ganhos de capital e das transferências. Primeiramente, tem-se uma forte redução dos ganhos de capital realizados que, em 2007 representavam 6,7% da renda das famílias, passando a menos de 1% em 2010. As famílias do quarto estrato foram as que mais acumularam perdas e as famílias que se enquadram entre os 10% mais ricos (com patrimônio líquido mais elevado) são aquelas visivelmente mais afetadas pelas variações nos ganhos de capital nesse período – dado que esses ganhos representaram 14,4% da sua renda em 2007 e menos de 3% em 2010.

Em segundo lugar, explicita-se também aqui o aumento na importância das transferências⁵⁶ como componente da renda, principalmente das famílias de baixa e média renda (ainda que tenha aumentado em todos os estratos), ressaltando assim o papel anticíclico do

⁵⁶ O conceito de transferência utilizado na *Survey of Consumer Finance* é menos abrangente que aquele utilizado pelo Bureau of Economic Analysis, por isso há diferença nos percentuais obtidos em cada uma das fontes de dados.

governo. As transferências no portfólio das famílias que somam menos de 25% do patrimônio líquido passaram de 8,6% em 2007 para 11,1% em 2010.

Além disso, pode-se perceber que o salário é um componente da renda mais importante para as famílias dos estratos de renda mais baixos do que para as famílias dos estratos de renda mais elevados. Já os ganhos de capital só se tornam relevantes a partir do quarto estrato mais elevado da renda e têm participação significativa apenas no estrato mais elevado. Evidentemente, esses ganhos desapareceram após a crise e foram compensados nesse último estrato por um aumento da participação do salário em relação a 2007.

Tabela 1. Composição da renda⁵⁷ das famílias por estrato do patrimônio líquido						
	Menos de 25	25- 49,9	50- 74,9	75- 89,9	90- 100	Todas as famílias
2007						
Salário	79,9	80,0	77,7	72,3	46,2	64,5
Juros de dividendos	0,1	0,3	0,7	1,9	7,8	3,7
Negócio próprio	1,8	5,3	6,9	7,9	24,7	13,6
Ganhos de capital realizados	0,1	0,4	1,3	2,9	14,4	6,7
Seguridade social ou aposentadoria	9,5	10,9	11,8	14,2	6,2	9,6
Transferências ou outros	8,6	3,2	1,6	0,8	0,7	1,9
Total	100	100	100	100	100	100
2010						
Salário	75,9	80,7	76,3	69,7	55,8	68,1
Juros de dividendos	0,1	0,1	0,4	1,6	8,7	3,6
Negócio próprio	3,5	4,6	4,8	7,2	23,9	12,2
Ganhos de capital realizados	0,1	0,2	0,1	-0,2	2,3	0,9
Seguridade social ou aposentadoria	9,4	9,6	15,9	20,1	7,8	12
Transferências ou outros	11,1	4,7	2,5	1,7	1,5	3,2
Total	100	100	100	100	100	100

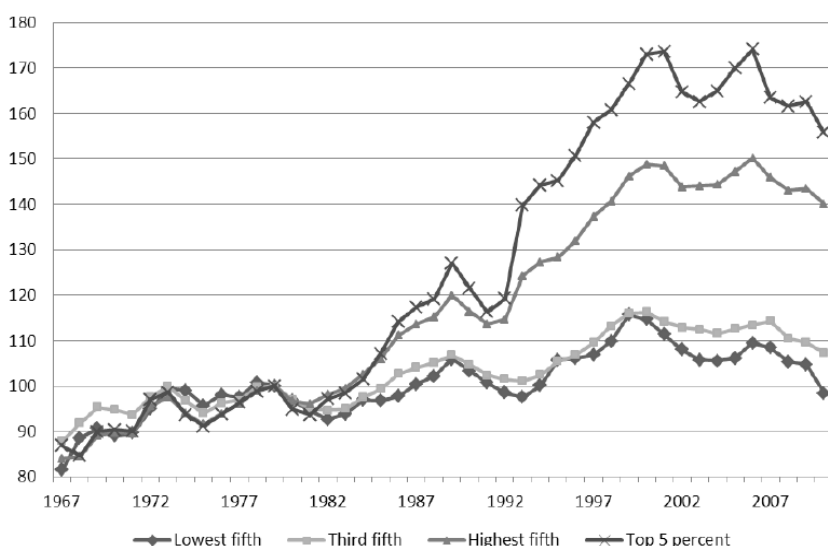
Fonte: *Survey of Consumer Finance* (2012).

⁵⁷ Os componentes de renda na SCF são: salários, renda de negócio próprio, juros isentos e não isentos, dividendos, ganhos de capitais realizados, vale-refeição e outros programas relacionados do governo, pensões e retiradas de contas de aposentadorias, seguridade social, pensões alimentícias e outros pagamentos do mesmo tipo, e fontes variadas de renda para todos os membros da unidade econômica primária da família (SCF, 2012, p.5). Os ganhos de capital não realizados são incluídos no patrimônio líquido e são computados a partir de perguntas referentes à mudança no valor de ativos chave em relação ao valor do momento da compra (SCF, 2012, p.53).

Com os dados de curto prazo, tem-se a impressão de que o aumento na participação dos salários na renda das famílias do estrato mais rico foi apenas uma consequência da crise. Na verdade, segundo Piketty & Saez (2004; 2006), a renda oriunda dos salários vem aumentando no estrato mais rico da população desde os anos 1970. A explicação para esse aumento estaria na ampliação dos salários da alta gerência das empresas. A expansão dos salários dos *top executives* teria compensado a queda das rendas de capital ocasionada pelas duas guerras do século XX – que não se recuperaram no pós-guerra, segundo os autores – elevando a desigualdade salarial.

Van Treeck & Sturn (2012) mostram que a estagnação da renda das famílias não se aplica aos 20% mais ricos e, especialmente, aos 5% mais ricos. Para o resto dos estratos, a estagnação da renda é nítida. Como se pode ver no Gráfico 10.

Gráfico 10. Renda real das famílias por estrato⁵⁸



Fonte: Van Treeck & Sturn (2012).

Vimos até aqui que o consumo nos Estados Unidos apresentou propensão média a consumir crescente nas últimas décadas e que o consumo é a variável que mais contribuiu para o crescimento do PIB no país, pois tem um peso grande no produto e suas taxas de crescimento giraram em torno de 3% ao longo do período. Além disso, ao desagregar os componentes do consumo, pudemos observar que o consumo de bens duráveis é aquele que apresenta a maior volatilidade nas taxas de crescimento e que foi mais abalado pelas três crises financeiras das décadas analisadas. Temos ainda que o consumo e a renda apresentaram momentos de

⁵⁸ Excluídos os ganhos de capital realizados; 1979 = 100.

descolamento nas suas taxas de crescimento real. A divergência entre renda e consumo mostrou traços mais fortes no que tange aos salários e às outras rendas do trabalho: enquanto o consumo cresceu mais que a renda disponível, os salários cresceram proporcionalmente menos.

Analisando-se os componentes da renda das famílias, os impactos da crise financeira de 2007-9 sobre esses agentes se tornam mais claros. Até a crise, enquanto os salários perdiam participação na renda, os juros aumentavam sua participação e, especialmente nos anos 2000, os ganhos de capital representaram parcela significativa da renda. No pós-crise, os ganhos de capital realizados sofreram forte redução e as transferências do governo foram essenciais para evitar uma queda ainda maior da renda disponível.

Muitos autores apontam que o consumo financeirizado das famílias americanas deveria estar embasado em dois pilares centrais além da renda: a riqueza financeira e o crédito (Brown, 2008). A maior parte do período analisado, de fato, releva o sobre-endividamento, a expansão nos ganhos de capitais não realizados e o aumento do patrimônio líquido das famílias. Portanto, a renda disponível, apesar de constituir a principal fonte de consumo, já não é suficiente para explicar os movimentos dessa variável ao longo das décadas estudadas. Nesse sentido, a próxima seção busca analisar o efeito da valorização dos ativos e da riqueza das famílias sobre o consumo pessoal.

3.2. A valorização dos ativos: o consumo e a riqueza das famílias

No que concerne à riqueza das famílias, cabe investigar a sua evolução no período e como ela afeta o consumo, visto que existe grande controvérsia envolvendo o efeito riqueza e a sua influência sobre os gastos do consumidor. Se o consumo é, de fato, financeirizado, ele certamente tem ligação com as alterações patrimoniais das famílias, sejam elas reais ou virtuais.

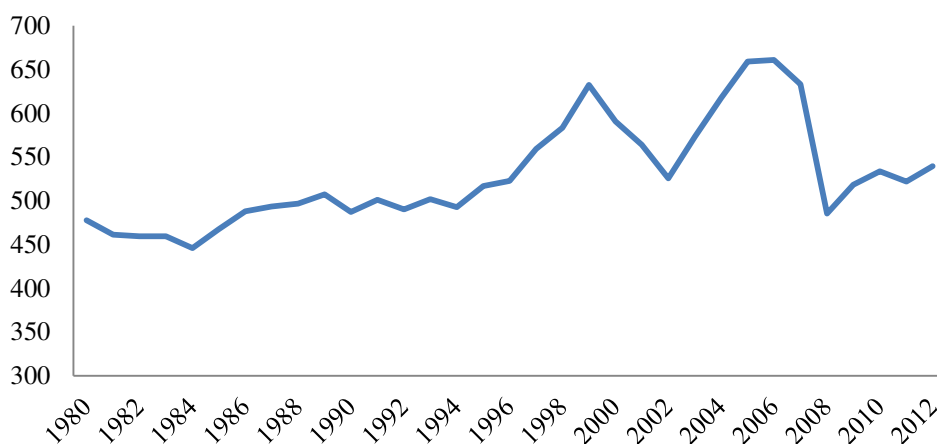
Entre as diferentes formas de mensuração das alterações na riqueza das famílias encontra-se a evolução do patrimônio líquido⁵⁹⁶⁰. No Gráfico 11, nota-se a ocorrência de uma

⁵⁹ O patrimônio líquido é definido pelo *Flow of Funds Accounts* como a diferença entre o valor dos ativos e dos passivos das famílias (FFA, 2012, p. 2).

⁶⁰ Segundo o Censo dos Estados Unidos, os principais ativos componentes do patrimônio líquido das famílias são: ativos que rendem juros em instituições financeiras, ações e cotas de fundos mútuos, propriedades de aluguel, propriedade de imóveis, contas IRA e Keogh, planos de poupança, veículos e contas correntes regulares. E os principais passivos são: hipotecas de casa própria, hipotecas sobre aluguel, empréstimos de veículos, dívidas de cartão de crédito, empréstimos educacionais, dívidas médicas não cobertas pelo seguro. Disponível em: <https://www.census.gov/people/wealth/files>.

mudança de patamar do patrimônio líquido das famílias entre meados da década 1990 e a crise financeira de 2007-9. Essa variável que, no início da década de 1980, representava 477,8% da renda disponível, atingiu seu ápice em 2006, 660,9%, e caiu no pós-crise para os níveis de metade da década de 1990 (539,6% em 2012). Como esperado, é possível observar que os dois maiores ciclos do patrimônio líquido em relação à renda disponível corresponderam aos períodos de valorização dos ativos ou, em outras palavras, aos períodos em que se verificou a formação de bolhas de ativos, primeiramente no mercado de ações e, posteriormente, no setor imobiliário (ver Bibow, 2010).

Gráfico 11. Patrimônio líquido como percentual da renda disponível



Fonte: elaboração própria com base nos dados do FFA tabela B.100.

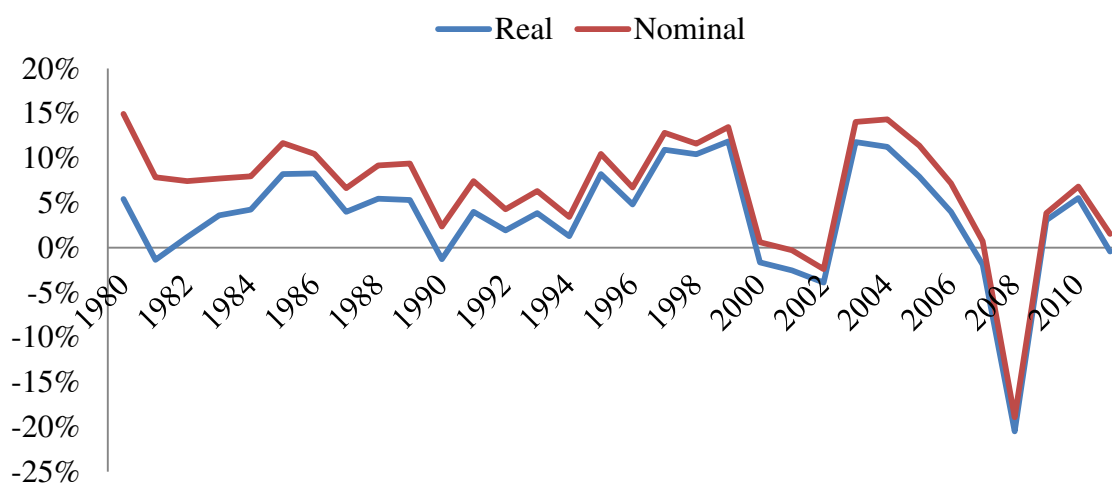
É válido observar que as maiores razões patrimônio líquido/renda disponível se encontram nos extremos dos quintis de renda. Provavelmente isso ocorre porque entre os 20% mais pobres a renda disponível é muito baixa e entre os 20% mais ricos o patrimônio líquido é muito elevado. Segundo Van Treeck (2009), no começo dos anos 1990, a razão patrimônio líquido/renda disponível do quintil mais rico era de 639,5% e a do quintil mais pobre era de 411,3%, enquanto os três quintis intermediários apresentavam razão em torno de 330%. No começo dos anos 2000, essa razão passou para 869,2% no quintil mais rico, 512,3% no quintil mais pobre e nos demais quintis ficou entre 360 e 415%. Isso mostra que a riqueza pode ter tido influência sobre o consumo não apenas nos estratos mais ricos da população.

