

**Universidade Federal do Rio de Janeiro
Instituto de Economia
Programa de Pós Graduação em Economia**

Crescimento liderado pela demanda na economia norte-americana nos anos 2000: uma análise a partir do supermultiplicador sraffiano com inflação de ativos

Lucas Azeredo da Silva Teixeira

Tese apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito parcial para obtenção do grau de Doutor em Ciências Econômicas

Orientador: Professor Franklin Serrano

**Rio de Janeiro
Abril de 2015**

CIP - Catalogação na Publicação

T266c Teixeira, Lucas Azeredo da Silva
Crescimento liderado pela demanda na economia
norte-americana nos anos 2000: uma análise a
partir do supermultiplicador sraffiano com
inflação de ativos / Lucas Azeredo da Silva
Teixeira. -- Rio de Janeiro, 2015.
179 f.

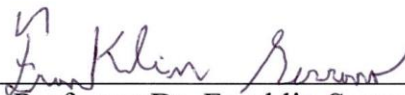
Orientador: Franklin Serrano.
Tese (doutorado) - Universidade Federal do Rio
de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós
Graduação em Economia, 2015.

1. supermultiplicador sraffiano. 2. Estados
Unidos. 3. Inflação de ativos. 4. crescimento
liderado pela demanda. 5. crise subprime. I.
Serrano, Franklin, orient. II. Título.

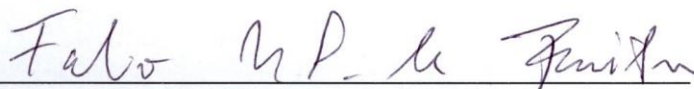
**CRESCIMENTO LIDERADO PELA DEMANDA NA ECONOMIA
NORTE-AMERICANA NOS ANOS 2000: uma análise a partir do
supermultiplicador sraffiano com inflação de ativos**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas

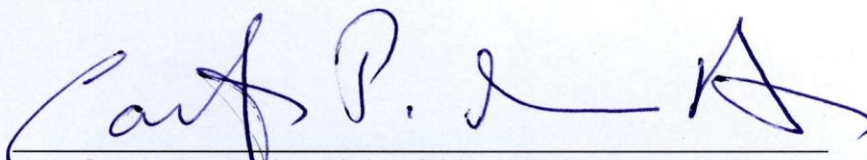
Banca Examinadora:



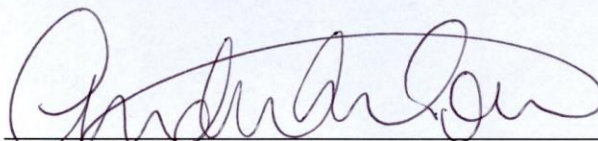
Orientador: Professor Dr. Franklin Serrano (UFRJ)



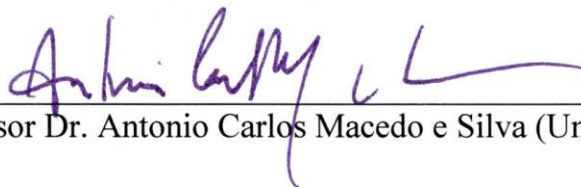
Professor Dr. Fabio Neves Perácio de Freitas (UFRJ)



Professor Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos (UFRJ)



Professor Dr. André Luís Cabral Lourenço (UFRN)



Professor Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva (Unicamp)

Rio de Janeiro, 29 de abril de 2015

Para o meu pai.

RESUMO

O objetivo dessa tese é analisar o crescimento liderado pela demanda na economia norte-americana nos anos 2000. No primeiro capítulo a macroeconomia dos três saldos propostas por W. Godley é avaliada de forma crítica. Esse passo inicial é de fundamental importância, pois essa visão se tornou dominante entre os economistas que querem analisar processos econômicos nos quais a inflação de ativos assume um papel relevante e que coadunam de um fundamento teórico básico, qual seja, a validade do princípio da demanda efetiva. Consistentemente com essa crítica, é apresentado o arcabouço teórico do supermultiplicador sraffiano expandido para lidar com inflação de ativos, a partir do qual é analisado o crescimento da economia norte-americana nos anos 2000. Estabelecida nossa própria explanação, nos dispomos a fazer uma avaliação crítica de diferentes interpretações do crescimento da economia norte-americana neste período. Essa trajetória de crescimento culminou na maior crise econômica desde o *crash* de 1929. Por isso, avaliamos a reação do governo norte-americano à crise econômica, em busca de elucidar quais são os reais limites para uma política fiscal mais expansionista.

Palavras – chave: supermultiplicador sraffiano, inflação de ativos, crescimento liderado pela demanda, W. Godley, crise *subprime*, Estados Unidos.

ABSTRACT

The purpose of this dissertation is to discuss the US economy demand-led growth process during the 2000's. The first step to clear the ground is to make a critical appraisal of the three balances approach to macroeconomics proposed by W. Godley. After that, it is introduced the raffian supermultiplier approach with an extension to deal with assets inflation that is used to analyze the US economy during the 2000's. After presenting our explanation, other's interpretations are critically evaluated. The last step is to do an assessment of the economic policy pursued by the US government in order to deal with the subprime crisis and to elucidate which are the real limits to an expansionist fiscal policy.

Key-words: raffian supermultiplier; assets inflation, demand-led growth, W. Godley, subprime crisis, United States.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1: Contribuição do setor externo ao crescimento econômico (1990-2014): metodologia tradicional x alternativa	37
Gráfico 2.1: Crescimento do produto e taxa de investimento não residencial: 1991-2014	43
Gráfico 2.2: Grau de utilização da capacidade (%): 1948-2014	43
Gráfico 2.3: déficit público em proporção do PIB (%): 2001-2007	54
Gráfico 2.4: Participação das exportações no PIB (%) e coeficiente de importações (%): 1983 – 2014	58
Gráfico 2.5: Renda real por grupo de renda (1979 = 100): 1979 – 2010.	61
Gráfico 2.6: Crescimento da renda familiar para os percentis 20, 50 e 95, 1979-2010	62
Gráfico 2.7: Parcela do crescimento da renda domiciliar atribuído a diferentes grupos de renda (%), 1979-2007	63
Gráfico 2.8: Parcela dos salários na renda nacional: 1980-2012	67
Gráfico 2.9: Participação do consumo no PIB (%): 1979 – 2014.	68
Gráfico 2.10: Categorias de consumo (%) PIB: 1979 - 2014	69
Gráfico 2.11: Investimento residencial em proporção do PIB (%), 1979 - 2014	75
Gráfico 2.12: Taxa nominal de juros de hipotecas de 20 anos e inflação imobiliária	78
Gráfico 2.13: Taxas próprias de juros de imóveis para diversas hipotecas	79
Gráfico 2.14: Taxa de crescimento do investimento residencial e taxa própria de juros dos imóveis	80
Gráfico 2.15: Taxa própria de juros dos imóveis e taxa de juros real das hipotecas deflacionada pelo índice de preço ao consumidor (CPI): 1985 -2014	81
Gráfico 2.16: Taxa real de crescimento de consumo de duráveis e taxa própria de juros dos imóveis	82
Gráfico 2.17: Variação na renda media familiar por grupo de renda, 2007–2010	88
Gráfico 2.18: Índice Case-Shiller para preços de imóveis (jan/2000 = 100): 2000 - 2015	90

Gráfico 2.19: Taxa de crescimento dos gastos improdutivos e taxa de investimento produtivo, 2001 - 2014	91
Gráfico 3.1: Taxa de investimento não residencial e grau de utilização da capacidade (%): 1991 – 2014 (trimestres)	97
Gráfico 3.2: Saldo e poupança líquida das famílias (%PIB): 1990 - 2014	106
Gráfico 3.3: Saldo financeiro privado e déficit nominal público (% PIB): 1990-2014	108
Gráfico 3.4: Saldo financeiro das famílias e déficit nominal público (%PIB), e taxa de crescimento do investimento residencial: 1990 – 2014	109
Gráfico 4.1: Velocidade de circulação da moeda (M1): 2000 – 2014	117
Gráfico 4.2: Base monetária e excesso de reservas (US\$ Bilhões): 2004 – 2015/fev	117
Gráfico 4.3: Índice Case-Shiller de preços de imóveis e a data de lançamento dos QEs	119
Gráfico 4.4: <i>Fed funds rate</i> , taxa de juros de títulos do Tesouro (10 e 30 anos) e de hipoteca de 30 anos (as três linhas verticais representam os três QEs).	120
Gráfico 4.5: Taxa nominal de juros de hipotecas de 30 anos e <i>spread</i> desta com a <i>fed funds rate</i> e com taxas de títulos do Tesouro (10 e 30 anos)	121
Gráfico 4.6: QEs, taxa própria de juros dos imóveis, inflação de imóveis e investimento residencial	122
Gráfico 4.7: Taxa de inadimplência em hipotecas residenciais (#inadimplentes/#total): 2000-2014	134
Gráfico 4.8. Fluxo de novas casas (em 1.000 unidades): jan/2000 a mar/2015	134

LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1: Taxa média de crescimento por década (%): 1981 - 2014	42
Tabela 2.2: Classificação dos componentes da demanda efetiva	46
Tabela 2.3: Componentes e fatores de influência dos gastos autônomos e no supermultiplicador	47
Tabela 2.4: Variação dos gastos do governo em consumo e investimento e das transferências líquidas para as famílias, em relação ao PIB do ano anterior (%), e déficit público (% PIB)	56
Tabela 2.5: Taxa real de crescimento das exportações (%) e evolução do coeficiente de conteúdo importado (%): 2001 - 2007	59
Tabela 2.6: Mudanças de participação na renda antes e após impostos e transferências: 1979 - 2007	64
Tabela 2.7: Comportamento do consumo das famílias nos anos de recessão: 1974 – 2009	70
Tabela 2.8 Percentual de famílias endividadas por grupos de renda (quintis)	71
Tabela 2.9: Principais tipos de dívidas das famílias em percentual da renda disponível, por grupos de renda	72
Tabela 2.10 : Taxa real trimestral de crescimento do PIB e dos componentes da demanda agregada (%), 2001	74
Tabela 2.11: Taxa real trimestral de crescimento do PIB e dos componentes da demanda agregada (%), 2002 - 2007	74
Tabela 2.12: Taxa real de crescimento do PIB e dos componentes da demanda agregada: 2008 - 2009	85
Tabela 2.13: Variação dos gastos do governo em consumo e investimento e das transferências líquidas para as famílias, em relação ao PIB do ano anterior (%), e déficit público (% PIB): 2007-2014.	86
Tabela 2.14: Taxa real de crescimento do PIB e dos componentes da demanda agregada (%): 2010-2014	89
Tabela 4.1 Operações de crédito do Fed durante a crise <i>subprime</i>	112
Tabela 4.2: Programas sob o TARP organizados por suas principais características	124
Tabela 4.3: TARP: resultado consolidado de todos os programas até janeiro de 2015 (em US\$ bilhões)	126
Tabela 4.4: Taxa real de crescimento dos gastos dos estados e municípios (%)	138

LISTA DE VARIÁVEIS

Em letras maiúsculas

A: gastos privados autônomos. A soma de consumo autônomo e investimento residencial

D: demanda doméstica.

C: consumo privado agregado

E: gasto de qualquer setor

G: gasto do governo em consumo e investimento.

I: investimento privado que gera capacidade produtiva.

I_i: investimento induzido. Análogo teórico ao investimento privado não residencial que aparece nas contas nacionais.

I_{res}: investimento residencial.

M: importações.

R: riqueza líquida financeira.

S_p: poupança privada agregada.

T: arrecadação tributária líquida de transferências de todas as esferas de governo.

T': arrecadação tributária líquida de transferências e pagamentos de juros de todas as esferas de governo. $T' = T - \text{pagamento de juros}$

X: exportações.

X': exportações acrescidas da renda líquida recebida do exterior.

Y: produto interno bruto ou renda interna bruta.

Y*: produto no estado estacionário.

Y**: produto no estado *quasi* estacionário.

YD: renda disponível. Renda interna bruta descontada da arrecadação tributária líquida de transferências e pagamentos de juros. $YD = Y - T'$.

Z: soma de todos os gastos autônomos que não geram capacidade produtiva para o setor privado. Ou seja, soma do consumo autônomo, do investimento residencial, gasto público em consumo e investimento e das exportações.

Z': soma de todos os gastos autônomos que não geram capacidade produtiva para o setor privado e da renda líquida recebida do exterior.

Letras minúsculas:

c: propensão marginal a consumir.

d: conteúdo doméstico. Parcela da demanda total atendida pela produção doméstica.

f_{nafa} : a “fração”. Razão em o $nafa_{médio}$ e o $nafa_{mg}$.

g: taxa de crescimento do produto.

$g_{\bar{c}}$: taxa de crescimento do consumo autônomo.

g_e : taxa de crescimento esperado do produto.

g_{Ir} : taxa de crescimento do investimento residencial.

g_z : taxa de crescimento dos gastos improdutivos autônomos.

h: participação do investimento privado que gera capacidade no produto. Propensão marginal a investir.

k: razão desejada entre riqueza líquida financeira e produto.

k' : razão desejada entre riqueza líquida financeira e renda disponível.

m: razão entre importações (M) e produto (Y). Propensão marginal a importar.

nafa: NAFA dividido pelo produto (Y).

$nafa'$: NAFA dividido pela renda disponível (YD).

$nafa_{médio}$: saldo financeiro privado calculado *ex-post* normalizado pelo PIB.

$nafa_{mg}$: propensão marginal a acumular de forma líquida ativos financeiros.

q_1 : propensão marginal a gastar a partir da renda.

q_2 : propensão marginal a gastar a partir da riqueza.

r: taxa de juros real.

r_{pi} : taxa própria de juros dos imóveis.

s: propensão marginal a poupar privada em uma economia fechada e sem governo.

$$s = 1 - c$$

s' : propensão marginal a poupar privada em uma economia fechada e com governo.

$$s' = 1 - c(1-t')$$

s'' : propensão marginal a poupar privada em uma economia aberta e com governo.

$$s'' = 1 - c(1 - t') + m = (1-d) 1 - c(1 - t')$$

t : carga tributária líquida de transferências.

t' : carga tributária líquida de transferências e juros.

v : relação capital/produto potencial.

Letras Gregas:

α : déficit público nominal.

β : soma do déficit nominal público com o saldo em transações correntes.

δ : taxa de depreciação do estoque de capital privado produtivo.

π : taxa de inflação.

ω : parcela salarial na renda nacional.

Lista de siglas e abreviações usadas nas equações:

DP: déficit público nominal.

NAFA: *net acquisition of financial assets*. Aquisição líquida de ativos financeiros. Equivalente ao saldo financeiro do setor privado.

PIB: produto interno bruto.

REE: renda enviada ao exterior.

RLRE: renda líquida recebida do exterior. Calculada pela diferença entre a renda recebida do exterior e a renda enviada ao exterior.

RNB: renda nacional bruta.

RRE: renda recebida do exterior:

STC: saldo em transações correntes. Também chamada de saldo em conta corrente.

Sumário

INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO 1: DÉFICITS E DÍVIDAS NA ECONOMIA NORTE-AMERICANA: UMA CRÍTICA À MACROECONOMIA DOS TRÊS SALDOS DE GODLEY	5
1.1 Introdução.....	5
1.2 Análise estratégica a partir dos saldos	6
1.3 Inconsistências contábeis entre fluxos e estoques	13
1.4 Saldo financeiro privado e o financiamento dos gastos	14
1.5 Saldo financeiro e gastos do setor privado	16
1.6 O saldo financeiro do setor privado como uma meta <i>ex-ante</i> : a hipótese <i>new Cambridge</i>	23
1.7 Endividamento, fragilidade externa e o padrão dólar flexível.....	33
1.8 O argumento de última instância: os três saldos como contribuição à demanda agregada.....	34
1.9 Considerações finais	39
CAPÍTULO 2: SUPERMULTIPLICADOR SRAFFIANO, INFLAÇÃO DE ATIVOS E CRESCIMENTO LIDERADO PELA DEMANDA NA ECONOMIA NORTE- AMERICANA NOS ANOS 2000	42
2.1. Introdução e fatos estilizados do crescimento e do investimento não residencial.....	42
2.2. Arcabouço teórico de análise: o supermultiplicador sraffiano	45
2.3 A influência da política fiscal na demanda agregada no período 2001-2007.....	54
2.4 Exportações e coeficiente de conteúdo importado: a influência do setor externo na demanda agregada no período 2001-2007	57
2.5 Distribuição de renda, endividamento e consumo das famílias.....	60
2.6 Inflação de ativos e investimento residencial	74
2.7 Crise <i>subprime</i> e a Grande Recessão.....	83
2.8 Recuperação econômica 2010-2014.....	86
2.9 As tendências de crescimento e de investimento não residencial reconsideradas	92
CAPÍTULO 3: INTERPRETAÇÕES ALTERNATIVAS PARA O CRESCIMENTO LIDERADO PELA DEMANDA NOS ESTADOS UNIDOS NOS ANOS 2000: UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA	94
3.1 Barba e Pivetti sobre distribuição e acumulação: algumas observações críticas ..	94
3.2 Apreciação crítica da causalidade entre “financeirização” e as tendências de crescimento e do investimento produtivo	101
3.3 A macroeconomia dos saldos reavaliada.....	106
CAPÍTULO 4: POLÍTICA ECONÔMICA EM TEMPOS DE CRISE: A REAÇÃO DO GOVERNO NORTE-AMERICANO À CRISE <i>SUBPRIME</i>	112

4.1 Operações não convencionais do Fed: um breve resumo.....	112
4.2 Operações para-fiscais do Tesouro: compra de ativos, injeções de capital e seus custos	123
4.3 Política fiscal de estímulo à demanda agregada	137
4.4 Perspectivas econômicas de curto prazo e observações finais	140
CONCLUSÃO.....	143
APÊNDICE A: PROPENSÃO MARGINAL A GASTAR NO ESTADO ESTACIONÁRIO.....	147
APÊNDICE B: PROPENSÃO MARGINAL A GASTAR A PARTIR DA RENDA E DA RIQUEZA NO ESTADO ESTACIONÁRIO.....	150
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:	151

INTRODUÇÃO

Nos anos 2000 a economia norte-americana passou por situações bastante distintas. Quando, em 2001, parecia que entraria em uma grande crise econômica, em decorrência do estouro da bolha da nova economia, houve uma rápida recuperação da atividade econômica. No próprio ano de 2001 apresentou crescimento pequeno, porém positivo. E, em seguida, de 2002 a 2007, passou por seis anos de crescimento. Este ciclo, como costuma acontecer na economia norte-americana (Leamer, 2007), foi puxado pelo investimento residencial (Cagnin, 2007). Porém, ainda antes da crise, muitos começaram a perceber que o ciclo de preços de imóveis apresentava certas peculiaridades (Cagnin, 2009b), em especial, os preços aumentaram muito e por muito tempo. Essa bolha, como veremos, impactou de forma significativa a demanda agregada e, conseqüentemente, o crescimento econômico no período.