Cabe ainda analisar o crescimento do patrimônio líquido durante o período. No Gráfico 12, apresentam-se as taxas de crescimento real e nominal do patrimônio líquido. Nos

anos 1980, houve um descolamento maior entre as taxas real e nominal devido à inflação mais elevada. Em meados dos anos 1990, as taxas se aproximam e um novo descolamento se evidencia a partir de 2004 até a crise financeira de 2007-9. Mais uma vez, os pontos mais baixos de crescimento do patrimônio líquido coincidem com as crises financeiras. Com a desvalorização dos ativos no mercado acionário no início dos anos 2000, seguiu-se uma importante retração do patrimônio líquido, que apresentou crescimento real negativo em três anos consecutivos – 2000 (-1,6%), 2001 (-2,5%) e 2002 (-3,9%). A riqueza das famílias voltou a crescer em 2003 e 2004, aos níveis prevalecentes no final da década de 1990, alimentada pela valorização dos imóveis. A partir de 2005, o ritmo de crescimento diminuiu e, no bojo da crise, 2008, o patrimônio líquido das famílias apresentou a queda mais expressiva em 30 anos: 20,5%. No pós-crise o crescimento do patrimônio líquido ainda não superou o nível da segunda metade dos anos 1990.

É nítido, portanto, o impacto que as crises financeiras podem ter sobre o componente patrimonial das famílias. Considerando-se que parte dessa riqueza, fortemente abalada pela crise, foi utilizada para consumir no período pré-crise (Brown, 2008; Montgomerie, 2007) e que o consumo caiu mais do que a renda disponível durante a crise, os sinais do consumo financeirizado vão se tornando mais fortes.

Gráfico 12. Crescimento nominal e real do patrimônio líquido



Fonte: elaboração própria com base nos dados do FFA tabela B.100 e BEA tabela 1.1.9.

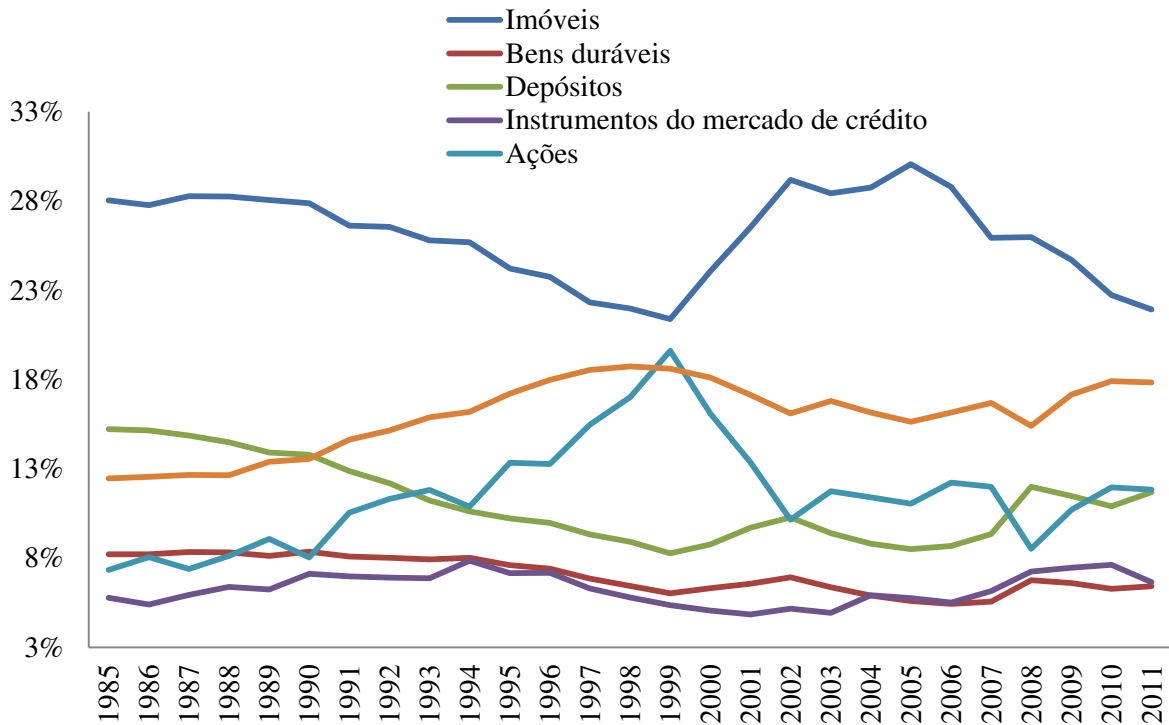
Analisando-se a evolução dos principais componentes do ativo das famílias a partir de 1985, algumas tendências são mais bem evidenciadas. Os componentes levados em

consideração, com base na tabela B.100 do *Flow of Funds Account* (FFA), são os imóveis e os bens duráveis dentro do ativo não financeiro; e os depósitos, os instrumentos do mercado de crédito (títulos, hipotecas, crédito ao consumidor, entre outros), as ações e as reservas dos fundos de pensão dentro do ativo financeiro.

No Gráfico 13, é visível o aumento da participação das ações (*corporate equities*) no ativo das famílias que vai de 1990 (8%) até 1999 (19,6%). Assim que a participação das ações cai, os imóveis (*real estate*) começam a crescer. Em 1999, os imóveis representavam 21,4% dos ativos, enquanto em 2005, no pico da bolha imobiliária, representavam 30,1%. Outra questão apontada pelo gráfico é a relevância crescente das reservas dos fundos de pensão no ativo das famílias, passando de 12,5% do ativo em 1985 para 18,7% em 1998.

No pós-crise financeira de 2007-9, dois componentes se recuperam enquanto os demais ou perdem participação no ativo ou permanecem estagnados: as reservas dos fundos de pensão e as ações. As reservas dos fundos de pensão, que no momento crítico da crise ficaram em torno de 15,4% do ativo, em 2010 estavam em 17,9%. Da mesma forma, as ações, que caíram para 8,5% durante a crise, situaram-se em 12% do ativo em 2010.

Gráfico 13. Participação dos componentes no ativo das famílias

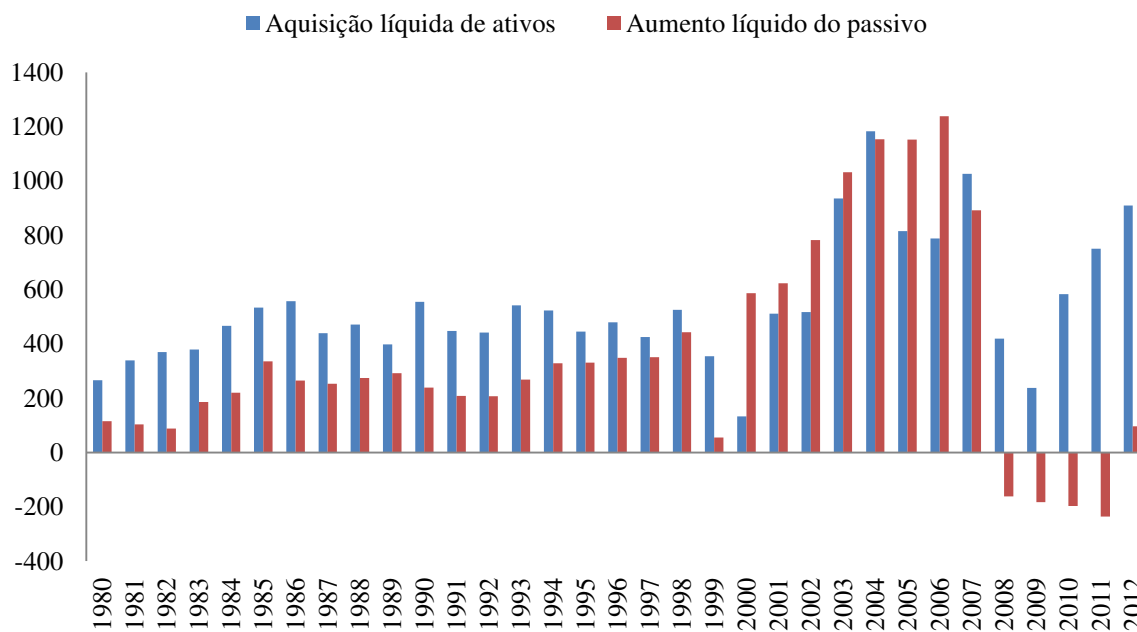


Fonte: elaboração própria com base nos dados do FFA tabela B.100.

Além de examinar o patrimônio líquido e o ativo, vale analisar os fluxos financeiros das famílias (ativos e passivos financeiros), pois exibem algumas características marcantes do horizonte temporal em questão. Como revela o Gráfico 14, de 1980 até 1998, havia um padrão entre a aquisição líquida de ativos financeiros e o aumento líquido das obrigações: uma acumulação líquida de ativos cada vez menor. Isso se modificou a partir de 1999, ano de inflexão em que o aumento líquido do passivo foi muito baixo. De 2000 até 2007, tem-se um progressivo aumento líquido do passivo, fazendo que a variação anual do passivo atingisse mais que o dobro dos valores dos 20 anos precedentes. O fluxo de ativos financeiros também cresceu, mas permaneceu menor que o fluxo do passivo em quase toda a década de 2000 – exceto em 2003 e 2007. O maior componente do fluxo do passivo é referente às hipotecas e começou a se expandir já em meados dos anos 1990. Já a aquisição de ativos financeiros é mais pulverizada, porém seus principais componentes no período podem ser apontados: reservas de fundos de pensão, depósitos de poupança, ações de fundos mútuos, títulos de empresas e títulos estrangeiros e as *Agency – and GSE – backed securities*.

No pós-crise, tem-se pela primeira vez, desde 1980, uma redução líquida no passivo das famílias – sendo que, em 2011, ocorreu a maior redução. Quanto à aquisição líquida de ativos financeiros, a partir de 2008 já apresentava tendência de recuperação. Evidencia-se, dessa forma, o movimento de recomposição dos balanços das famílias ocasionado pela crise.

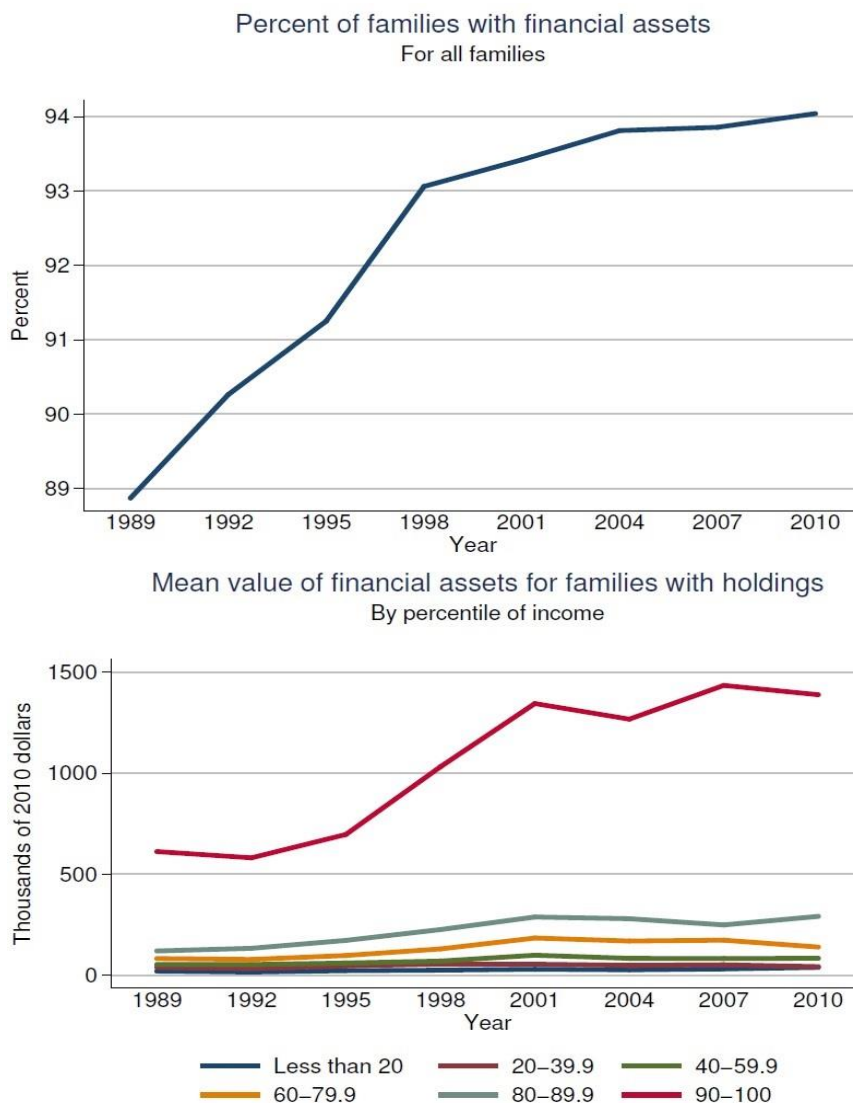
Gráfico 14. Fluxo financeiro das famílias (bilhões de dólares)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do FFA tabela F.100.

Ao detalharmos um pouco a análise, podemos considerar como os ativos financeiros afetam de maneira diferenciada as famílias de acordo com o estrato da renda. Apesar de a maioria das famílias americanas possuir algum tipo de ativo financeiro, como se pode ver pelo Gráfico 15 e pela Tabela 2, o valor médio desses ativos é muito mais elevado para as famílias que compõem o estrato de maior renda. É interessante perceber que o percentual de famílias que possuem ativos financeiros cresceu de 89% em 1989 para 94% em 2010. Porém enquanto o valor médio dos ativos financeiros dos 10% de maior renda se expandiu no período, passando de 600 mil dólares para aproximadamente 1 milhão e 400 mil dólares, o valor dos ativos financeiros das demais famílias permaneceu concentrado abaixo dos 300 mil dólares durante todo o período.

Gráfico 15. Posse de ativos financeiros



Fonte: *Survey of Consumer Finance Chartbook 2010*.