Em 2006, o ciclo de investimento em imóveis começou a dar sinais de esgotamento. Na sua reversão no ano seguinte, iniciou-se uma crise financeira, que rapidamente espalhou-se para o resto da economia – e para o resto do mundo. À crise financeira se seguiram dois anos de recessão, em 2008 e 2009, e uma forte intervenção do Estado na economia, fosse para resgatar o sistema financeiro, fosse para ativar a demanda agregada e tentar minimizar a contração da produção e o aumento do desemprego. Em 2010, a economia norte-americana já havia saído da recessão, mas até agora, se passaram quatro anos de apenas modesto crescimento.

O advento da crise causou uma mudança no panorama dentro do campo do pensamento econômico heterodoxo. A produção intelectual que vinha sendo feita particularmente no Levy Institute, nos Estados Unidos, mas também no *Cambridge Endowment for Research in Finance*, na Inglaterra, sob a liderança do economista Wynne Godley, ganhou grande destaque. A abordagem proposta por Godley parecia conter a chave explicativa para o período de expansão dos anos 2000 e também para a dimensão e para a gravidade da crise, pois ela se propunha a conectar de forma consistente o endividamento, a acumulação de ativos e o comportamento dos gastos privados.

O objetivo dessa tese é analisar o crescimento liderado pela demanda na economia norte-americana nos anos 2000. Porém não faz parte do consenso de que a abordagem proposta por Godley é o melhor caminho a ser seguido. Por isso, no seu

primeiro capítulo a macroeconomia dos saldos propostas por W. Godley é avaliada de forma crítica. Essa crítica é considerada uma etapa prévia necessária para mostrar o porquê de não compartilharmos da percepção de que a sua teoria é a mais adequada para analisar a evolução de economias reais no tempo histórico. Em particular, pretendemos mostrar que ela é menos adequada que uma abordagem que analise o nível e a taxa de crescimento dos diversos componentes da demanda agregada. E que, ao contrário da percepção usual, ela não é equipada com instrumentos analíticos adequados para se levar em consideração o impacto da inflação de ativos – característica marcante da economia norte-americana nos anos 2000 – na demanda agregada.

Consistentemente com a conclusão do primeiro capítulo, no segundo é apresentado o supermultiplicado sraffiano como uma abordagem teórica para se estudar economias reais a partir do nível e da taxa de crescimento dos elementos de gasto, com uma extensão que leva em consideração de forma explícita as taxas de juros e a variação nos preços de ativos. À luz do supermultiplicador com inflação de ativos, analisamos o crescimento liderado pela demanda na economia norte-americana nos anos 2000, referindo, quando necessário, a tendências presentes na economia norte-americana desde os anos 1980. Mostraremos de que forma a bolha de preços de imóveis impactou o investimento residencial e também o consumo de duráveis. Não obstante, não descuidaremos da análise dos demais componentes da demanda agregada, tais como as exportações e os gastos de governo. Assim como dos elementos que influenciam a demanda agregada, tais como as transferências do governo e a tributação, a evolução da parcela da demanda total que é atendida pelas importações e o comportamento da distribuição pessoal e funcional da renda.

Tendo sido apresentados o nosso arcabouço teórico e a interpretação da evolução da economia norte-americana nos anos 2000, no terceiro capítulo, nos dispomos a fazer uma avaliação crítica de outras interpretações, que possuem como o ponto de partida em comum com a nossa visão a validade do princípio da demanda efetiva. Em primeiro lugar, ponderaremos acerca dos trabalhos de Barba e Pivetti (2011; 2012). Criticaremos a ausência do papel do governo e do setor externo ao explicarem o comportamento da economia norte-americana no período em tela. Também, será objeto de críticas a análise que fazem do comportamento do investimento privado e do funcionalismo que lançam mão para explicar a relação entre desigualdade e endividamento dos consumidores.

Em seguida, faremos um balanço da contribuição dos autores que buscam explicar a evolução da economia norte-americana e a sua crise à luz da teoria da “financeirização”. Será dado maior foco a Hein (2011 e 2013) e Stockhammer (2004 e 2013), pois são os autores que buscam explicar o comportamento da demanda agregada por meio da financeirização. Ainda no terceiro capítulo, reavaliaremos alguns pontos da macroeconomia dos saldos do Godley, usando a nossa interpretação como um contraponto.

No quarto e último capítulo, entraremos em mais detalhes sobre a resposta do governo norte-americano à crise *subprime*. Pode ser dito que a política econômica foi marcada pela excepcionalidade. O Fed (banco central norte-americano) estendeu sua esfera de atuação direta para além do sistema bancário e empreendeu uma política de compra em larga escala de títulos com os quais comumente não costuma operar. O Tesouro, além da política fiscal de administração da demanda agregada, lançou um grande pacote econômico para resgatar o sistema financeiro. O que levou inclusive à virtual estatização de algumas empresas. O objetivo do capítulo é analisar os resultados da política econômica, com o intuito de elucidar quais são os reais limites para uma política fiscal mais expansionista.

Dessa maneira, é possível avaliar quais são as expectativas atuais da economia norte-americana. Em particular, avalia-se que as perspectivas de curto prazo não são muito otimistas, em um cenário no qual a política fiscal tem sido conduzida pelo prisma da austeridade e que o investimento residencial, elemento chave para se explicar os ciclos da economia norte-americana, ainda não se recuperou completamente.

CAPÍTULO 1: DÉFICITS E DÍVIDAS NA ECONOMIA NORTE-AMERICANA: UMA CRÍTICA À MACROECONOMIA DOS TRÊS SALDOS DE GODLEY

1.1 Introdução

O objetivo deste capítulo é fazer uma apreciação crítica da metodologia de análise estratégica dos desequilíbrios macroeconômicos da economia norte americana proposta originalmente por Wynne Godley no final dos anos 1990. Aplicada à Grã-bretanha nos anos 1970, esta metodologia era conhecida como *New Cambridge*. Hoje em dia, seus seguidores a chamam de “macroeconomia de consistência de estoques e fluxos” (SFC, *stock-flow consistency* em inglês). Neste trabalho iremos denominá-la de *macroeconomia dos três saldos*, ou, simplesmente, *macroeconomia dos saldos*, por razões que serão mais bem esclarecidas em breve. De forma sucinta, a chamada “hipótese *new Cambridge*”¹ não é um consenso² entre os macroeconomistas que seguem a abordagem proposta por Godley. E, ao nosso juízo, a macroeconomia dos saldos não é de fato consistente em termos contábeis entre fluxos e estoques, o que nos leva a descartar o acrônimo SFC.

Esta metodologia consiste basicamente em fazer inferências sobre a sustentabilidade de certos padrões de gastos e de endividamento dos setores institucionais da economia, em geral os setores privado, externo e público, a partir da observação de seus *saldos financeiros* nas contas nacionais. Entendendo-se saldos financeiros como a diferença entre a poupança e o investimento de cada setor. Em particular, postula-se que a médio prazo o ritmo de crescimento dos gastos totais do setor privado em consumo e investimento seria regulado por uma meta de saldo financeiro desejado por este setor. No presente capítulo, argumenta-se que esta metodologia apresenta deficiências em contraposição a uma análise “*old Cambridge*” da

¹ Esse nome surge de um debate público ocorrido nos anos 1970, a respeito do diagnóstico dos problemas enfrentados pela economia britânica e das proposições de política econômica. Godley e Cripps, dentre outros, participaram desse debate tentando se diferenciar da “ortodoxia” keyensiana que vigorava em Cambridge no pós-Guerra, como representada, por exemplo, pela visão de Richard Kahn. Kahn e Posner participaram do debate se posicionando como parte da *old Cambridge*, diferenciando-se da *new Cambridge* de Godley e Cripps (Mata, 2006). Porém, esse nome pode levar à falsa impressão de que essa hipótese só foi usada por Godley naquela época e que, quando ele foi para o Levy Institute, ele a abandonou, posto que sua abordagem passou a ser conhecida como “*stock-flow consistent approach*”. Algumas citações foram colocadas ao longo desse capítulo (Godley e Izurieta, 2003 a, 2003b, 2004; Godley *et alli*, 2007) para chamar atenção que Godley jamais abandonou tal hipótese.

² Dos Santos e Macedo e Silva (2010), por exemplo, se propõe a revisitar o esquema analítico dos três saldos sem utilizar a hipótese “*new Cambridge*”.

demanda efetiva baseada nos níveis absolutos e nas taxas de crescimento de cada tipo de gasto.

O capítulo organiza-se da seguinte forma. Primeiramente, será feita uma apresentação sucinta do arcabouço analítico da macroeconomia dos saldos. Em seguida, será feita uma avaliação crítica desta abordagem. Dentre as críticas, destacam-se algumas questões conceituais e algumas inconsistências contábeis entre fluxos e estoques, por não levarem em consideração de forma explícita as taxas de juros e os ganhos e perdas de capital.

Em seguida, o foco das críticas será direcionado à análise do comportamento do setor privado a partir dos saldos. O fato de que os bancos estão agregados nesse setor traz um questionamento quanto à suposta relação do saldo financeiro privado e o seu financiamento. Após, serão apontadas deficiências gerais do esforço dessa abordagem em conectar os saldos financeiros do setor privado com o padrão de gastos desse mesmo setor. Será destacado que os saldos em si não dizem nada sobre a trajetória dos gastos. Só é possível obter resultados bem definidos se feita a hipótese *new Cambridge*. Porém, tanto essa hipótese, quanto os seus resultados, são bastante irrealistas e serão também objeto de crítica.

Após criticar a relação do saldo financeiro do setor privado e o comportamento do gasto do mesmo setor, a crítica será direcionada especialmente a análise do setor externo dentro da macroeconomia dos saldos. Será mostrada a impropriedade de se apontar limites ou prever problemas relacionados ao endividamento externo da economia norte-americana, pois este é o único país cuja dívida externa é denominada na sua própria moeda. Por último, chama-se atenção para o fato de que a interpretação dos saldos como vazamentos e injeções de demanda agregada não é a forma mais precisa de se medir a contribuição ao crescimento econômico de cada setor institucional.

1.2 Análise estratégica a partir dos saldos

Desde meados da década de 1990, essa abordagem foi utilizada por Godley e diversos outros pesquisadores ligados ao Levy Institute nos EUA para a análise da economia americana (para ficar apenas em alguns exemplos, Godley, 1999; Godley *et al.*, 2007; Godley e Izurrieta, 2009; Papadimitriou *et al.* 2006a e 2006b, dentre outros). Posteriormente, com o retorno de Godley à Inglaterra, esta metodologia foi também

aplicada em estudos efetuados no *Cambridge Endowment for Research in Finance* (ver Godley & Izurieta, 2004). Essa abordagem conquistou grande aceitação nos meios heterodoxos³, de 2007 até os dias de hoje⁴.

A macroeconomia dos três saldos consiste basicamente em fazer inferências sobre a sustentabilidade de padrões de gasto e endividamento dos setores institucionais da economia norte-americana. São estes os setores privado, público e externo. Esses padrões são estimados a partir dos saldos financeiros de cada setor, derivados das contas nacionais. O modelo parte da identidade contábil básica segundo a qual o gasto total agregado em bens e serviços finais é idêntico à oferta total agregada de bens e serviços:

$$C + I + G + X \equiv Y + M \quad (1.1)$$

Onde C representa o consumo privado; I, o investimento privado; G, o gasto público; X, exportações; Y, o produto interno bruto; e M, as importações. Com base no princípio da demanda efetiva, é possível ir além da identidade contábil e mostrar também uma causalidade: os gastos reais, ao preço de oferta, determinam a oferta total.

$$C + I + G + X \rightarrow Y + M \quad (1.2)$$

Subtraindo da oferta total as importações para se ter o produto interno bruto, ou seu equivalente, a renda interna bruta, teremos:

$$PIB \equiv Y \equiv C + I + G + X - M \quad (1.3)$$

Porém, apesar da macroeconomia dos saldos se propor, dentre outras coisas, a ser uma teoria do produto (PIB), de forma geral, desde pelo menos Godley e Cripps (1983), o modelo é derivado em termos de renda nacional bruta (RNB). A identidade contábil que faz o elo entre os dois conceitos é a que se segue:

$$RNB \equiv PIB + RLRE \quad (1.4)$$

³ No Brasil, entusiastas desta abordagem são Claudio dos Santos e Macedo e Silva. Ver, por exemplo, dos Santos (2004, 2005 e 2006), Macedo e Silva e dos Santos (2011) e dos Santos e Macedo e Silva (2009 e 2010).

⁴ O ano de 2007 foi escolhido como referência por duas razões. Godley *et al.* (2007) afirmam, neste ano, que “[o]ur work has never really taken hold in the United States” (Godley *et al.*, 2007: 1), o que com certeza deixou de ser verdade a partir da crise *subprime*. Adicionalmente, é o mesmo ano em que Godley e Lavoie (2007) publicam seu livro “*Monetary Macroeconomics*”, que é o principal esforço recente em sintetizar a abordagem teórica de Godley.

Onde a renda líquida recebida do exterior (RLRE) é definida pela relação entre a renda recebida do exterior pelo setor privado (RRE_p); a renda recebida do exterior pelo governo (RRE_g); a renda enviada ao exterior pelo setor privado (REE_p); e a renda enviada ao exterior pelo governo (REE_g):

$$RLRE = RRE_p + RRE_g - REE_p - REE_g$$

A partir de (1.3) e (1.4) e (1.5), reorganizando os termos das equações, temos:

$$Y - C - I - T' + RRE_p - REE_p \equiv (G - T' + REE_g - RRE_g) + (X - M + RLRE) \quad (1.5)$$

Onde T' é a arrecadação tributária líquida de transferências e pagamentos de juros.

Apresentando de outra forma a mesma identidade:

$$\text{Saldo Financeiro Privado} \equiv NAFA \equiv DP + STC \quad (1.6)$$

Onde o saldo financeiro privado⁵, também chamado de NAFA⁶ nessa literatura, é igual a $(Y - C - I - T' + RRE_p - REE_p)$; DP $(G - T' + REE_g - RRE_g)$ é uma medida de déficit financeiro público, no caso, o déficit nominal; e STC $(X - M + RLRE)$ é o saldo em transações correntes. Ou seja, cada um desses elementos mede o resultado financeiro agregado de cada setor institucional da economia. Devemos notar que, nessa literatura, o superávit nominal do governo e o déficit em transações correntes são chamados de saldo financeiro do setor público e saldo financeiro do setor externo⁷, respectivamente. Muitos autores resumem os saldos financeiro de cada setor como, simplesmente, a renda menos os gastos do setor, ou ainda, a poupança menos o investimento de cada setor (Barbosa-Filho, *et al.*, 2008: 624).

⁵ Cabe destacar que esse conceito de forma alguma pode ser confundido com o conceito de poupança, pois é descontado o investimento. Godley, Paradimitriou, Hahhsgen e Zezza (2007) chamam o saldo financeiro privado de “poupança líquida”. O que se trata de um equívoco. Essa “poupança líquida” seria a poupança, tal como aparece nas contas nacionais, subtraída do investimento privado. Além de equivocada, essa terminologia de Godley pode trazer mais mal-entendidos, pois, em contas nacionais, a diferença entre “líquido” e “bruto” para o conceito de poupança diz respeito à forma como a depreciação do capital é contabilizada.

⁶ NAFA é a sigla em inglês para *net acquisition of financial assets*. Veremos mais adiante de onde surge e qual é a importância desse conceito. O saldo financeiro privado também é chamado, alternativamente, de superávit financeiro privado, ou, ainda, de *net lending*, ou, com o sinal trocado, *net borrowing* (Barbosa-Filho, Rada, Taylor, Zamparelli, 2008).

⁷ Apesar do saldo financeiro privado e o saldo financeiro público serem distintos da poupança privada agregada e da poupança pública, o saldo financeiro do setor externo é idêntico ao que na macroeconomia tradicional é chamado de “poupança externa”. Para um comentário acerca da impropriedade dessa expressão, ver Serrano (2000).

A análise parte da ideia básica, e em si correta, de que, embora numa economia monetária necessariamente o total de gastos determina o total da renda agregada, o aumento do gasto de um setor não necessariamente aumenta a renda deste mesmo setor no mesmo montante. O que Godley salienta é que cada saldo implicaria uma mudança de uma variável de estoque. Então, se um setor apresentar sistematicamente um excesso de gastos sobre sua renda (ou de seu investimento em relação a sua poupança), este apresentará déficit financeiro, o que implica um estoque crescente de dívidas que, em algum momento, seria percebido como insustentável. A reação do setor seria contrair o ritmo de crescimento dos seus gastos como uma forma de estabilizar seu estoque de dívida com os demais setores. Nessa visão, a evolução dos gastos totais do setor privado, tanto em consumo quanto em investimento, seria condicionada pela necessidade de evitar que seus déficits financeiros saiam de controle. O mesmo tipo de raciocínio acaba sendo utilizado também para o comportamento do setor externo e do setor público. Godley resumiu sua metodologia no caso dos três saldos da seguinte forma:

*“Though in themselves nothing more than accounting identities, these equations carry some important implications. Each balance implies an equivalent change in a stock variable: subject to the effect of capital gains, the budget deficit implies a change in the stock of government debt, a current account deficit implies a change in the net stock of overseas assets, and the private balance implies a change in net private wealth. As there is a limit to the extent to which stocks of debt can be allowed to rise relative to GDP, there is a corresponding limit to the extent to which the financial balances can (be allowed to) fluctuate, implying that the ratios of stocks to GDP have **norms** that can sometimes be used to evaluate strategic options. For instance, if the government or overseas debt-to-GDP ratios are limited to 50 percent, this implies that the ratio of the budget or current account deficit to GDP cannot for long be allowed to exceed half the nominal growth rate.”* (Godley et al., 2007: 2, o termo grifado aparece em itálico no original).

A longa passagem transcrita esclarece vários aspectos importantes da metodologia de Godley. Em primeiro lugar mostra que Godley calcula os saldos financeiros reais diretamente das contas nacionais, simplesmente deflacionando os fluxos de gastos e rendas nominais correntes por um mesmo índice de preços⁸, e, portanto, não inclui ganhos de capital. De forma mais geral não inclui as mudanças no valor inicial dos ativos e dos passivos dos setores, causadas por mudanças na taxa de inflação, na taxa real de juros ou na taxa real de câmbio. Logo, é importante notar que os déficits medidos por Godley – como ele mesmo admite na passagem acima ao dizer “*subject to capital gains*” – **não** são idênticos a variações no passivo líquido dos

⁸ Godley assim procede para que a identidade contábil entre os saldos se mantenha.

setores. Ou, o que é equivalente, os saldos financeiros não são equivalentes a mudanças na riqueza financeira líquida (R), pois:

$$\Delta R = \text{saldo fin} + \Delta \text{ dos valores iniciais dos ativos e passivos}$$

É interessante notar que dos Santos (2004: 30) começa sua exposição mostrando que a variação da riqueza financeira líquida seria igual ao saldo financeiro do setor acrescido de ganhos ou perdas de capital em ativos financeiros, com uma equação semelhante à apresentada acima. Porém, por limitação de dados, deriva os saldos a partir das contas nacionais, avisando que se tratam de “aproximações não necessariamente incontroversas” (dos Santos, 2004: 30). O que se pretende trazer à tona é que essas aproximações omitem justamente variáveis muito importantes para se fazer análises com consistência entre fluxos e estoques, a saber, as taxas de juros e as mudanças nos valores iniciais dos ativos. Além disso, focar na riqueza financeira não parece ser uma estratégia adequada para se analisar a economia norte-americana nos anos 2000, como ficará claro no próximo capítulo, pois ignorar as variações do valor real da riqueza não financeira significa ignorar as mudanças nos preços dos imóveis, que flutuaram muito no período.