Assim como os ativos financeiros de maior valor permanecem concentrados nas mãos das famílias com maior renda e patrimônio líquido, os ganhos de capital não realizados se distribuíram de forma similar entre o final dos anos 1990 e o ano de 2010 (Tabela 2). O valor médio dos ganhos de capital não realizados apresentou tendência crescente de 1995 a 2007, especificamente no estrato de maior renda, no qual o valor médio dos ganhos passou de 500 mil para 1 milhão e meio de dólares nos respectivos anos. O percentual de famílias que possuem ganhos de capital não realizados também cresceu de 1989 a 2004 (68,8% para 73%). As

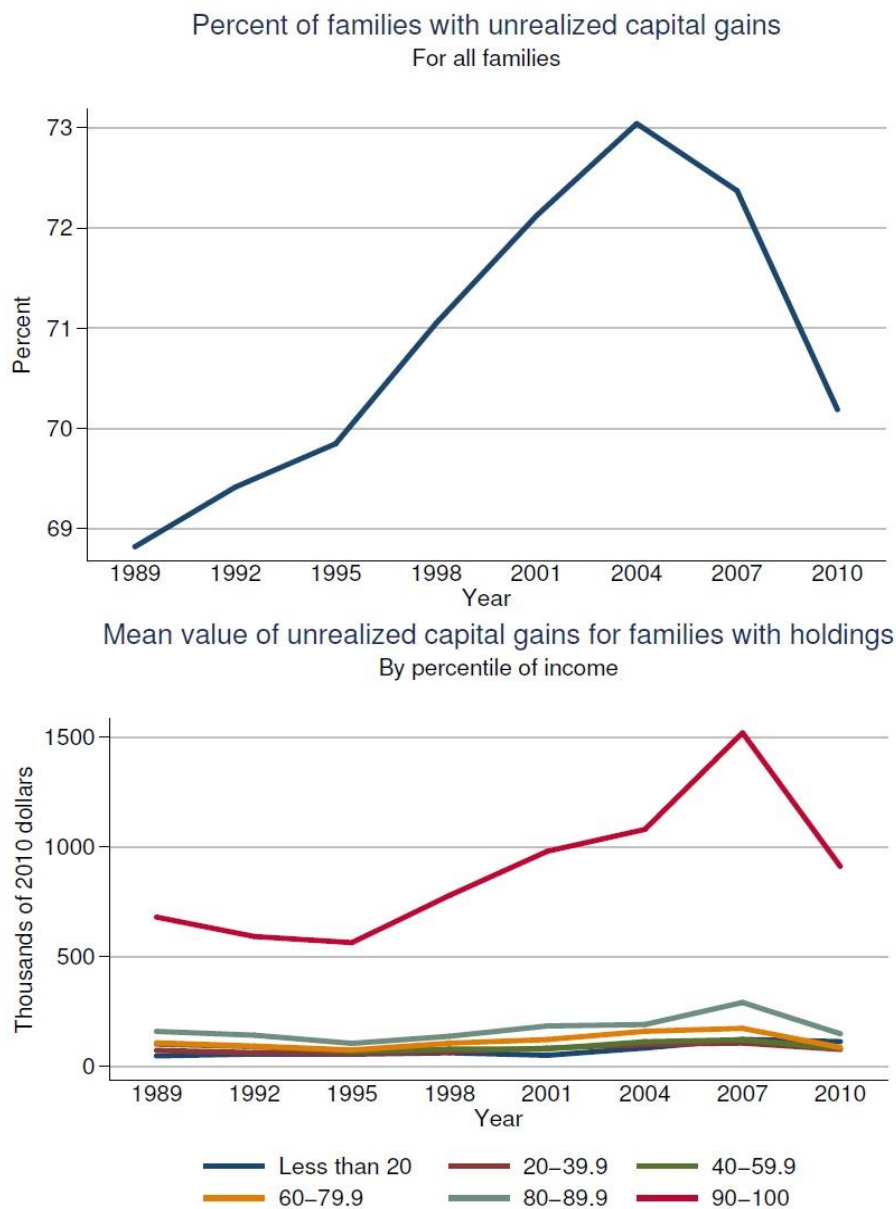
tendências de declínio, primeiramente no número de famílias com algum ganho de capital não realizado (a partir de 2004) e, num segundo momento (a partir de 2007), no valor dos ganhos, também são evidenciadas. O número de famílias com ganhos de capital não realizados caiu de 73% em 2004 para 70,2% em 2010 e o valor médio dos ganhos de capital não realizados do estrato de maior renda caiu de 1 milhão e meio de dólares para 900 mil dólares⁶¹.

Tabela 2. Posse e valor médio dos ativos financeiros das famílias							
Percentual de famílias com ativos Financeiros		Valor médio dos ativos financeiros para as famílias com ativos					
Ano	Todas as famílias	Percentil de renda Menos de					
		20	20-39.9	40-59.9	60-79.9	80-89.9	90-100
<i>Percentual</i>		<i>Milhares de dólares de 2010</i>					
1989	88,9	20.2	39.7	53.3	82.6	120	611.8
1992	90,3	15.6	33.6	53.2	78.1	133.3	581
1995	91,2	22.5	46	60.5	97.7	172.3	696.6
1998	93,1	25	55.3	70	130.1	225.8	1031.3
2001	93,4	29.6	54.6	98.9	184.1	288.1	1344.5
2004	93,8	26.7	49.1	83.5	169.3	279.6	1267.1
2007	93,9	31	51.7	82.6	173.4	248.9	1434.1
2010	94	38.7	42.7	83.8	139.5	291.2	1388
<i>Mudança trienal (p.p.)</i>		<i>Mudança trienal (percentual)</i>					
1992	1,4	-22,8	-15,4	-0,2	-5,4	11,1	-5
1995	0,9	44,2	36,9	13,7	25,1	29,3	19,9
1998	1,9	11,1	20,2	15,7	33,2	31,1	48
2001	0,3	18,4	-1,3	41,3	41,5	27,6	30,4
2004	0,4	-9,8	-10,1	-15,6	-8	-3	-5,8
2007	0,1	16,1	5,3	-1,1	2,4	-11	13,2
2010	0,1	24,8	-17,4	1,5	-19,6	17	-3,2

Fonte: SCF Chartbook 2010.

⁶¹ As pesquisas do SCF são feitas trienalmente. Provavelmente durante 2008 e 2009, as perdas com imóveis e ações foram maiores do que esse dado mostra.

Gráfico 16. Ganhos de capital não realizados



Fonte: *Survey of Consumer Finance chartbook 2010*.

Os dados do FFA mostram que a perda patrimonial relativamente baixa das famílias se deveu em parte à recuperação rápida do preço das ações. Os ganhos das famílias com ações foi o primeiro a se recuperar de maneira mais firme. As reservas de fundos de pensão e de seguros de vida também representaram ganho de capital em 2009 e 2010, mas voltaram a cair em 2011, o que se pode ver a partir da Tabela 3. Nessa tabela também fica nítido que a maior perda de capital se deu no setor imobiliário, seguido do mercado acionário. Uma das explicações para a

recuperação rápida do preço das ações está no *quantitative easing* realizado pelo governo americano – comprando os ativos chamados “tóxicos” – para evitar o aprofundamento da crise financeira (ver ainda Tabela 4).

Tabela 3. Ganhos das famílias com ativos (valor de mercado em bilhões de dólares)							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Real estate</i>	2900.8	386.1	-1884.4	-3739.8	-1172.2	-405.1	-332.6
<i>Corporate equities</i>	978.4	2132.2	828.3	-3769.6	1573.7	1453.9	158.3
<i>Mutual fund shares</i>	68.1	354.3	198.3	-1271.9	513.3	246.1	-260.1
<i>Equity in noncorporate business</i>	1316.3	262.7	116.8	-1318.2	-1235.2	498.7	533.6
<i>Life insurance and pension fund reserves</i>	555	954.1	442.6	-3195.4	1405.7	985.8	-153.3
<i>Equity investment under PPIP</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-1.0	-0.2

Fonte: extraído da tabela R.100 do *Flow of Funds Account*.

Os ganhos de capital não realizados podem ter sido importantes para influenciar a expansão do consumo no período pré-crise por meio do efeito riqueza. Como concebem Belluzzo & Coutinho (1998), o efeito riqueza dar-se-ia pela ampliação da demanda por crédito daqueles consumidores que se sentem mais ricos e não por meio da venda dos ativos com o objetivo de consumir. Boa parte desses ganhos de capital não realizados se desfizeram com a desvalorização dos ativos durante e após a crise, o que indica uma redução do efeito riqueza.

Esses dados também vão ao encontro do argumento de Aglietta (2004) de que a riqueza das famílias é impulsionada tanto pelos ativos quanto pelo endividamento financeiro. Segundo o autor, o crédito foi fundamental para expandir a aplicação da poupança das famílias em elementos patrimoniais geradores de lucros – em detrimento aos depósitos tradicionais – e os bancos tiveram papel ativo ao incentivar a acumulação patrimonial e a alavancagem das famílias,

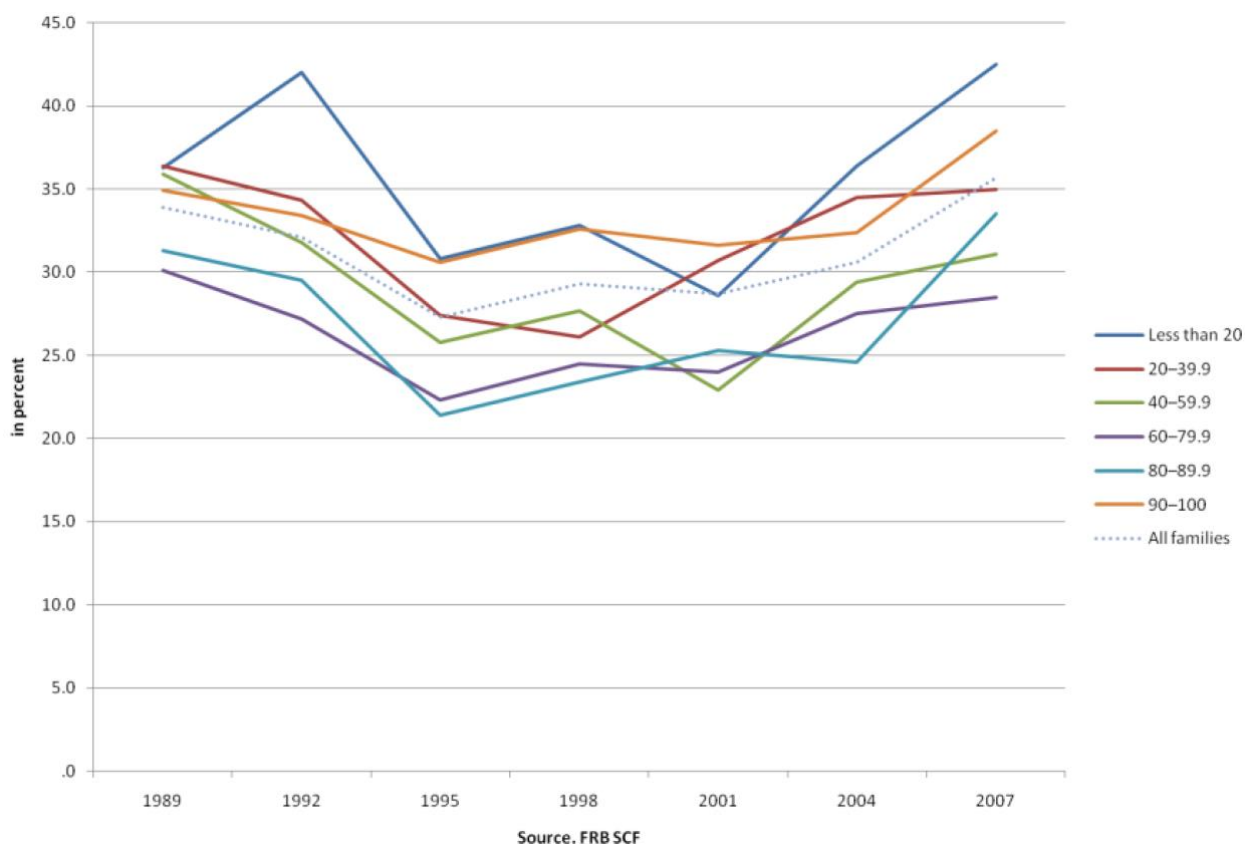
agindo de duas formas: diretamente via empréstimos para a aquisição de ativos e indiretamente por meio dos empréstimos ao consumo que tinham como garantia elementos do patrimônio – isso evitava que as famílias precisassem vender esses ativos para manter seu nível de consumo (e, dessa forma, tanto as famílias mais ricas quanto as mais pobres estavam incluídas no processo).

Em poucas palavras, constatamos que a riqueza das famílias sofreu o maior abalo das três décadas consideradas na crise de 2007-9. Apesar de o patrimônio líquido estar seguindo a tendência histórica de crescimento (em relação à renda disponível) após a crise de 2007-9, como ressaltam alguns autores (Bibow, 2010), essa variável havia apresentado surtos excepcionais de crescimento nos anos 1990 e nos 2000 – o que certamente contribuiu para expandir a sensação de riqueza das famílias, culminando em gastos maiores. Com o fim dessa expansão atípica, as taxas de crescimento real do patrimônio despencaram entre 2007 e 2010.

Outra observação importante diz respeito à distribuição dos ativos financeiros entre as famílias. É nítido que, para as famílias de maior renda e patrimônio, tais ativos possuíam valores expressivos e que, provavelmente, influíam nos seus gastos. No que tange especificamente aos ganhos de capitais não realizados, aquelas famílias do estrato de maior renda foram as mais atingidas pela crise. Porém isso deixa de fora as famílias dos demais estratos.

Podemos indagar, então, como as variações nos preços dos ativos afetaram o consumo das famílias como um todo. Analisando-se os ganhos de capital não realizados como proporção dos ativos desses agentes, como faz Bibow (2010), é possível inferir que o impacto dessa quase-renda foi importante para as famílias em todos os estratos – compondo parcela significativa dos seus ativos totais (Gráfico 17). Inclusive, para aquelas famílias que detêm menos de 20% da renda, os ganhos de capital não realizados cresceram nos anos 2000 e representavam mais de 40% dos seus ativos às vésperas da crise, o que pode ter influenciado no seu consumo.

Gráfico 17. Ganhos de capital não realizados como parcela dos ativos totais



Fonte: Bibow (2010).

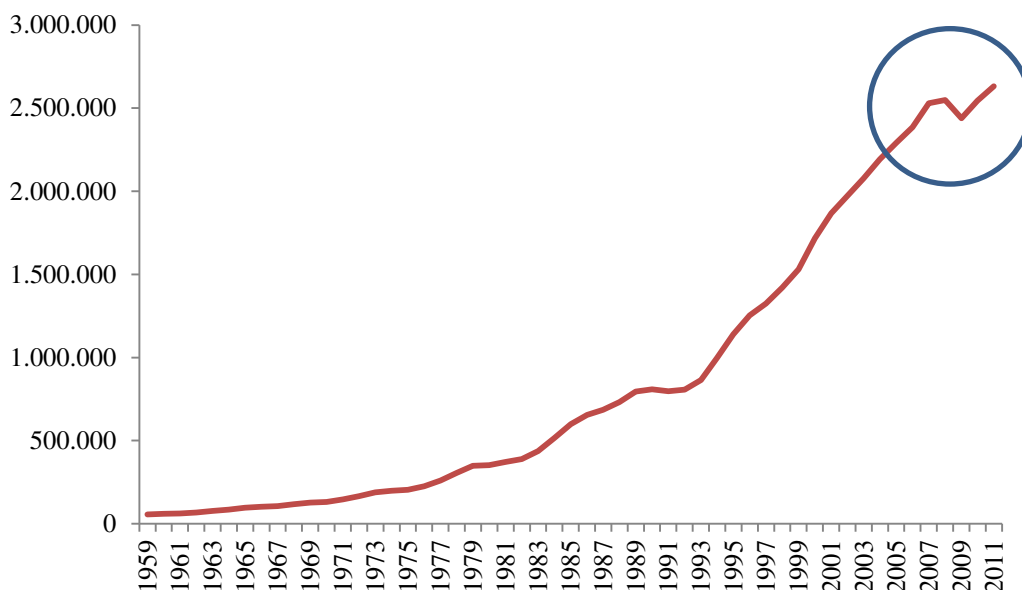
Contudo, a riqueza por si só não explica os elevados níveis de consumo no país, mesmo com uma propensão elevada a consumir a partir dessa riqueza. Para se chegar a uma resposta minimamente satisfatória precisamos recorrer à segunda forma de ação dos bancos destacada por Aglietta – o endividamento – ou, colocado de outra forma, a associação faltante até o momento: a ligação entre riqueza e crédito.

3.3. O crédito e o endividamento: *missing link* entre o consumo e a riqueza

Quando analisamos a evolução do fluxo de crédito ao consumidor, de 1959 até 2012 (Gráfico 18), podemos perceber que o volume de crédito concedido começou a se acelerar a partir dos anos 1980, porém seu crescimento mais acentuado teve início nos anos 1990, continuando até a crise financeira de 2007-9. Tem-se, durante essa crise, o primeiro momento em que houve queda no fluxo emprestado – em mais de meio século (excetuando-se uma pequena e

breve redução desse volume de 1990 para 1991). A partir de 2011, o volume emprestado retomou seu crescimento, superando o total de 2006, mas não crescendo à mesma taxa do pré-crise.

Gráfico 18. Evolução do crédito ao consumidor (milhões de dólares)



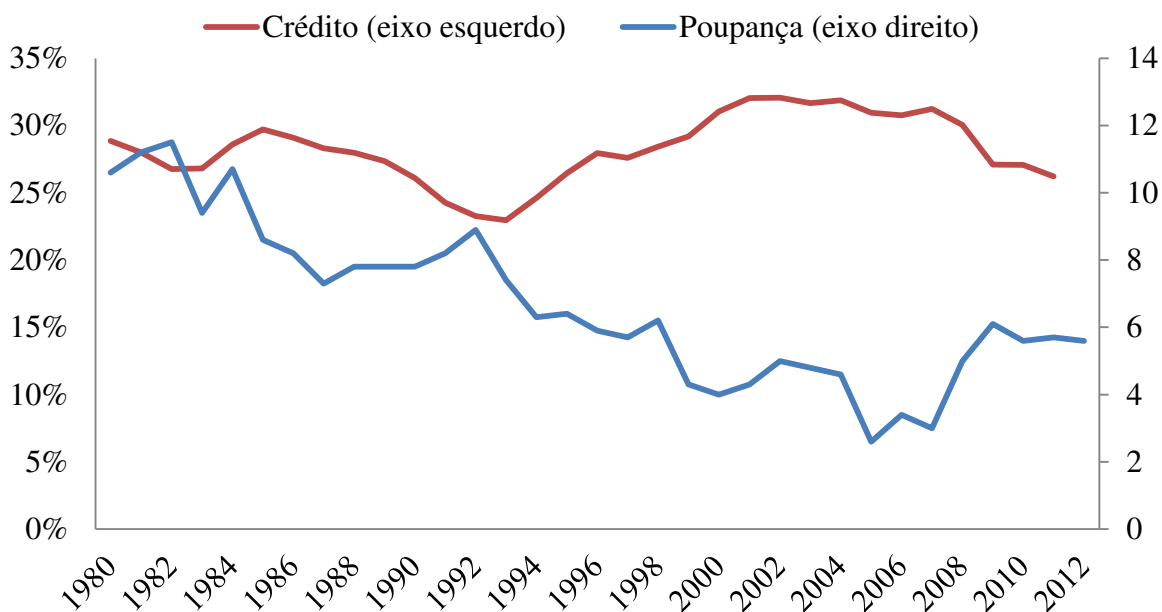
Fonte: elaboração própria com base nos dados do U.S. GPO - Tabela B77.

Além disso, se olharmos para o crédito ao consumidor como parcela da renda disponível (Gráfico 19), notaremos que a queda no crédito ao consumidor gerada no contexto da crise financeira de 2007-9 não foi desprezível como poderia parecer à primeira vista: reduziu em 5% sua participação na renda disponível de 2007 a 2012. Igualmente importante é o movimento oposto do crédito e da poupança em relação à renda disponível durante todo o período.

O crédito ao consumidor cresceu mais rapidamente do que a renda disponível em uma parte da década de 1980, 1982-85, e de 1993 a 2002, mantendo-se em um nível elevado, mais de 30% da renda disponível até a crise de 2007-9. A partir de então, começou a desacelerar, caindo para 27% em 2009 e 26% em 2011. Já a poupança pessoal cresceu menos do que a renda disponível na maior parte do período. Em 1982, a poupança representava 11,5% da renda disponível. Após esse pico, seguiu em queda de meados dos anos 1980 até meados dos anos 2000, atingindo o percentual baixíssimo de 2,6% da renda em 2005. Com a crise, a poupança voltou a crescer, subindo para os percentuais do final dos anos 1990 – situando-se em 5,6% da renda disponível em 2012. Os momentos em que a poupança se situou em níveis mais baixos

coincidiram com aqueles de maior disponibilidade do crédito. Em outras palavras, a possibilidade, apresentada às famílias, de recorrer ao crédito contribuiu para reduzir a propensão a poupar (Stockhammer, 2010).

Gráfico 19. Poupança e crédito ao consumidor em relação à renda disponível



Fonte: elaboração própria com base nos dados do GPO tabela B.77 e do BEA tabela 2.1.

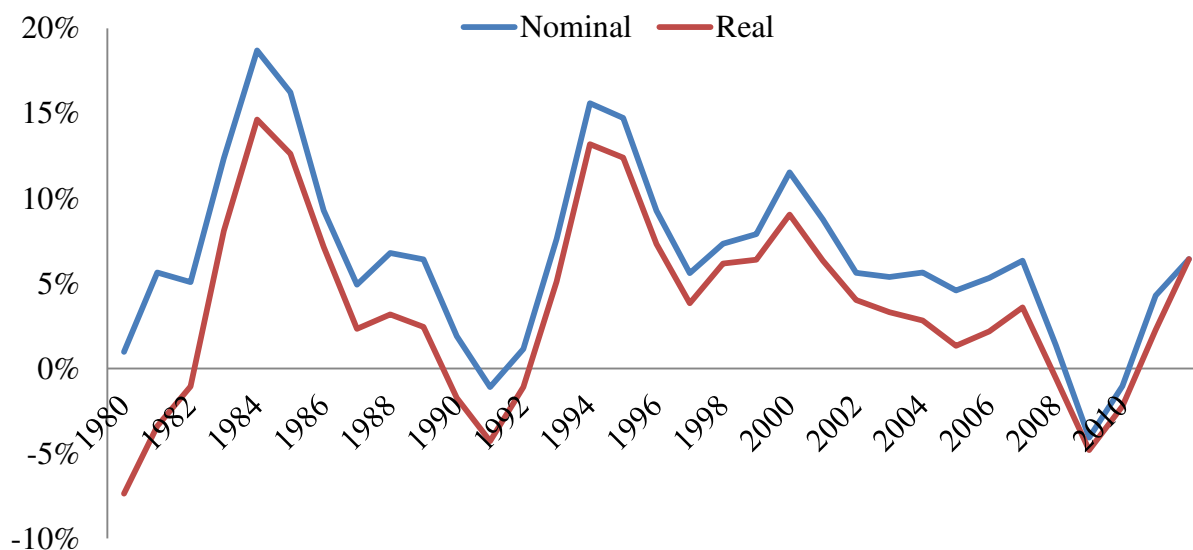
Contudo, apenas o estoque nominal do crédito ao consumidor e a sua proporção em relação à renda disponível não nos dão uma medida acurada acerca da situação do consumo nas décadas analisadas. O crédito ao consumidor, como se pode ver pelo Gráfico 20, teve seu maior crescimento em meados dos anos 1980. Mesmo descontando-se a inflação, o crescimento do crédito nessa década foi extremamente elevado – o que coincide com o começo da desregulamentação do setor bancário e financeiro nos Estados Unidos.

Devido à alta inflação, algumas divergências entre as taxas real e nominal são observadas: enquanto a taxa de crescimento nominal se mostrava positiva desde o começo da década, a taxa de crescimento real do crédito ao consumidor só se tornou positiva a partir de 1983. Curiosamente, o ano de 1983 é o que apresenta o maior pico de crescimento real do consumo, como visto no Gráfico 4 e no Gráfico 6, indicando a forte dependência do consumo em relação ao crédito nesse país.

Vale destacar aqui a divisão, feita por Cintra & Cagnin (2007), dos ciclos de ativos e crédito nos Estados Unidos em três movimentos de crescimento a partir da década de 1980. O primeiro ciclo teria ocorrido entre 1983 e 1991, o segundo entre 1992 e 2002 e o terceiro a partir de 2002 (que se encerrou na crise do mercado imobiliário a partir de 2007). Segundo os autores, a fase ascendente dos ciclos se caracteriza pela elevação do endividamento privado – tanto das firmas quanto das famílias – e por uma queda da dívida pública.

Após o declínio dos três primeiros anos da década de 1990, o crédito apresentou novo ciclo de expansão, um pouco mais suave do que aquele verificado nos anos 1980, e seguiu tendência de queda a partir de 1996 até a crise, com dois momentos de recuperação, 1998-2000 e 2005-2007. Os momentos de contração do crédito no período foram marcados por três triênios de crescimento negativo – 1980-82, 1990-92 e 2008-10 –, sendo que no último triênio as taxas de crescimento negativas foram respectivamente 0,6%, 4,8% e 2,2%.

Gráfico 20. Crescimento nominal e real do crédito ao consumidor



Fonte: elaboração própria com base nas tabelas B.77 (U.S. GPO), G19 (FRB) e tabela 1.1.9 (BEA).

Dado que a expansão do crédito durante um longo período, capaz de ampliar os gastos com consumo das famílias, expõe sua outra face por meio do endividamento e do fardo de dívidas crescentes (Hein & Van Treeck, 2008), é pertinente analisar o crescimento do endividamento e o seu impacto no balanço das famílias.

O crescimento da razão endividamento-renda disponível contribui para explicar porque o consumo cresceu durante o período a despeito da estagnação da renda (principalmente

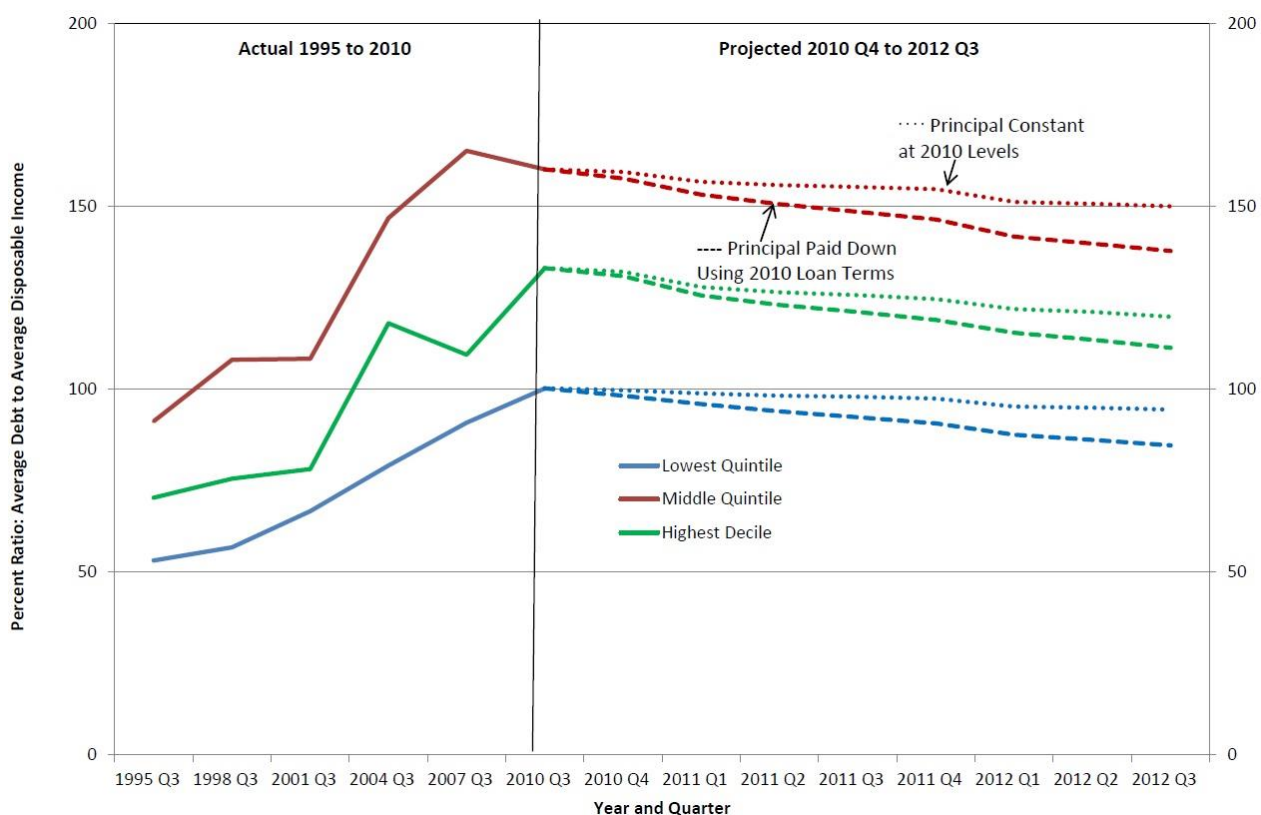
dos salários e das demais rendas do trabalho). Ademais, apenas o consumo oriundo diretamente da ampliação do patrimônio líquido não daria conta da ampliação generalizada do consumo em todos os estratos de renda e patrimônio.