Em segundo lugar, a condição de sustentabilidade citada acima está formulada para níveis dados do déficit nominal **total** sobre o PIB e não do déficit **primário**. Ao proceder dessa forma, ignora a endogeneidade da parte financeira dos déficits e a importância da relação entre a taxa de juros e a taxa de crescimento do produto para a sustentabilidade da razão dívida/PIB, o que possui severas implicações para a sustentabilidade da relação dívida/PIB. Portanto, Godley centra sua atenção em:

$$\text{Dívida/PIB} = (G - T') / g \quad (1.7)$$

Onde g é a taxa de crescimento do PIB e $(G - T')$ é o déficit nominal, pois T' leva em consideração o pagamento de juros. No entanto, ele deveria analisar as condições de sustentabilidade da seguinte forma:

$$\text{Dívida/PIB} = (G - T) / (r - g) \quad (1.8)$$

Onde r é a taxa real de juros da dívida pública, e $(G - T)$ é o déficit primário, pois T não leva em consideração o pagamento de juros.

Sempre é mais elucidativo analisarmos a sustentabilidade da dívida em tempo discreto, se estamos interessados em verificar a consistência entre fluxos e estoques entre períodos discretos de tempo. Dessa forma, a definição de sustentabilidade em termos de superávit primário passa a ser:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{G_t - T_t}{Y_t} + \frac{(1+r)D_{t-1}}{(1+g)Y_{t-1}} \quad (1.9)$$

$$\left(\frac{D}{Y}\right)^* = \frac{(G - T)/Y}{1 - (1+r)/(1+g)} \quad (1.9')$$

A equação (1.1) é uma equação em primeira diferença e é estável caso a taxa de juros de seja menor que a taxa de crescimento do PIB. Caso isso ocorra, a razão dívida PIB estabiliza para o valor $\left(\frac{D}{Y}\right)^*$, apresentado em (1.9'). Pode-se perceber que mesmo que o setor público apresente um déficit primário pequeno, a relação dívida/PIB pode ser crescente se a taxa de juros que incide sobre a dívida pública (r) for maior que a taxa de crescimento do PIB (g).

Já a sustentabilidade da dívida, em função do déficit nominal, fica da seguinte forma:

$$\left(\frac{D}{Y}\right)^* = \frac{(G - T')/Y}{1 - 1/(1+g)} \quad (1.10)$$

E, com isso, o pagamento de juros fica oculto dentro do déficit nominal, escondendo o componente financeiro do déficit. Talvez o único caso no qual seja válida a análise de sustentabilidade da dívida em termos de déficit nominal, seja no caso proposto por Domar (1944). Esse autor, no entanto, está preocupado em examinar qual seria uma boa política de controle da dívida pública se o governo pretendesse levar e manter a economia no pleno emprego. Para tanto, faz uma hipótese muito peculiar de que o pagamento de juros sobre dívida do governo é integralmente tributado, neutralizando, portanto, esse fator financeiro que impacta a razão dívida/PIB. Apenas com essa hipótese bastante forte – e que não faz sentido fora do contexto normativo da análise de Domar - que a estabilidade da mencionada razão dependerá apenas do déficit nominal em proporção do PIB e do crescimento da economia.

Em terceiro lugar, observa-se que Godley supõe que existem sempre limites definidos, embora não especificados, que não podem ser ultrapassados, para as razões dívida/PIB dos diversos setores. É por essa forma peculiar de analisar os déficits, as dívidas e sua sustentabilidade em cada setor que leva o autor a se preocupar com saldos financeiros negativos. Qualquer déficit duradouro seja ele externo, do governo ou do setor privado, segundo Godley, pode ser problemático. Godley e Izurieta afirmam:

“The growth in net lending[NAFA](...) is something which cannot by its very nature continue for ever, for it implies an accelerating rise in debt/income levels. There has to be a saturation point when the rise in debt relative to income slows down and even, eventually, come to a halt. (...) And in the end the service burden, even with zero interest rates, must become intolerable because of the burden of repayments. The rise in the ratio both of debt to wealth and of debt to income must eventually stabilize. Unfortunately there is no way of telling when the turning point will come. But that it will come at some stage is not open to question” (Godley e Izurieta, 2003b: 1).

Ou, como simplesmente concluem em outra ocasião: *“at some stage there must (surely) be a return towards external and internal balance”* (Godley e Izurieta 2003a: 2).

Os problemas relativos a analisar o setor privado a partir dos seus saldos financeiros serão discutidos na próxima seção. A impropriedade de se pensar limites para o endividamento externo americano ou de se prever crises externas para a economia americana, dentro do sistema monetário internacional do padrão dólar flexível, será discutida mais adiante nesse mesmo capítulo. No entanto, cabem aqui algumas palavras sobre a excessiva preocupação de Godley acerca da dívida pública norte-americana (Godley, Papadimitriou e Zezza, 2008: 2; Godley e Izurieta, 2004: 4).

Godley, em mais de uma ocasião apresentou ressalvas à expansão dos gastos públicos, pois poderia elevar os déficits e, com isso, a dívida pública atingiria níveis críticos⁹. No entanto, não é preciso sequer adotar a teoria das finanças funcionais, para perceber que nenhum país quebra na sua própria moeda. Como a dívida pública norte-americana é toda denominada em dólares, não existe um nível depois do qual a dívida se torna impagável. Além disso, como o banco central norte-americano se compromete a comprar ou vender qualquer quantidade de títulos públicos de curto prazo para regular a taxa básica de juros, não existe nenhum limite para a razão dívida pública/PIB.

⁹ Godley *et al.* (2007) falam, em um exemplo hipotético de um limite de 50%. Godley e Izurieta (2004) falam que é “inaceitável” que a dívida pública chegue a 100% do PIB. Porém, não especificam porque é inaceitável, tampouco o que aconteceria se alcançasse esse valor.

1.3 Inconsistências contábeis entre fluxos e estoques

Para se avaliar a macroeconomia dos saldos é necessário perceber que, apesar do que parece indicar seu atual epíteto (SFC), ela é contabilmente inconsistente entre fluxos e estoques.

Conforme alegam autores da tradição da macroeconomia dos saldos, levar em consideração essas mudanças no valor de dívidas e de ativos aumenta em muito a complexidade dos modelos teóricos (Caverzasi e Godin, 2013). Ainda mais, não há dados – ao menos que sejam confiáveis – para ganhos e perdas de capital, para serem utilizadas nos modelos empíricos, conforme muitas vezes reconhecem, por exemplo, dos Santos (2004), Godley *et al.*(2007) e Zezza (2009). Como afirma dos Santos (2004: 30), as contas nacionais norte-americanas não promovem uma consolidação apropriada das suas contas de fluxos de fundos financeiros, apurada pelo Fed, com as contas de fluxos de renda e produto apurados pelo *Bureau of Economic Analysis* (BEA).

Deste modo, uma bolha acionária ou um *boom* imobiliário que induzissem os bancos a ampliarem suas operações de créditos para seus clientes gastarem mais não apareceriam nos saldos financeiros agregados do setor privado, conforme estimado por Godley. Tampouco apareceria a contração de crédito decorrente do estouro da bolha ou do fim do *boom*. Mesmo se levarmos em conta os esforços de se desagregar o setor privado, separando em domicílios e empresas (Barbosa-Filho *et al.*, 2008), ou em domicílios, firmas e bancos (dos Santos e Macedo e Silva, 2010), ganhos e perda de capital continuam não aparecendo diretamente, pois não são contabilizados no saldos calculados a partir das contas nacionais.

Entretanto, nada impede que déficit público seja deflacionado corretamente, ou que se meça de forma apropriada a mudança do passivo externo líquido a partir de variações cambiais. Ou seja, não é por falta de dados e informações que não são levadas em consideração mudanças nos juros reais internos ou externos. E isso tem grandes consequências, como ilustra o caso a seguir.

Um exemplo da importância de variações nos valores iniciais de dívidas e de ativos para se avaliar o endividamento de cada setor pode ser visto nas conclusões intrigantes apresentadas no trabalho de Papadimitriou, Zezza e Hannsgen (2006a). Os autores, nesse trabalho, tentam estimar o passivo externo líquido da economia norte-americana. Sua estimação consiste em somar todos os déficits em transações correntes

passados ou, como preferem chamar, o saldo financeiro líquido do setor externo. Ao verificar o resultado a que chegam, se mostram bastantes perplexos que seus números sejam diferentes dos dados apresentados pelo BEA, na rubrica “*net investment position*”. Na posição consolidada em 2005, os resultados diferiam em US\$ 1,8 trilhões, ou seja, 14,2% do PIB daquele ano. Essa discrepância ocorreu porque Papadimitriou *et al.* (2006a) não levaram em consideração mudanças no valor do dólar. Praticamente todo passivo externo norte-americano é denominado em dólar e boa parte dos ativos externos é denominada em moeda estrangeira. Quando ocorre uma desvalorização da moeda americana, os ativos externos norte-americanos aumentam seu valor medidos em dólar, enquanto a dívida externa não muda de valor. Logo, as desvalorizações cambiais que ocorreram nas últimas décadas reduziram o passivo externo líquido norte-americano.