Cintra & Cagnin (2007) ressaltam que a expansão dos mercados de crédito e de capitais tiveram como resultado o aumento do estoque de dívida total⁶² nos EUA. No final dos anos 1980, o estoque da dívida somava US\$ 4,7 trilhões, equivalendo a 169,3% do PIB. No segundo trimestre de 2007 esses valores já estavam em US\$ 46,6 trilhões e 338,6% do PIB, respectivamente. Dentro desses, o peso do endividamento mudou radicalmente do governo para as famílias e para as corporações. Nesse mesmo período, enquanto o patrimônio líquido das famílias cresceu, atingindo US\$57,8 trilhões, a poupança caiu de 10% da renda disponível em 1980 para 0,6% no segundo trimestre de 2007.

Quanto ao peso do endividamento nos estratos, a razão endividamento médio/renda disponível média (Gráfico 21) esclarece que o maior endividamento em relação à renda se deu nos estratos de classe média da população, seguido pelos 10% mais ricos e, em terceiro lugar, aparecem os 20% mais pobres: os menos endividados em relação à renda. Além disso, o fato de as razões dívida/renda relativas não terem mudado muito de 1995 até 2010 indica, segundo Moore et.al. (2013), que o endividamento crescente em relação à renda não se concentrou em uma parcela da distribuição de renda, mas atingiu todos os estratos.

⁶² Inclui o endividamento privado – corporações, setor financeiro e famílias –, o débito público total, federal, estadual e municipal e o passivo financeiro com o exterior.

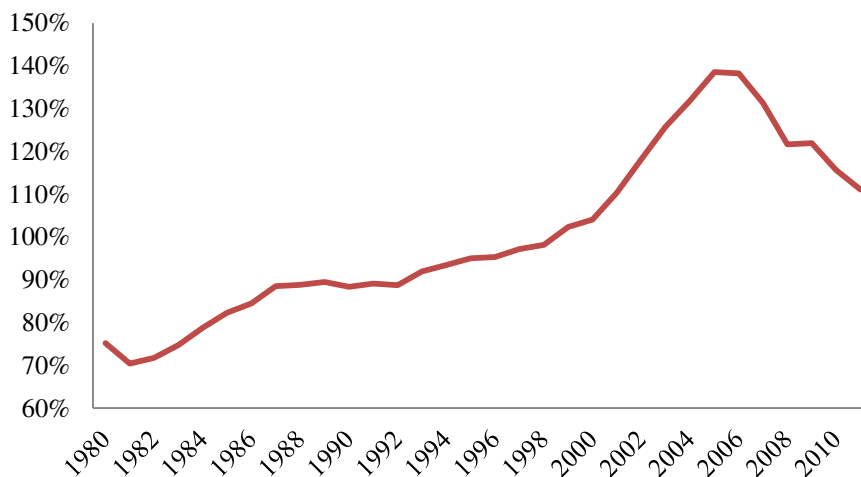
Gráfico 22. Razão dívida média/ renda média por grupo de renda



Fonte: Moore et.al. (2013).

Como se pode ver no Gráfico 23, o endividamento cresceu mais rapidamente do que a renda disponível do início do período considerado até 2007. É evidente que o ritmo de endividamento se acelerou nos anos 2000, o que culminou em uma razão endividamento-renda disponível de 138,3% em 2007. No pós-crise, em 2012, o endividamento diminuiu para 111% da renda disponível (percentual verificado pela última vez no início dos anos 2000), representando uma queda de 19,6% na razão dívida-renda.

Gráfico 23. Endividamento em relação à renda disponível



Fonte: elaboração própria com base nos dados do FFA tabelas F.7 e F.100.

As implicações da redução do endividamento no caso de uma economia com enormes níveis de gasto privado, como é o caso da economia dos Estados Unidos, podem ser resumidas nas palavras de Godley (2001):

Recent levels of private expenditure relative to income cannot be sustained unless the flow of net lending continues on at least its present scale, requiring a further rapid increase in indebtedness. The daunting implication is that aggregate demand will fall if the growth of debt merely slows. If the level of indebtedness were to fall, implying that debts are actually being repaid, the effect on aggregate demand would be even larger (...) (Godley, 2001, p.1).

Considerando-se que a queda na razão endividamento-renda disponível foi mais acentuada do que a queda na razão consumo-renda disponível (que exclui o setor imobiliário ou *real estate*) no pós-crise, cabe investigar o que levou à redução mais intensa do endividamento. As evidências da crise apontam que boa parte do ‘desendividamento’ (forçado) das famílias está estreitamente ligado ao setor imobiliário: à perda de valor dos imóveis e à execução das hipotecas. Isso indica que a retração do endividamento decorrente da crise financeira afetou mais profundamente o financiamento do consumo de bens duráveis.

Segundo reportagem da *Time*⁶³, a maior parte da desalavancagem das famílias no pós-crise se deveu à declaração de falência ou default e apenas uma minoria corresponderia à desalavancagem voluntária. Uma das consequências do default para as famílias, de acordo com

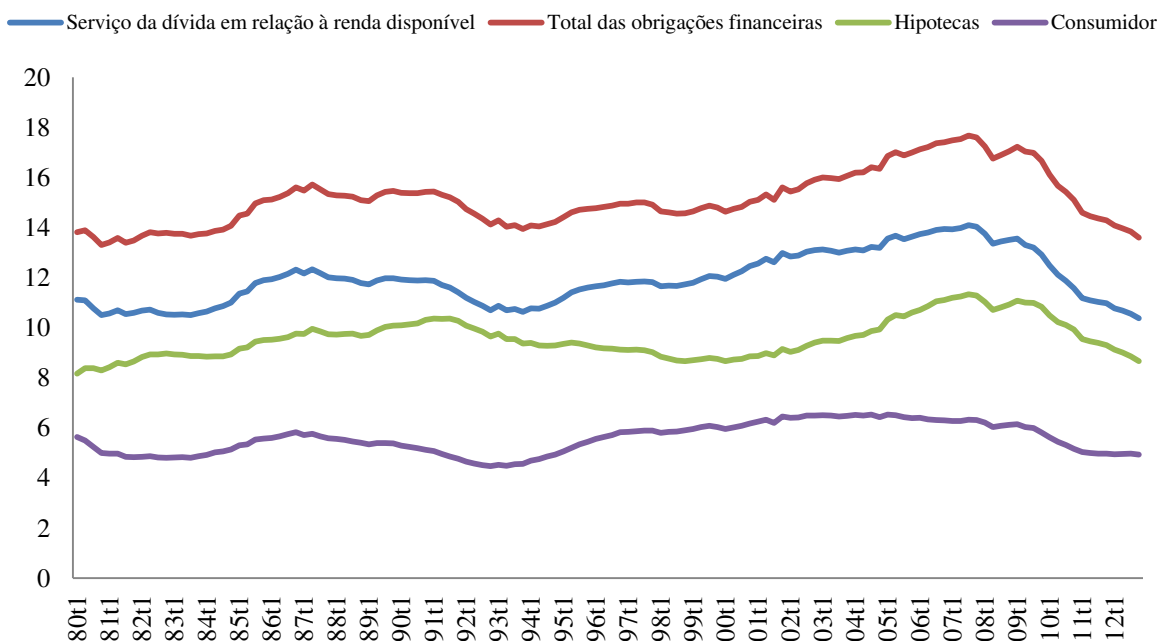
63 Household Debt Has Fallen to 2006 Levels, But Not Because We've Grown More Frugal, 19/10/2012. Disponível em: <http://business.time.com/2012/10/19/household-debt-has-fallen-to-2006-levels-but-not-because-were-more-frugal>.

Dynan (2011), é que seu acesso futuro ao crédito fica restringido, porém as dívidas somem dos seus balanços – portanto, reduzindo a relação dívida/renda.

Essa redução da relação endividamento-renda disponível é confirmada pelo aumento da razão poupança-renda disponível (Gráfico 19) e pela redução do serviço da dívida – hipotecas e crédito ao consumidor – em relação à renda disponível (Gráfico 24) no pós-crise. O serviço da dívida apresentou tendência crescente até a crise de 2007-9, com exceção do período 1988 a 1994.

No terceiro trimestre de 2007, o serviço da dívida (linha azul) atingiu seu máximo como proporção da renda disponível no período analisado (14%). Em 2012, o serviço da dívida continuava comprometendo parcela relevante da renda disponível, em torno de 10%. O total das obrigações financeiras – que inclui pagamentos de empréstimos de automóveis, pagamento de aluguéis, seguros de proprietários e pagamentos de impostos sobre propriedade, além do crédito ao consumidor e das hipotecas que compõem o serviço da dívida – ainda somava, como proporção da renda disponível, 13,6% em 2012.

Gráfico 24. Serviço da dívida e obrigações financeiras em relação à renda disponível

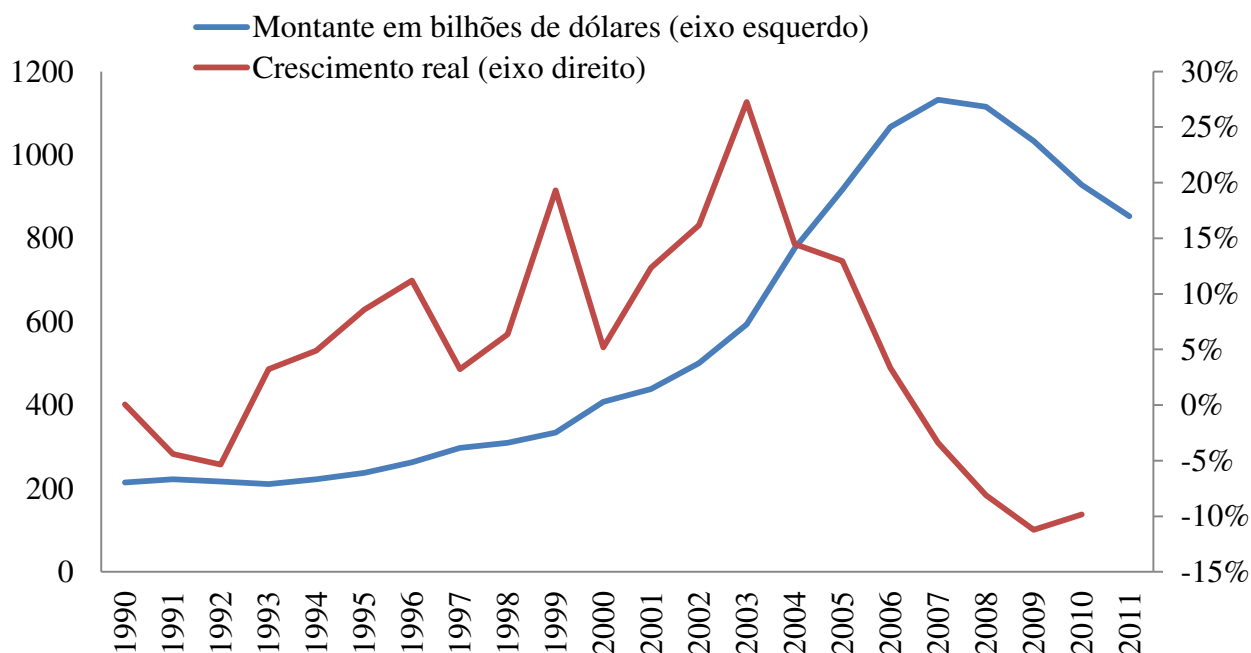


Fonte: elaboração própria com base nos dados do *Board of Governors of Federal Reserve System Releases*.

Uma forma de verificar o abalo, imposto pela crise, da fonte de consumo baseada na valorização dos ativos imobiliários, é analisar o crescimento dos empréstimos feitos com base nesses ativos e utilizados para o consumo de bens duráveis: os chamados *Home Equity Loans* (ou *Home Equity Lines of Credit*). Esses empréstimos surgiram em meados dos anos 1980 e cresceram a partir dos anos 1990 (não existem dados disponíveis para anos anteriores a esse), tornando-se significativos durante os anos 2000 (Barba & Pivetti, 2009).

O Gráfico 25 revela que o estoque desse tipo de empréstimo se ampliou de forma mais acelerada na década de 2000 e teve como ápice o ano de 2007 – 1,13 trilhões de dólares. Quando nos concentramos na evolução real dos *Home Equity Loans*, percebemos que seu crescimento mais forte também se deu nos anos 2000, atingindo seu auge em 2004, quando avançou 27,3%. A partir de então, essa modalidade de empréstimo entrou em queda livre, apresentando sua maior retração no ano de 2010 (-11,2 %).

Gráfico 25. Crescimento dos *Home Equity Loans*



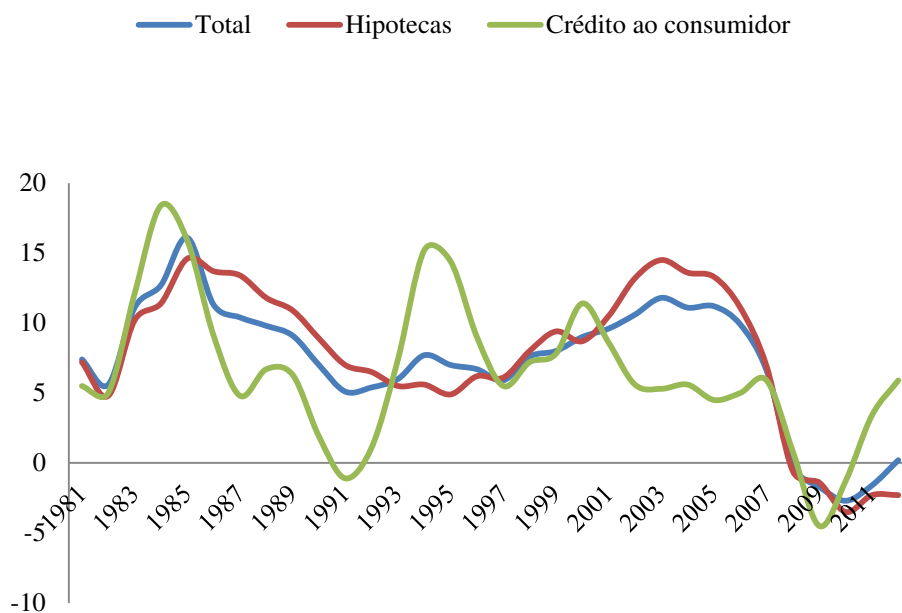
Fonte: elaboração própria com base nos dados da tabela L.218 do FFA.

Dado que temos duas fontes principais de endividamento influenciando o consumo pessoal, é interessante analisar o crescimento do endividamento comparativamente – no ramo das

hipotecas e no crédito ao consumidor. No Gráfico 26, os ciclos de crédito da economia norte-americana, destacados por Cintra & Cagnin (2007), ficam aparentes. O terceiro ciclo de crédito (que se iniciou em 2002) se encerrou em 2007 e um novo ciclo pode estar se iniciando a partir de 2012.

Entre 2002 e 2007, nota-se uma compensação do menor crescimento do endividamento do crédito ao consumidor pelo endividamento do crédito relacionado às hipotecas, situação que se inverteu no período pós-crise. Nos ciclos anteriores, esses mesmos movimentos ocorreram também, respectivamente, entre 1986 e 1993 (compensação) e entre 1993 e 1997 (inversão). Os períodos em que o crescimento do endividamento do crédito ao consumidor superou o crescimento do endividamento hipotecário tiveram menor duração – de 1983 a 1985; e de 1993 a 1997 – mostrando que os ciclos de crédito ao consumidor são mais breves que os ciclos de crédito do setor imobiliário. O ciclo que se inicia tem a característica dos ciclos curtos em que o crescimento do endividamento do crédito ao consumidor supera o endividamento do setor imobiliário.

Gráfico 26. Taxa de variação do endividamento no mercado de crédito

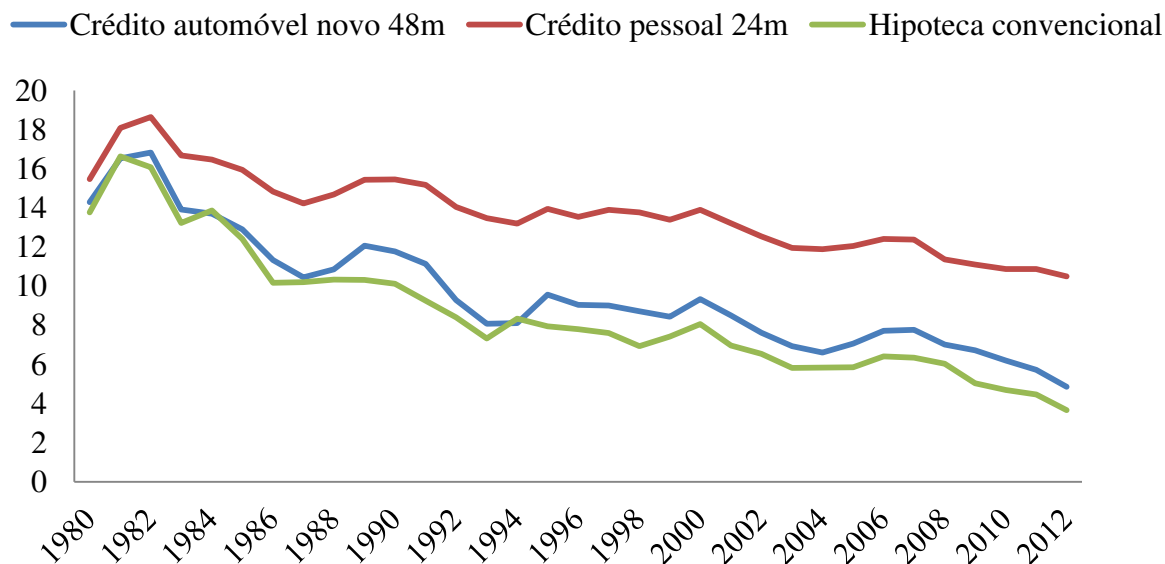


Fonte: Elaboração própria com base nos dados do FFA.

Isso indica que quando as condições no mercado de crédito de um setor estão ruins – juros muito elevados, por exemplo – as famílias recorrem ao crédito em outro setor, diminuindo seu estoque de dívida nesse setor, assim como os bancos também influenciam esse redirecionamento e exploram o movimento de demanda por crédito. As taxas de juros do crédito ao consumidor são conhecidas por serem elevadas, logo, como se viu no capítulo anterior, as inovações financeiras permitiram que os recursos levantados por meio de empréstimos imobiliários fossem utilizados para consumir, carregando as hipotecas taxas de juros – antes do estouro da bolha – mais vantajosas que as taxas pagas nos empréstimos tradicionais ao consumidor, e afetavam as condições de oferta. Valia a pena deslocar o endividamento para esse setor (Wray, 2009; Cynamon & Fazzari, 2008).

Essa questão fica evidente quando comparamos a taxa de juros das hipotecas convencionais⁶⁴ e algumas taxas de crédito ao consumidor dos bancos comerciais – crédito de 48 meses para aquisição de veículo novo e crédito pessoal de 24 meses (Gráfico 27).

Gráfico 27. Taxas dos bancos comerciais e das hipotecas convencionais



Fonte: elaboração própria com base nos dados do *Board of Governors of Federal Reserve System releases*.

⁶⁴ Taxa de juros de contrato em compromissos de primeira hipoteca com taxa fixa.

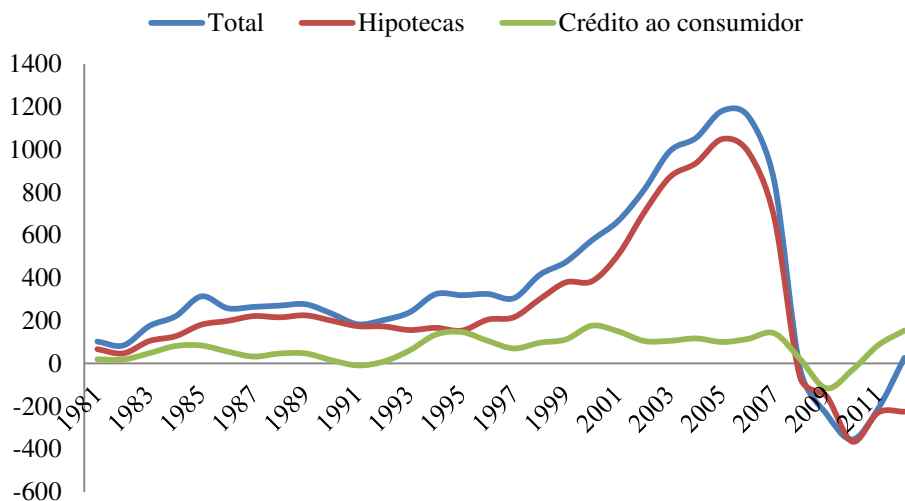
A taxa de juros das hipotecas convencionais, no início dos anos 1980, chegou a mais de 16%. Já um pouco antes da crise, em 2006, essa taxa estava em torno de 6%, representando uma queda de 62,5% durante o período em questão. As taxas dos bancos comerciais destinadas ao crédito ao consumidor também apresentaram queda significativa desde os anos 1980. A taxa de juros do crédito de 48 meses caiu em torno de 56% e a taxa de 24 meses caiu aproximadamente 31,5% até 2006, situando-se respectivamente em torno de 7,5% e 12,5% neste ano. Apesar de relevante, a queda nas taxas do crédito ao consumidor dos bancos comerciais não se deu na mesma magnitude da queda da taxa das hipotecas convencionais⁶⁵. Além disso, é crucial considerar que os empréstimos hipotecários têm prazo maior, a quantia obtida de uma vez é superior àquela do crédito ao consumidor e as garantias são distintas. Essa associação entre taxas baixas e quantias elevadas facilita a compreensão do porque as famílias recorriam a esse tipo de empréstimo para consumir.

Em 2012, têm-se as três taxas mencionadas em níveis baixíssimos. A taxa de juros das hipotecas ficou abaixo de 4% enquanto as taxas dos bancos comerciais – de 48 meses e 24 meses – estavam ao redor de 5% e 10%. Tais dados, juntamente com as taxas de juros referenciais da economia norte-americana, demonstram a tentativa de conter a crise via política monetária expansionista, por meio de juros deprimidos.

Quanto aos fluxos de empréstimos, no Gráfico 28, percebe-se que até o segundo ciclo de crédito (1992-2002), os fluxos de empréstimos ao consumidor e de empréstimos do ramo de hipotecas andavam lado a lado. A partir do terceiro ciclo ocorre um descolamento desses fluxos, o volume emprestado no setor imobiliário cresceu exponencialmente, atingindo seu ápice em 2005, quando o fluxo de empréstimos chegou a 1.048,7 bilhões de dólares.

⁶⁵ As taxas para todas as quantias de cartão de crédito não estão disponíveis para todo o período em questão. O primeiro ano em que as taxas de juros dos cartões de crédito está disponível no Fed System é 1994, quando estava em torno de 16%. No último trimestre de 2012, essa taxa estava em 12%. De qualquer forma, as taxas dos cartões de crédito também são mais elevadas que as taxas dos empréstimos dos bancos comerciais e, conseqüentemente, mais elevadas do que as taxas do setor imobiliário.

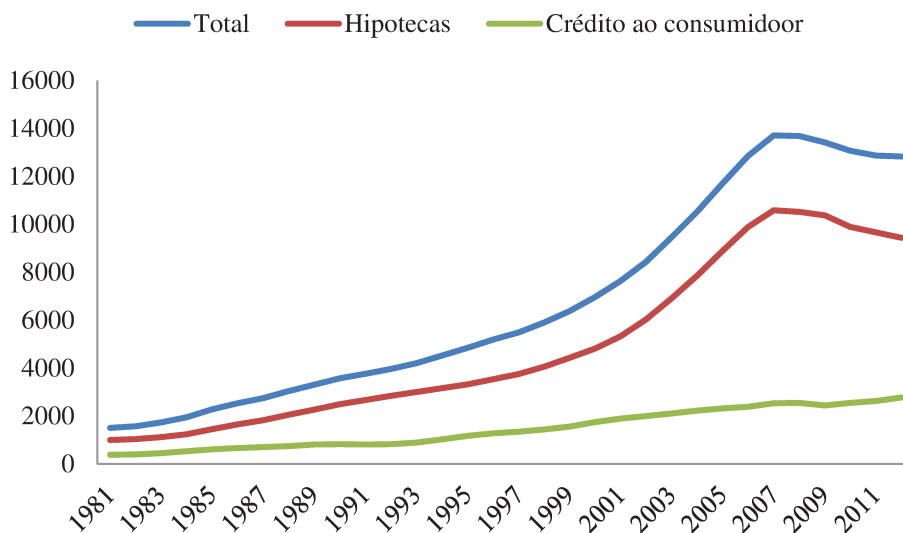
Gráfico 28. Fluxo de empréstimos no mercado de crédito (bilhões de dólares)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da tabela F.100 do FFA.

Em meio à crise e ao estouro da bolha imobiliária, tem-se, pela primeira vez em mais de 30 anos, um fluxo de empréstimos destinado ao crédito ao consumidor superior ao fluxo do mercado hipotecário. Nem mesmo nos períodos em que o crescimento do endividamento do crédito ao consumidor superava o das hipotecas, o volume emprestado era maior. Em 1995, quando os fluxos de empréstimo estiveram mais próximos, o volume emprestado no setor das hipotecas foi de 153,6 bilhões de dólares, enquanto o volume emprestado do crédito ao consumidor foi de 147 bilhões de dólares. Em 2012, enquanto os fluxos de empréstimos no ramo das hipotecas continuavam retraídos, somando 225,2 bilhões de dólares negativos, os fluxos do crédito ao consumidor já somavam 153,8 bilhões de dólares.

Gráfico 29. Dívida em circulação no mercado de crédito (bilhões de dólares)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do FFA.

A discrepância entre o crédito ao consumidor e o crédito do mercado hipotecário durante o período analisado também fica evidente quando se considera a dívida em circulação no mercado de crédito (Gráfico 29). Enquanto as dívidas do crédito ao consumidor cresceram de maneira mais suave, mais linear durante todo o período, o estoque de dívida do setor hipotecário cresceu mais rapidamente durante os anos 2000, teve seu ápice logo antes da crise, em 2007, e declinou a partir de 2008.

No que tange ao período específico da crise, podemos observar ainda as alterações ocorridas na distribuição do crédito ao consumidor de acordo com os detentores do estoque. Na Tabela 4, é nítida a mudança na participação das instituições, com destaque para o papel do governo. Boa parte do estoque de crédito em circulação no mercado de crédito volta a ser enquadrado nos balanços dos bancos comerciais, realizado por eles e pelas demais instituições depositárias.

Tabela 4. Crédito ao consumidor em circulação						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Mudança percentual anual	5,8	0,8	-4,4	-0,7	3,7	5,9
Rotativo	8,1	0,2	-8,8	-7,6	0,2	0,4
Não rotativo	4,4	1,2	-1,5	3,4	5,5	8,5
Volume total (US\$ bi)	2.522,5	2.525,9	2.420,2	2.522,2	2.615,7	2.768,2
Rotativo	941,9	1.005,2	917,2	840,7	842,5	845,5
Não rotativo	1.580,7	1520,7	1.503	1.681,5	1.773,2	1.922,4
Maiores detentores (US\$ bi)						
Instituições depositárias ⁶⁶	892,2	965	906,3	1.185,5	1.192,6	1.218,6
Companhias financeiras	584,1	554,3	471,9	705	688	680,8
Uniãos de crédito	235,7	236,2	237,1	226,5	223	243,6
Governo federal	98,4	104,3	178,6	308,8	417,4	526,8
Negócios não financeiros	58,6	48,9	45	46,2	48,5	48,5
Conjuntos de ativos securitizados	683,7	610,2	572,5	50,3	46,2	49,9

Fonte: adaptação do *Federal Reserve statistical release G19*, 2012.

Se em 2007, tinha-se boa parte desse crédito no conjunto de ativos securitizados, em 2012 restavam apenas 7,3 % do valor de 2007 sob essa rubrica. Quando se atenta para a participação do conjunto de ativos securitizados em relação ao total do respectivo ano, a diferença pré e pós-crise é ainda mais gritante. Enquanto em 2007 esses ativos representavam 27,1% do total dos estoques de crédito ao consumidor, em 2012 eles representaram apenas 1,8%.