1. 4 Saldo financeiro privado e o financiamento dos gastos

Ao contrário do que acreditava Godley e acreditam muitos dos economistas ligados à macroeconomia dos saldos, o saldo privado agregado não possui nenhuma relação com o financiamento dos gastos privados. A razão para tanto é o fato de que os bancos estão agregados com o resto do setor privado. Analisar o saldo financeiro deste setor, portanto, não traz nenhuma informação a respeito do endividamento das famílias e das empresas em relação ao sistema bancário. Não há porque faltar crédito ou poder de compra para que se efetuem os gastos desejados apenas porque o setor privado consolidado está em déficit corrente com o governo e/ou com o resto do mundo.

Suponhamos inicialmente que haja um déficit privado *ex-post*, mas que o déficit externo em conta corrente seja nulo. Então, necessariamente, o déficit privado tem como contrapartida um superávit corrente do setor público. Por que isso levaria a uma redução dos gastos privados? É verdade que enquanto perdurar esta situação, o setor privado como um todo, incluindo os bancos, vai gradualmente diminuir seu estoque de títulos públicos, base monetária ou demais créditos contra o governo. O que não é explicado de forma clara na abordagem dos saldos é como e porque isto afetaria o agregado das decisões privadas de consumo e investimento. É possível que Godley e seus seguidores pensem que o governo, ao ter um superávit, está “financiando” os gastos privados acima de sua renda disponível e, portanto, como qualquer credor, poderia vir a restringir este “crédito” e impedir o setor privado de gastar?

Alternativamente, o que seria ainda mais estranho, a justificativa poderia ser que o setor privado, ou pelo menos os bancos, teriam medo de que isto ocorra e, por desejar evitar um déficit privado grande demais, reduziriam seus gastos privados e/ou a criação de crédito.

Outra possibilidade é o caso em que a contrapartida do déficit do setor privado seja um superávit do resto do mundo, ou seja, um déficit em transações correntes. Neste cenário, em geral é verdade que, se o passivo externo líquido de um país começa a crescer muito, sob certas condições a disponibilidade de financiamento externo pode ser reduzida drasticamente, gerando uma situação insustentável no balanço de pagamentos do país. Ainda assim, é importante notar que as dificuldades de financiamento externo do país em princípio não são diretamente um problema para o setor privado consolidado e sim para o governo do país. Mesmo nesta situação, não há razão para haver uma redução dos gastos em consumo e investimento do setor privado. A rigor, é o governo que deve intervir, seja por meio de medidas de política econômica que reduzam o ritmo de expansão dos gastos domésticos, tanto privados quanto públicos, seja por meio de medidas que façam uma parte crescente dos gastos do setor privado doméstico se dirigir a bens e serviços produzidos no país, tais como desvalorização cambial, tarifas ou quotas de importação, dentre outras medidas possíveis.

É claro que as empresas do setor privado que diretamente se financiaram no exterior podem sofrer restrições de crédito externo. Ou ainda que desvalorizações cambiais possam gerar sérios problemas financeiros para estas empresas, ou que as outras medidas de política econômica supracitadas também possam ter efeitos adversos. Mas sempre é possível que haja a alternativa do crédito doméstico, ou a compra de bens produzidos localmente, em vez de importados. Portanto, não fica claro como postular a relação proposta pela macroeconomia dos saldos entre o déficit em transações correntes, mesmo que este seja todo privado, e o nível e ritmo de expansão dos gastos em consumo e investimento na economia¹⁰.

¹⁰ No caso da economia norte-americana há a questão adicional de que o passivo externo líquido dos EUA é praticamente todo denominado em dólar. Portanto, as empresas endividadas conseguem a “divisa forte” no mercado doméstico e o governo, por sua vez, sempre pode emitir mais moeda. Além disso, não risco de desvalorizações cambiais impactarem o endividamento externo. Mais adiante, neste mesmo capítulo, será discutida essa posição peculiar da economia norte-americana.

O que se observa, de forma geral, são resultados implausíveis, evidenciando como a análise em termos dos saldos financeiros dos setores institucionais pode ser contraproducente.

1.5 Saldo financeiro e gastos do setor privado

Vistas a inconsistência contábil entre fluxos e estoques e a falta de relação dos saldos financeiros com o financiamento do setor privado, uma questão que surge da análise da macroeconomia dos saldos de Godley diz respeito à pertinência de se analisar o déficit do setor privado consolidado. Ao nosso juízo, essa variável não traz nenhuma informação relevante para a análise do ritmo de crescimento da demanda efetiva e da economia, tampouco se trata de um indicador eficiente de problemas financeiro do setor privado, pois, como visto, esse saldo agrega não apenas famílias e empresas não financeiras, mas também as empresas financeiras, e, de particular interesse, os bancos.

Talvez seja interessante começar com um caso bastante simples, supondo inicialmente uma economia fechada e sem governo, ou, de forma um pouco mais realista, uma economia na qual os saldos públicos e externos somem zero. Se nesta economia o setor privado consolidado aumentar os seus gastos em consumo e investimento, o resultado em termos de saldo financeiro consolidado será sempre o mesmo: zero. O motivo é que qualquer aumento dos gastos privados aumenta a renda do setor privado no mesmo montante e ao mesmo tempo. Neste caso não há, evidentemente, relação alguma entre o valor do saldo do setor privado – sempre igual a zero – e os níveis dos gastos, seja de consumo ou de investimento, tampouco com suas taxas de crescimento¹¹. Além disso, não acrescenta nenhuma informação a respeito de endividamento, pois o saldo financeiro privado inclui, além de famílias e empresas não financeiras, os bancos.

Analiticamente, temos:

Hipótese: $DP + STC = 0$

$$Y = \bar{C} + \bar{I} = \bar{C} + S \quad (1.11)$$

$$S - \bar{I} = 0 \quad (1.12)$$

¹¹ Nosso raciocínio é o análogo para o setor privado do conhecido teorema do orçamento equilibrado de Haavelmo (1944).

Onde a barra sobre as letras representa que essas variáveis são exógenas.

Introduz-se agora a presença explícita do governo na economia, num contexto de economia fechada. Supondo inicialmente que o gasto público é autônomo e, provisoriamente, que a receita tributária líquida total também é determinada exogenamente pelo governo, o tamanho do déficit público (α) será determinado pelo governo. Neste caso o saldo financeiro privado não é necessariamente igual a zero. No entanto, o importante é que o valor do saldo privado continua sendo totalmente independente do nível ou da variação dos gastos do setor privado, seja em consumo, seja em investimento. Além disso, o saldo privado será inteiramente determinado pelas decisões do governo sobre gastos e tributação líquida que estamos supondo (provisoriamente) autônomas. Neste caso, novamente, qualquer aumento ou diminuição dos gastos privados gera um aumento idêntico na renda do setor privado e, portanto, logicamente não pode afetar o saldo financeiro do setor.

Hipótese: $STC = 0$

$$YD + \bar{T}' = \bar{C} + \bar{I} + \bar{G} \quad (1.13)$$

$$\bar{G} - \bar{T}' = \alpha \quad (1.14)$$

$$(S - \bar{I}) = (\bar{G} - \bar{T}') = \alpha \quad (1.15)$$

Onde YD é a renda disponível ($Y - \bar{T}'$).

Podemos permitir também que o setor externo desempenhe algum papel na determinação dos saldos macroeconômicos. Pode-se, da mesma forma, supor que as exportações e a renda líquida enviada ao exterior são autônomas, enquanto que, provisoriamente, supõe-se também que todas as importações são autônomas. Assim como os gastos públicos e a tributação. Não obstante, continua válido o resultado anterior: o saldo financeiro do setor privado não é determinado, sequer afetado, pelas decisões de gasto em consumo e investimento deste mesmo setor. Como supomos uma propensão marginal a importar igual a zero, novamente todo o aumento dos gastos privados domésticos gera um aumento idêntico na renda do setor privado e, portanto, não muda seu saldo financeiro. A magnitude e o sinal do saldo financeiro do setor privado não vão depender do montante total de suas decisões de consumo e investimento e sim do comportamento do governo e do “resto do mundo”.

$$Y - \bar{T}' + \bar{T}' + \bar{M} + \overline{RLRE} = \bar{C} + \bar{I} + \bar{G} + \bar{X} + \overline{RLRE} \quad (1.16)$$

$$(\bar{G} - \bar{T}' + \overline{REE_g} - \overline{RRE_g}) + (\bar{X} - \bar{M} + \overline{RLRE}) = \beta \quad (1.17)$$

$$NAFA = (\bar{G} - \bar{T}' + \overline{REE_g} - \overline{RRE_g}) + (\bar{X} - \bar{M} + \overline{RLRE}) = \beta \quad (1.18)$$

É verdade que o caso mais realista é aquele no qual a maior parte dos impostos é induzida pelo nível de atividade ou renda e no qual também as importações são induzidas pelo montante e composição dos gastos do setor privado. Neste caso, com propensões marginais a taxar e a importar positivas, o valor resultante do saldo financeiro do setor privado consolidado de fato vai ser uma função negativa dos gastos do setor privado em consumo e investimento. É verdade também que neste caso, devido aos vazamentos das importações e dos impostos, uma redução dos gastos privados vai reduzir em parte um eventual déficit consolidado do setor privado e um aumento dos gastos o aumentaria. No entanto, é evidente que **o saldo é o efeito e não a causa da evolução dos níveis de gasto privado.**

Vejamos então, esses dois casos de forma um pouco mais realista, começando por uma economia fechada, ou, de forma equivalente, uma economia na qual o saldo em conta corrente é nulo. Em primeiro lugar, deve ser destacado que, por trabalhar com o setor privado de forma agregada, Godley, usualmente, não distinguia consumo de investimento, tratando todos de forma agregada e chamando genericamente de “gastos privados” (Godley, 1999)¹². No entanto, optamos por, ao longo do capítulo, deixar explícita a separação entre consumo e investimento, o que auxilia a exposição de problemas e inconsistências da macroeconomia dos saldos. Partindo da equação (1.13), podemos definir os saldos admitindo que haja consumo induzido pela renda disponível (cYD), que existem gastos privados autônomos que não geram capacidade produtiva, tais como consumo autônomo e investimento residencial, que consideraremos de forma agregada (\bar{A}), e que a tributação líquida de impostos e pagamento de juros guarda certa proporção com o produto ($T' = t'Y$). Temos, portanto:

$$YD + T' = cYD + \bar{A} + \bar{I} + \bar{G} \quad (1.19)$$

$$(1 - t')Y + t'Y = c(1 - t')Y + \bar{A} + \bar{I} + \bar{G} \quad (1.19')$$

¹² Godley utiliza essa formulação em termos de “gastos privados” em diversas publicações, em um horizonte de mais de 30 anos, desde, pelo menos, Cripps e Godley (1976) a Godley, Papadimitriou, Hanngsen e Zezza (2007).