Isso reflete a grande quantidade do crédito que se encaixava nas operações fora de balanço dessas instituições. A importância do papel do governo como provedor de crédito no contexto de crise também é marcante – aumentando sua participação no estoque do crédito ao consumidor em quase 500% de 2007 a 2012⁶⁷.

Essa tabela corrobora a divisão dos ciclos de ativos e crédito feita por Cintra & Cagnin (2007), dado que no contexto de reversão cíclica, o governo expandiu seus gastos, de modo a amenizar a queda na renda disponível das famílias. O governo, visto como detentor do

⁶⁶ Bancos comerciais e instituições de poupança.

⁶⁷ Em 2007, o governo representava 3,9% do total do estoque do crédito ao consumidor, já em 2012 esse percentual ficou em torno de 19%.

crédito ao consumidor, parece se referir às compras de ativos securitizados das instituições financeiras, muitos deles referentes ao consumo.

Bibow (2010) atenta para o fato de que a profundidade da queda dos gastos nos EUA, parcialmente compensada pelos gastos do governo e pelas exportações líquidas, deveria nos alertar sobre a insustentabilidade dos desenvolvimentos na economia desse país. Mas, de acordo com o próprio autor, as perdas de capital sofridas entre 2007 e 2008 deixaram a riqueza líquida apenas levemente abaixo da média de longo prazo, já mostrando recuperação em 2009 (Gráfico 11). Da mesma forma, o consumo não mostra uma queda efetiva, apenas taxas de crescimento menores devido à crise (Gráfico 4).

Farhi (2012) sugere que, com as condições atuais de recuperação do crédito ao consumidor, apesar de o crédito hipotecário se manter baixo, as atenções deveriam se voltar para o *Shadow Banking System* – no sentido de evitar a interligação das dimensões desse sistema com o sistema bancário regulado.

Analisando-se conjuntamente a expansão dos gastos do governo, o seu papel como provedor de crédito ao consumidor e a redução do endividamento das famílias no pós-crise, pode-se notar que o ajuste das famílias – a sua desalavancagem – está ocorrendo à custa da expansão dos gastos do governo, implicando um aumento do seu endividamento. Pois ao mesmo tempo em que é necessário que as famílias recomponham seus passivos, os gastos com consumo precisam ser mantidos num grau razoável para evitar uma recessão ainda maior⁶⁸. Logo, com os baixos níveis de investimentos, de gastos privados, quem arca com o ônus da crise é o Estado.

68 Foi o que aconteceu nos Estados Unidos com a redução das taxas de juros entre 2001 e 2004. Isso permitiu que se mantivesse o nível de endividamento público e o aumento do déficit público, favorecendo a recomposição dos portfólios dos agentes privados. A partir disso, os gastos com consumo, essenciais para a recuperação, foram preservados. Soma-se a isso a ampliação do endividamento das famílias que reforçou o consumo. Dito de outra forma, enquanto as famílias mantinham sua capacidade de alavancagem intacta em meio à desaceleração econômica, as firmas reduziam rapidamente o seu endividamento (Cintra & Cagnin, 2007).

Quadro 2. A crise e a abordagem dos balanços macroeconômicos

A explicação para a participação do Estado na crise pode ser encontrada na abordagem introduzida por Godley e voltada para o caso norte-americano em muitos dos seus trabalhos publicados pelo *Levy Economics Institute*. A análise proposta por Godley, Izurieta & Zezza (2004) se baseia na evolução dos balanços financeiros dos três maiores setores da economia: governo, agentes privados e contas externas. Seguindo a lógica da contabilidade, a soma desses balanços deve ser igual à zero, de acordo com a seguinte identidade: $S_p = D_g + BP$, onde S_p representa a poupança privada; D_g , o déficit do governo; e BP , o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos.

A partir da construção de modelos que tem por trás essa identidade macroeconômica, Godley, Izurieta & Zezza (2004) já indicavam a insustentabilidade no médio prazo dos três déficits simultâneos no início dos anos 2000 – setor externo, setor privado e governo. Em artigo mais recente, Godley et. al. (2007) também mostraram que, nos anos 1990, a subtração de quantidades crescentes da demanda agregada gerada pela deterioração da conta corrente (sendo que o aumento anterior da demanda agregada é que contribui para a deterioração da conta corrente) e pela desaceleração nos gastos do governo foi compensada pelos gastos privados que aumentaram mais rapidamente que a renda até que a poupança atingisse níveis baixíssimos historicamente – enquanto, paralelamente, os empréstimos e o endividamento aumentavam também a patamares recordes.

Os gastos privados sem contrapartida chegariam a um limite a partir do qual seriam revertidos, o que implicava que uma política fiscal contracionista seria errônea no final da década de 1990 – segundo a sugestão dos autores à época. Essa previsão se mostrou acurada, dado que, na recessão do começo dos anos 2000, tornou-se necessária a expansão do déficit orçamentário como forma de compensar a queda dos gastos em relação à renda (Godley et.al., 2007).

O que pudemos observar na crise de 2007-9 e que se encaixa na análise dos autores acima é que, para compensar a queda dos gastos do consumidor, o governo precisou expandir seus gastos. A expansão dos gastos do governo poderia ser minimizada se houvesse expansão das exportações líquidas do país, o que se verificou apenas durante breve período durante e após a crise. Da mesma forma que a conta corrente voltou a se deteriorar após a crise de 2007-9, os gastos com consumo e investimento governamentais também retornaram à sua tendência contracionista entre 2010 e 2012¹. Tendo isso em vista e considerando a identidade macroeconômica acima, poder-se-ia inferir que o crescimento americano dependerá do crescimento medíocre do consumo e do crescimento do investimento – que girou em torno de 7% em 2011 e 2012, taxa de crescimento verificada na década de 2000 apenas às vésperas da crise (2005 e 2006), mas ainda abaixo do crescimento do investimento durante os anos 1990 (BEA, tabela 1.1.1) – e que a poupança somente poderá permanecer em níveis baixos.

3.4. Observações finais do capítulo

A análise do consumo pessoal não pode se basear apenas na renda. Isso já havia sido constatado por Keynes nos anos 1930 e foi reforçado por Minsky em meados dos anos 1970. Logo, a expansão do consumo e as alterações das suas características envolvem, além da renda disponível, tanto os elementos tradicionalmente discutidos pelas teorias do consumo na metade do século passado, quanto os elementos já presentes naquele momento, mas que apresentaram desenvolvimentos mais acentuados no último quarto de século: a valorização de ativos e o endividamento.

Dado que o consumo depende principalmente da renda, quais as alterações significativas que os dados mostraram? Os dados confirmam que a riqueza financeira e o endividamento contribuíram para expandir o consumo para além do que seria possível apenas com base na renda disponível, especialmente com base nos salários. O crédito ao consumidor foi fundamental para dar sobrevida ao consumo após a década de 1980. Com isso já estava posta a possibilidade, levantada por Minsky, de que o consumo pudesse funcionar como variável pró-cíclica no sistema devido ao crédito, ao financiamento externo à renda.

Porém, apenas o crédito ao consumidor tradicional não teria peso suficiente para manter o consumo nos patamares elevados das últimas duas décadas até a crise. Para isso, o crédito no mercado imobiliário, especialmente o crédito hipotecário, adquiriu função-chave. O endividamento nesse setor transformou o que, antes das inovações financeiras, seria apenas a riqueza ilíquida e intangível das variações nos preços dos ativos, em capacidade de gasto generalizada – atingindo não somente as famílias ricas, mas quase a totalidade das famílias estadunidenses, que passaram a ter acesso ao crédito.

Os recursos levantados por meio das linhas de crédito, que tinham imóveis como garantia, foram utilizados para o consumo de bens duráveis. O consumo desses bens mais dependentes do crédito mostra crescimento bastante volátil e, visivelmente, foi o mais afetado pelas crises financeiras. Na crise de 2007-9, verificou-se o maior impacto dos últimos 30 anos sobre esse tipo de consumo. Isso sinaliza que as inovações no ramo imobiliário impulsionaram o consumo de bens duráveis nos anos 2000, apesar de já terem apresentado um ciclo de expansão forte nos anos 1990. Com a crise de 2007-9, houve retração generalizada do crédito no país, o

que atingiu as duas fontes de financiamento desses bens: o crédito tradicional ao consumidor e o crédito a partir das inovações financeiras, centrado nas hipotecas e que pode ser exemplificado pelos *Home Equity Loans*.

Observou-se ainda que o desendividamento das famílias ocasionado pela crise financeira de 2007-9 foi na sua maior parte um desendividamento forçado, causado pela declaração de *default* e pela entrega dos imóveis que não eram mais capazes de pagar. Portanto, é possível inferir que não houve mudança no padrão de endividamento das famílias. Houve, sim, o encerramento de um ciclo de consumo em que abundavam as alternativas de crédito.

Dentro dos termos abordados aqui, pode-se dizer que o consumo nos Estados Unidos não escapa ao processo de financeirização. O consumo apresentou vários lapsos de descolamento da renda disponível e caiu mais do que a renda na crise financeira do final dos anos 2000. Os picos de expansão do consumo coincidiram com os picos de expansão da oferta de crédito ao consumidor e o endividamento com base nas inovações financeiras foi utilizado em larga escala para expandir os gastos das famílias.

A análise do capítulo três ainda evidencia o princípio minskyiano de *debt-cash flows* estendido às famílias e ao consumo, pois os dados mostram que o serviço da dívida tem peso significativo na renda das famílias (mais de 10% da renda) e que as famílias financiam parte importante do seu consumo via endividamento.

Por fim, o cenário, contemplado na análise de Minsky, em que o consumo pode ser desestabilizador foi explicitado a partir da crise financeira de 2007-9. Quando o endividamento excessivo utilizado para consumir se desdobra na deterioração dos balanços das famílias (o descasamento entre ativos e passivos) e desencadeia uma crise na economia, restam poucas dúvidas sobre a capacidade de o consumo aumentar a fragilidade financeira do sistema econômico nas condições dadas.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O consumo pessoal, mais do que os demais componentes de gasto da demanda agregada, é extremamente dependente de fatores sociais, culturais e psicológicos. Isso certamente dificulta a sua análise unicamente no plano macroeconômico. As motivações para consumir mudam de um estrato de renda para outro, de um grupo de indivíduos para outro, quem dirá então de um país para outro. Assim como as alterações espaciais são significativas, as modificações temporais também se mostram expressivas. Aquilo que não afetava de forma importante o consumo há meio século já não pode ser desprezado – é o que nos mostra o caso dos Estados Unidos.

No primeiro capítulo dessa dissertação foram revisadas as principais teorias do consumo. No trabalho de Keynes, as ideias mais relevantes para analisar o consumo, no caso estadunidense, são os efeitos dos ganhos de capital inesperados sobre o consumo das famílias mais ricas, a exposição da ideia de efeito riqueza, além de todos os fatores objetivos e subjetivos capazes de alterar a propensão a consumir, como: mudanças institucionais, alterações dos juros e medidas do governo. O crédito, pelo menos na *Teoria Geral*, não é levado em consideração no que tange as famílias, mas já estava presente na sua análise econômica; Friedman e Modigliani incorporaram nas suas funções consumo a riqueza das famílias. Obviamente, essa incorporação se dá dentro dos pressupostos adotados que incluíam, por exemplo, o acúmulo de poupança ao longo da vida e a perfeição dos mercados de capitais. A riqueza foi um fator importante, como se viu, para o consumo das famílias americanas.

Outro fator importante, considerado por Duesenberry, é a questão da distribuição pessoal de renda e a posição relativa do indivíduo nessa distribuição – a comparação social numa sociedade de consumo de massas certamente cumpriu seu papel, pelo lado da demanda, para expandir o consumo. Kalecki, por sua vez, analisou a distribuição funcional da renda, explicitando as diferentes propensões a consumir a partir das rendas dos fatores. Nos Estados Unidos, tanto a propensão a consumir a partir dos lucros quanto a partir dos salários é elevada. Por fim, Minsky atentou para um fato que se viu nesse país entre 1980 e a crise de 2007-9: o consumo baseado no endividamento crescente pode elevar a fragilidade financeira. Além disso, esse autor considerava as restrições impostas aos agentes pela tomada de crédito como influentes nas suas decisões de gastos, o que incluía as famílias. Ou seja, a abordagem do crédito e do

financiamento do consumo externo à renda aqui é diferente daquela proposta pelos monetaristas e se encaixa no contexto estudado.

A partir do capítulo dois, torna-se mais evidente que a institucionalidade formada a partir do pós-II Guerra Mundial na economia americana erigiu os alicerces necessários para a expansão do consumo. Dentro dessa institucionalidade estão fatores como a estagnação do crescimento dos salários, a polêmica influência do efeito riqueza sobre o consumo das famílias, a desregulamentação dos anos 1980, as inovações financeiras, a política monetária do *Fed* e seu efeito sobre as inovações e a posição que os Estados Unidos ocupam na economia internacional. As inovações financeiras ampliaram a capacidade de empréstimo das famílias, tornaram ativos ilíquidos em ativos líquidos, dinamizaram o consumo de maneira sem precedentes. Porém, a contrapartida dessa expansão foi o endividamento crescente, o fardo de dívidas no balanço das famílias, que veio à tona com a crise financeira de 2007-9. A mágica do crescimento puxado pelo consumo mostrou-se um truque barato, mas poderoso, usado para mascarar a desigualdade crescente de renda e alimentar as bolhas de ativos, assim como era alimentado por elas.

Com base nos dados expostos no capítulo três, suspeita-se que a queda no consumo financeirizado só não foi maior devido ao *quantitative easing* do *Fed* que levou a uma rápida recuperação nos preços das ações. Dado que as ações são um componente importante do ativo das famílias, poder-se-ia esperar a retomada do crescimento do consumo a taxas mais elevadas num futuro não tão distante. Outro requisito necessário a isso, a expansão do crédito ao consumidor, já se dá às taxas verificadas no início da década de 1990, período de grande crescimento do consumo. Vale ainda ressaltar que o crescimento do investimento não tem sido tão medíocre assim – sua taxa de crescimento real foi de 9,5% em 2012 –, resta saber se esse crescimento é sustentável a médio prazo. Na falta dos investimentos aos níveis necessários, a formação de uma nova bolha na economia pode não ser o cenário desejável, mas é, sim, palpável.