Colocando do lado esquerdo todos os termos referentes ao saldo do setor privado e do direito, os termos referentes ao saldo do setor público (o déficit nominal), temos:

$$(1 - t')Y - c(1 - t)Y - \bar{A} - \bar{I} = \bar{G} - t'Y \quad (1.20)$$

Dividindo ambos o lado da equação pelo produto (Y):

$$1 - t' - c(1 - t) - \frac{\bar{A}}{Y} - \frac{\bar{I}}{Y} = \frac{\bar{G}}{Y} - t' \quad (1.21)$$

Chamando $1 - c(1 - t')$ de s' (propensão marginal a poupar), e “nafa”, em letras minúsculas, representando o saldo financeiro privado (NAFA, em maiúsculas), normalizado pelo PIB (Y), temos:

$$nafa = s' - t' - \frac{\bar{A} + \bar{I}}{Y} = \frac{\bar{G}}{Y} - t' \quad (1.22)$$

Dada a seguinte equação de determinação do produto:

$$Y = \frac{\bar{A} + \bar{I} + \bar{G}}{s'} \quad (1.23)$$

Temos:

$$nafa = s' - t' - \frac{s'(\bar{A} + \bar{I})}{\bar{A} + \bar{I} + \bar{G}} = \frac{s'(\bar{G})}{\bar{A} + \bar{I} + \bar{G}} - t' \quad (1.24)$$

Na equação (1.24), podemos ver que o setor privado influencia seu próprio saldo financeiro de forma bastante indireta. Em particular, quanto maior o peso dos gastos privados autônomos e do investimento na soma $(\bar{A} + \bar{I} + \bar{G})$, o saldo privado será menos sensível a variações na propensão marginal a poupar. O caso limite é aquele em que o peso é de 100%, tratando-se de uma economia sem governo, no qual o setor privado não consegue alterar o seu saldo, sendo sempre igual a zero. Alternativamente, quanto menor a propensão marginal a poupar, menos sensível será o saldo financeiro privado a mudanças nos gastos privados autônomos ou no investimento.

Da equação 1.24, podemos explicitar o pagamento dos juros do governo e o superávit primário em proporção do PIB, que nos trará alguns resultados interessantes na próxima subseção.

$$nafa = s' - t + \frac{s'(rD_{-1})}{Y} - \frac{s'(\bar{A} + \bar{I})}{\bar{A} + \bar{I} + \bar{G}} = \frac{(\bar{G} - T)}{Y} + \frac{rD_{-1}}{Y} \quad (1.25)$$

$$nafa = s' - t + \frac{s'(rD_{-1})}{\bar{A} + \bar{I} + \bar{G}} - \frac{s'(\bar{A} + \bar{I})}{\bar{A} + \bar{I} + \bar{G}} = \frac{s'(\bar{G} - T + rD_{-1})}{\bar{A} + \bar{I} + \bar{G}} \quad (1.26)$$

Assim vemos, por exemplo, que qualquer mudança na taxa de juros, que é exógena às decisões do setor privado, altera o saldo financeiro privado. Reafirmando o caráter endógeno do saldo financeiro privado e, portanto, a incapacidade do setor privado em controlá-lo.

Suponhamos, por hipótese, que o saldo financeiro privado seja zero – e veremos na próxima seção em que circunstâncias Godley faz tal hipótese. E, que também de acordo com Godley, todos gastos privados sejam induzidos, chegamos ao seguinte caso limite:

$$Y^* = \frac{\bar{G}}{t'} \quad (1.27)$$

No qual o produto no estado estacionário (Y^*) é inteiramente determinado pela política fiscal. A essa razão \bar{G}/t' Godley dá o nome de *fiscal stance* (Godley e McCarthy, 1998: 40), pois resumiria num único indicador a orientação da política fiscal (*fiscal stance*, em inglês). E essa razão, segundo Godley e McCarthy (1998), é o melhor indicador do impacto da política fiscal na economia¹³.

Analisando o caso de uma economia aberta, flexibilizaremos a hipótese acima de que as importações são exógenas, admitindo que são induzidas pelo nível de atividade ($M = mY$). Por simplicidade vamos considerar que toda renda líquida recebida do exterior é apropriada pelo setor privado ($RLRE = RRE_p - REE_p$). E, como nosso foco do ponto de vista empírico é a economia norte-americana, faremos uma hipótese adequada a ela, de que a renda líquida recebida do exterior é positiva. Por simplicidade,

¹³ E curioso notar que Godley e McCarthy (1998) comparam esse indicador *fiscal stance* com o déficit nominal público, afirmando que este é pior que aquele devido ao seu caráter endógeno. Não obstante, isso não parece ser uma autocrítica, tampouco representou uma mudança no pensamento de Godley, pois, posteriormente continuou a afirmar que os saldos representam as contribuições de cada setor institucional à demanda agregada (Godley *et al.*, 2006). Lembrando que o saldo financeiro do setor público é exatamente o déficit público nominal.

será considerada também exógena. Desse modo, ela pode ser incorporada as exportações¹⁴ (\bar{X}), que passará a ser da seguinte forma $\bar{X}' = \bar{X} + \overline{RLRE}$.

Reescrevendo as equações, temos:

$$Y - T' + T' + M + \overline{RLRE} = cYD + \bar{A} + \bar{I} + \bar{G} + \bar{X} + \overline{RLRE} \quad (1.28)$$

$$(1 - t')Y + t'Y + mY + \overline{RLRE} = c(1 - t')Y + \bar{A} + \bar{I} + \bar{G} + \bar{X}' \quad (1.29)$$

Colocando do lado esquerdo os elementos do saldo financeiro do setor privado e do lado direito os termos dos saldos financeiros do setor público (o déficit nominal) e do setor externo (saldo em transações correntes):

$$(1 - t')Y - c(1 - t')Y - \bar{A} - \bar{I} + \overline{RLRE} = \bar{G} - t'Y + \bar{X}' - mY \quad (1.30)$$

Dividindo ambos os lados da equação pelo produto (Y)

$$1 - t' - c(1 - t') - \frac{\bar{A}}{Y} - \frac{\bar{I}}{Y} + \frac{\overline{RLRE}}{Y} = \left(\frac{\bar{G}}{Y} - t' \right) + \left(\frac{\bar{X}'}{Y} - m \right) \quad (1.31)$$

Chamando de \bar{Z}' a soma de todos os gastos autônomos improdutivos¹⁵ ($\bar{A}, \bar{G}, \bar{X}'$), temos a seguinte equação para o produto.

$$Y = \frac{\bar{Z}' + \bar{I}}{s' + m} \quad (1.32)$$

A partir de (1.32), podemos reescrever a equação 1.31 da seguinte forma:

$$\begin{aligned} nafa &= s' - t' - \frac{(s' + m)(\bar{A} + \bar{I})}{\bar{Z}' + \bar{I}} + \frac{(s' + m)(\overline{RLRE})}{\bar{Z}' + \bar{I}} \\ &= \left(\frac{(s' + m)\bar{G}}{\bar{Z}' + \bar{I}} - t' \right) + \left(\frac{(s' + m)(\bar{X}')}{\bar{Z}' + \bar{I}} - m \right) \end{aligned} \quad (1.33)$$

Analisando primeiro as variáveis sob controle do setor privado, temos resultados semelhantes ao caso apenas com governo. Quanto maior a proporção dos gastos privados autônomos e do investimento em $(\bar{Z}' + \bar{I})$, menor será a sensibilidade do saldo financeiro a variações na propensão marginal a poupar. Por outro lado, quanto menor a propensão marginal a poupar, menor será a sensibilidade do saldo privado a variações

¹⁴É dessa forma que é feito em Godley (1999: 15), por exemplo.

¹⁵Considerando o componente de “exportações” ampliado pela renda líquida recebida do exterior.

dos gastos autônomos improdutivos privados ou no investimento, porém sem o caso limite de total insensibilidade, pois há o vazamento na forma de importações. Também podemos fazer algumas qualificações em termos das variáveis do setor externo. Quanto maior o peso das exportações e da renda líquida recebida do exterior na economia, menor será a sensibilidade do saldo financeiro a variações dos gastos privados autônomos e do investimento.