Dessa forma, as lições que ficam do caso estadunidense são as seguintes: o consumo pode funcionar como motor ativo de expansão dos gastos, pode puxar o crescimento – o que não significa que o crescimento puxado pelo consumo não possa e não deva ser acompanhado da expansão dos investimentos na economia; a relação do consumo com as distribuições de renda pessoal e funcional está longe de ser algo trivial; e o consumo, baseado numa estrutura de financiamento Ponzi, pode ser o vilão da história. Por fim, é essencial frisar que, como objeto de

estudo, o consumo ainda é um campo relativamente pouco explorado, com questões que merecem ser investigadas e esclarecidas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGLIETTA, M. **Macroeconomia financeira**: 1. mercado financeiro, crescimento e ciclos. Edições Loyola, São Paulo, Brasil, 2004.

AGLIETTA, M. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. **Economy and Society**, 29:1, 146-159, 2000.

BARBA, A.; PIVETTI, M. Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications – a long-period analysis. **Cambridge Journal of Economics**, 33, pp.113-137,2009.

BERNANKE, B. **Global imbalances**: recent developments and prospects, Bundesbank lecture, September 11, 2007.

BORIO, C.; DISYATAT, P. **Global imbalances and the financial crisis**: Link or no link? Bank of International Settlements, BIS Working Papers n. 346, Maio 2011.

BHADURI, A.; LASKI, K.; RIESE, M. A Model of Interaction between the Virtual and the Real Economy. **Metroeconomica**, Vol.57, No.3, pp. 412-427, July 2006.

BIBOW, J. **Financialization of the U.S. household sector**: The “subprime mortgage crisis” in the U.S. and global perspective. Survey by order of Macroeconomic Policy Institute (IMK) in the Hans-Boeckler-Foundation. Dusseldorf, June 2010.

BLECKER, R. Distribution, demand and growth in neo-kaleckian macro-models. In: **The Economics of Demand-led Growth**: challenging the Supply-side Vision of the Long Run. Edward Elgar: Cheltenham, UK, 2002.

BOYER, R. Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis, **Economy and Society**, 29: 1, 111-145, 2000.

BRAGA, J. **Temporalidade da riqueza**: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Tese de doutorado. Instituto de economia, UNICAMP, Campinas/ SP, 2000.

BROWN, C. **Inequality, consumer credit and the saving puzzle**. Edward Elgar: Cheltenham, UK, 2008.

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*, dados disponíveis em: <http://www.bea.gov>.

CARVALHO, F. C. **Mr. Keynes and the Post Keynesians** - Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy. Aldershot: Elgar, 1992.

CINTRA, M.A. **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos**: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995). Tese de doutorado. Instituto de economia, UNICAMP, Campinas/SP, 1997.

CINTRA, M.A.; CAGNIN, R. Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, crédito e investimento da economia americana após 1982. **Novos estudos**, 79, novembro 2007.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. “Financeirização” da Riqueza, Inflação de Ativos e Decisões de Gasto em Economias Abertas. **Economia e Sociedade**, 11: p.137-150, 1998.

CYNAMON, B.; FAZZARI, S. Household Debt in the Consumer Age: Source of Growth- Risk of Collapse. **Capitalism and Society**, volume 3, issue 2, Article 3, 2008.

CYNAMON, B.; FAZZARI, S. The end of Consumer Age. In: CYNAMON, B.; FAZZARI, S.; SETTERFIELD, M. **After the great recession: the struggle for economic recovery and growth**. Cambridge University Press, 2013.

CYNAMON, B.; FAZZARI, S.; SETTERFIELD, M. Understanding the Great Recession. In: CYNAMON, B.; FAZZARI, S.; SETTERFIELD, M. **After the great recession: the struggle for economic recovery and growth**. Cambridge University Press, 2013.

CYNAMON, B.; FAZZARI, S.; SETTERFIELD, M. Demand, Finance and Uncertainty Beyond the Great Recession. In: CYNAMON, B.; FAZZARI, S.; SETTERFIELD, M. **After the great recession: the struggle for economic recovery and growth**. Cambridge University Press, 2013.

DEQUECH, D. Financial conventions in Keynes’ theory: the stock exchange. **Journal of Post Keynesian Economics**, Spring 2011, Vol. 33, No. 3, 2011.

DYNAN, K. & KOHN, D. **The rise in US household indebtedness: causes and consequences**. Div. of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, DC, 2007.

DYNAN, K. **Household deleveraging in 2011: progress, but more to come**. Blog Up Front, Brookings Institution: dezembro de 2011. Disponível em: <http://www.brookings.edu/blogs/up-front/posts/2011/12/19-household-deleveraging-dynan>

DUTT, A. K. Maturity, stagnation and consumer debt: a steindlian approach. **Metroeconomía** 57:3, pp. 339-364, 2006.

EPSTEIN, G. **Financialization and the world economy**. Mass. USA: Edward Elgar, 2005.

FARHI, M. **The Seventh Stage of the Evolution of the Banking System and the Shadow Banking System**. Material apresentado em aula ministrada no curso de mestrado do IE/UNICAMP. Junho, 2012.

FAHRI, M. Derivativos financeiros: *hedge*, especulação e arbitragem. **Economia e Sociedade**, Campinas, (13): 93-114, dezembro 1999.

FEDERAL RESERVE BOARD. *Flow of Funds Accounts of the United States*. Dados disponíveis em: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/>.

_____. *Survey of Consumer Finances*. Dados disponíveis em: http://www.federalreserve.gov/econresdata/scf/scf_2010.htm.

_____. SCF Chartbook 2010. Julho, 2012. Disponível em: www.federalreserve.gov/econresdata/scf/files/2010_SCF_Chartbook.pdf

_____. Statistical releases. Dados disponíveis em:
<http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm>

_____. Statistical releases. Dados disponíveis em:
<http://www.federalreserve.gov/Releases/g19/>

FRIEDMAN, M. The Quantity theory of money: a restatement, excerpt from **Studies in the Quantity theory of money**, Friedman, Chicago University Press, pp.3-21, 1956.

FRIEDMAN, M. **A Theory of the consumption function**. Princeton University Press, 1957.

GODLEY, W.; PAPADIMITRIOU, D.; ZEZZA, G. **Prospects for the United States and the world: a crisis that conventional remedies cannot resolve**. Strategic Analysis, Levy Economics Institute of Bard College, dezembro, 2008.

GODLEY, W.; PAPADIMITRIOU, D.; ZEZZA, G.; HANNSGEN, G. **The US economy: is there a way out of the woods?** Strategic Analysis, Levy Economics Institute of Bard College, novembro, 2007.

GODLEY, W. **Fiscal Policy to the rescue**. Levy Economics Institute of Bard College, Policy note 2001/1.

GUTTMANN, R. **How credit-money shapes the economy**. M.E. Sharpe: Armonk, New York; London, England, 1994.

GUTTMANN, R. Asset Bubbles, Debt Deflation, and Global Imbalances. **International Journal of Political Economy**, vol.38, no.2, 45-68, Summer 2009.

GUTTMANN, R. A primer on finance-led capitalism. **Revue de la Regulation**, 2008.

GUTTMANN, R. & PLIHON, D. O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças. **Economia e Sociedade** 27 (número especial), 2008, pp. 576-611.

HADJIMATHEOU, G. **Consumer economics after Keynes: theory and evidence of the consumption function**. Wheatsheaf books, Sussex, 1987.

HEIN; E.; VAN TREECK, T. **‘Financialisation’ in Post-Keynesian models of distribution and growth – a systematic review**. IMK, Hans Boeckler Foundation, Duesseldorf, 2008.

IPEA. **Texto para discussão 1614: Novas evidências empíricas sobre a dinâmica trimestral do consumo agregado das famílias brasileiras no período 1995-2009**. Brasília, maio de 2011.

JAYADEV, A. & MASON, J.W. **Fisher dynamics in household debt: The case of the United States, 1929-2011**. Fevereiro, 2012.

KALDOR, N. Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani. In: **The Review of Economic Studies**, Vol.33, No.4, pp.309-319, Outubro de 1966.

KALECKI, M. **Teoria da dinâmica econômica: ensaio sobre as mudanças cíclicas e de longo prazo da economia capitalista**. São Paulo: Nova Cultural Ltda., 1977.

- KALECKI, M. As equações marxistas de reprodução e a economia moderna. In: Miglioli, j. (org), **Crescimento e ciclo das economias capitalistas**. São paulo: Hucitec, 1983.
- KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: Macmillan, 1997. *CW*, VII. Edição inglesa, Great Minds Series, Prometheus Book, 1997.
- KEYNES, J. M. **A treatise on money**. *CW*, v. V e VI, 1930.
- KOTLIKOFF, L.; SUMMERS, L. The role of intergenerational transfers in aggregate capital accumulation. **Journal of Political Economy**, v.89, p.706-732, Aug. 1981
- KREGEL, J. **The Natural Instability of Financial Markets**. Working paper no. 523. Levy Economics Institute of Bard College, dezembro 2007.
- KREGEL, J. **Minsky's cushions of safety**: Systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. *Public Policy Brief*, n. 93, The Levy Economics Institute of Bard College, January 2008. Disponível em: <http://www.levy.org>.
- LAVOIE, M. **Consumer Theory**. John King, Elgar Companion of Post Keynesian Economics: 2001.
- LAVOIE, M. Post Keynesian consumer theory: potential synergies with consumer research and economic psychology. **Journal of Economic Psychology**, 25, 639-649, 2004.
- LAVOIE, M. **Foundations of Post-Keynesian economic analysis**. Edward Elgar, Brookfield, 1992.
- MACEDO E SILVA, A. **Macroeconomia sem equilíbrio**. Editora Vozes, Petrópolis; FECAMP, Campinas, 1999.
- MANKIW, N. **Macroeconomia**. 5a edição. Livros técnicos e científicos, Rio de Janeiro, 2004.
- MIAN, A.; SUFI, A. **What explains high unemployment?** The aggregate demand channel. November, 2011.
- MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.
- MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. New York, NY, Chicago, IL, San Francisco, CA: McGraw Hill, 2nd edition, 2008.
- MODIGLIANI, F. **Life cycle, individual thrift and the wealth of nations**. Cambridge: MIT, 1985.
- MOORE, K.; SABELHAUS, J.; SMITH, P. The Current State of U.S. Household Balance Sheets. Artigo apresentado em conferência conjunta do Federal Reserve Bank e Washington University, St. Louis, Fevereiro de 2013.
- MONTGOMERIE, J. **Financialization and consumption**: an alternative account of rising consumer debt levels in Anglo-America. *CRESC Working Paper Series*, Working Paper No.43. University of Manchester, December 2007.
- MUELLBAUER, J. **Housing, Credit and Consumer Expenditure**. Paper prepared for the Kansas Federal Reserve's Jackson Hole Symposium, August 2007.

ONARAN, STOCKHAMMER & GRAFI. Financialization, income distribution and aggregate demand in the USA. **Cambridge Journal of Economics**, 35, 637-661, January 2011.

PALLEY, T. Debt, Aggregate Demand and the Business Cycle: An Analysis in the Spirit of Kaldor and Minsky. **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol.16, No. 3, pp.371-390. Spring, 1994.

PALLEY, T. Economic contradictions coming home to roost? Does the U.S. economy face a long-term aggregate demand generation problem? **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol.25, No.1, Fall 2002.

PALLEY, T. **Relative Permanent Income and Consumption: A Synthesis of Keynes, Duesenberry, Friedman, and Modigliani and Brumberghh.** Washington, July 2005.

PALLEY, T. **Inside Debt and Economic Growth: A Cambridge – Kaleckian Analysis.** IMK working paper no.2, 2009.

PIKETTY, T. & SAEZ, E. The evolution of top incomes: a historical and international perspective. **AEA papers and proceedings: measuring trends in economic inequality**, vol.96 no. 2, maio 2006.

PIKETTY, T. & SAEZ, E. **Income inequality in the United States, 1913-2002.** ELSA, Berkeley, novembro 2004 (versão atualizada de Piketty & Saez, 2003, QJE).

POLLIN, R. The Growth of U.S. Household Debt: Demand-Side Influences. **Journal of Macroeconomics**, Spring, 1988, Vol.10, No.2, pp.231-248.

RAJAN, R. **Fault lines: how hidden fractures still threaten the world economy.** Princeton, NJ: Princeton University Press, 2010.

ROSA, E. **O papel macroeconômico das famílias e a geração de fragilidade financeira.** Dissertação de Mestrado. UNICAMP: Campinas, 2012.

SCHOR, J.B. **Overspent American: why we want what we don't need.** HarperPerennial, New York, 1998.

SNOWDON, B; VANE, H.R. **Modern macroeconomics: Its Origins, Development and Current State: its origins, development and current state.** Vol. Cheltenham, UK ; Northampton, MA: E. Elgar, 2005.

STOCKHAMMER, E. **Financialization and the Global Economy.** Political Economy Research Institute (PERI), *Working Paper Series*, 240, December 2010.

STOCKHAMMER, E.; ONARAN, O. **Wage-led growth: theory, evidence and policy.** PERI working paper series n. 300. Umass, Amherst, November 2012.

TIME MAGAZINE. Reportagem on-line disponível em: <http://business.time.com/2012/10/19/household-debt-has-fallen-to-2006-levels-but-not-because-were-more-frugal>

U.S. GOVERNMENT PRINTING OFFICE. Dados disponíveis em: <http://www.gpo.gov/fdsys/granule/ERP-2011/ERP-2011-table77/content-detail.html>.

VAN TRECK, T. **Did inequality cause the U.S. financial crisis?** Macroeconomic Policy Institute (IMK), Dusseldorf: april, 2012.

VAN TREECK, T. A synthetic stock-flow consistent macroeconomic model of financialisation. **Cambridge Journal of Economics**, n. 33, May 2009.

VAN TREECK, T. The political economy debate on ‘financialization’ – a macroeconomic perspective, **Review of International Political Economy**, 16:5, 907-944, 2009.

VAN TREECK, T.; STURN, S. **Income inequality as a cause of the great recession?** A survey of current debates. Conditions of work and employment series no. 39. International Labour Organization, Geneva, 2012.

WRAY, R. O novo capitalismo dos gerentes de dinheiro e a crise financeira global. **Oikos** 8(1),2009.