A presença do setor externo também trouxe agora, mais elementos fora do controle do setor privado que afetam seu saldo financeiro. Uma mudança das exportações, decorrente, por exemplo, de mudanças no crescimento da economia mundial – algo que evidentemente está fora do controle do setor privado doméstico –, altera o saldo financeiro privado. E também uma variação da propensão marginal a importar, fruto, por exemplo, de uma variação do conteúdo importado do gasto público, afeta diretamente o saldo financeiro privado e está fora da sua esfera de influência. Outra possibilidade é o caso em que a taxa de retorno dos ativos privados no exterior aumente. Caso isso ocorra, o saldo financeiro também vai aumentar.

Por analogia ao caso anterior, supondo, por hipótese, que o saldo financeiro privado seja nulo e que todos os gastos privados sejam induzidos pela renda, chegamos a seguinte equação para determinação do produto:

$$Y^{**} = \frac{\bar{G} + \bar{X}'}{t' + m} \quad (1.34)^{16}$$

Na qual o produto é determinado inteiramente pelos gastos do governo, pelas exportações, pela renda líquida recebida do exterior, pela propensão marginal a tributar líquida de transferências e juros e pela propensão marginal a importar. Ao termo do lado direito da equação, Godley dá o nome de *augmented fiscal stance*¹⁷ (AFS)¹⁸ (Godley e McCarthy, 1998: 41). E veremos adiante porque ele a considera uma variável chave para a análise de economias reais.

¹⁶ Os dois asteriscos indicam que não se trata de um nível de produto de estado estacionário, mas sim de um nível de produto de um estado *quasi* estacionário, pois os saldos do setor público e do setor externo não precisam ser, cada um, iguais a zero (Godley e Cripps, 1983).

¹⁷ Apesar de Godley tratar do saldo externo como sendo o déficit em transações correntes (em vez de usar, por exemplo, apenas déficit comercial), de forma geral, não explicita as rendas enviadas e recebidas pelo exterior, quando expõe o AFS.

¹⁸ Godley e Wray (1999) e Godley (1999) chamam essa razão simplesmente de “*combined fiscal and trade ratio*”.

Tendo visto que o setor privado, em condições normais, tem capacidade limitada para influenciar o seu saldo financeiro, surge a questão de por que Godley considera que as decisões de gastos em consumo e investimento do conjunto de agentes do setor privado seriam afetadas por este saldo financeiro *ex-post* de maneira sistemática.

1.6 O saldo financeiro do setor privado como uma meta *ex-ante*¹⁹: a hipótese *new Cambridge*

Para responder ao questionamento deixado no fim da subseção anterior, é preciso introduzir aqui a já mencionada hipótese *new Cambridge*. Esta hipótese estabelece que o setor privado como um todo teria uma meta agregada de acumulação líquida de ativos financeiros²⁰, o já mencionado NAFA, em relação a sua renda disponível (ou o PIB, dependendo da versão²¹) a médio prazo, relacionado a uma norma entre o estoque de riqueza financeira líquida e sua renda disponível (ou PIB). É o NAFA, concebido como uma norma, que regularia em última instância o ritmo de expansão de seus gastos totais em consumo e investimento. Assim, se o saldo financeiro *ex post* do setor privado – aquele que calculado a partir dos dados das contas nacionais – estiver por muito tempo acima da meta *ex ante*, o ritmo de expansão dos gastos privados se reduziria para que o setor se aproxime de seu NAFA desejado.

Supondo, por simplicidade, que, numa economia fechada, o passivo do governo é composto apenas por emissão de moeda, e, portanto está é única forma de riqueza financeira para o setor privado. Temos que a norma desejada²² de ativos em relação à renda é:

$$k = M/(PY) \quad (1.35)^{23}$$

¹⁹ A partir dessa seção trataremos o investimento privado produtivo privado de forma mais realista, como sendo induzido pelo produto, da seguinte forma: $I = hY$.

²⁰ Rememorado, a diferença entre a poupança, de um lado, e o investimento, de outro.

²¹ Por exemplo, Godley *et al.* (2007) usam PIB, enquanto Godley e Izurieta (2004) usam renda disponível.

²² É importante notar que qualquer autor que utilizar uma função gasto privado (ou uma função consumo) que dependa apenas da renda corrente e da riqueza acumulada aceita, ao menos implicitamente, a existência de tal norma. Para a demonstração disso, ver os dois apêndices da tese. Onde também será mostrada a relação entre norma para o NAFA (fluxo) e a norma em termos de estoque de riqueza.

²³ Excepcionalmente, foi utilizada nessa equação uma notação fora do padrão do resto da tese. Isso teve apenas o propósito de evidenciar algumas semelhanças da abordagem dos saldos de Godley com a teoria monetarista.

Ou, na notação utilizada nesta tese:

$$k = \frac{R}{Y}$$

Onde R é a riqueza financeira líquida do setor privado.

Qualquer semelhança com a teoria monetarista talvez não seja mera coincidência²⁴, uma vez que Godley e Cripps afirmam:

“Our present synthesis may be broadly characterized by saying that we make a ‘monetarist’ financial system (based on the behaviour of stocks of money, financial assets and debts) drive a ‘Keynesian’ flow system based on the response of expenditure to income” (Godley e Cripps, 1983: 17; grifos acrescentados).

Voltando a relação entre a norma e o saldo *ex post*, Godley e um co-autor afirmam:

“... it only need a glance at the configuration of financial balances to infer that a situation had been developing which was unsustainable. The change in the government’s balance had steadily, and on an increasing scale, been withdrawing purchasing power from the economy and the same thing was true of the balance of payments. It could therefore be inferred that the motor driving the economy had resided entirely in a wholly exceptional rise in private expenditure relative to disposable income, causing the whole private sector to fall ever more deeply into financial deficit. And it was easy to ascertain that this private sector deficit had itself been powered by a prolonged surge of lending, resulting in record levels of household and corporate debt relative to income. It was this pattern of balances which led us, in a series of papers published around that time, to point out that the private financial balance would eventually revert towards its long term average” (Godley and Izurieta, 2004: 4)²⁵.

De acordo com essa abordagem, existiria uma relação positiva em médio prazo entre os desvios do saldo privado *ex post* em relação a seu valor normal (ou meta) e o ritmo de expansão dos gastos privados agregados em consumo e investimento. E aqueles que seguem essa abordagem acreditam que podem inferir a norma do NAFA a partir dos saldos *ex-post* calculados a partir das contas nacionais.

O NAFA desejado (a norma do NAFA) em uma economia em crescimento é dado pela relação desejada “k” entre estoque de riqueza financeira líquida e a renda e a

²⁴ Dixon já havia apontado a existência de semelhanças entre a *new Cambridge Economics* e o monetarismo antes da publicação do livro de Godley e Cripps em 1983 (Dixon, 1982-3: 291).

²⁵ Convém destacar que nessa passagem Godley e Izurieta colocam a norma em termos de renda disponível, em oposição à passagem citada anteriormente (Godley *et al.*, 2007), na qual as normas são em relação ao PIB. Se não houver mudanças na propensão marginal a tributar líquida de transferências e pagamento de juros, uma norma em termos de renda disponível corresponde a uma única norma em termos de PIB. Esse ponto é mais bem desenvolvido no apêndice A. Salvo aviso em contrário, por simplicidade normalizaremos os saldos em função do PIB (Y).

taxa de crescimento da economia “g”²⁶. Isso equivaleria, em termos de fluxos, a um *nafa* marginal ($nafa_{mg}$), ou, equivalentemente, a propensão marginal a “não gastar” da economia aumentada do pagamento de impostos. Admitindo que no setor privado existam famílias e empresas, que consomem e investem, respectivamente, tal propensão marginal a não gastar será dada pela relação entre a propensão marginal a poupar (s') e a propensão marginal a investir (h), acrescida do pagamento de impostos líquido de juros e transferências (t'). Formalmente, temos:

$$nafa_{mg} = 1 - c(1 - t') - h - t' = kg \quad (1.36)$$

$$nafa_{mg} = s' - h - t' = kg \quad (1.36')$$

Entretanto, quando os saldos *ex-post* são calculados a partir das contas nacionais, não é o NAFA marginal que se verifica, mas sim o NAFA médio ($nafa_{médio}$):

$$NAFA = Y - C - I - T' - A + RLRE = (G - T') + (X' - M) \quad (1.37)$$

Normalizando pelo produto

$$\begin{aligned} nafa_{médio} &= 1 - c(1 - t') - h - t' - \frac{A}{Y} + \frac{RLRE}{Y} \quad (1.38) \\ &= \left(\frac{G}{Y} - t'\right) + \left(\frac{X'}{Y} - m\right) \end{aligned}$$

$$nafa_{médio} = s' - h - t' - \frac{A}{Y} + \frac{RLRE}{Y} = \left(\frac{G}{Y} - t'\right) + \left(\frac{X'}{Y} - m\right) \quad (1.38')$$

A primeira igualdade da equação acima pode ainda ser reescrita da seguinte forma:

$$nafa_{médio} = nafa_{mg} + \frac{(RLRE - A)}{Y} = nafa_{mg} f_{nafa} \quad (1.39)$$

Onde f_{nafa} é inspirado na “fração” de Serrano (1995). No contexto teórico discutido por Serrano (1995), a *fração* era a razão entre a propensão média a poupar e a propensão marginal a poupar. No contexto deste capítulo, trata-se da razão entre o $nafa_{médio}$ e o $nafa_{mg}$. Tanto pela equação (1.39) acima, como pela equação (1.40) abaixo, podemos perceber que a fração só será igual a 1 quando o $nafa_{médio}$ e o

²⁶ Esse resultado foi apresentado primeiramente por Dixon (1982-3: 290) e seu desenvolvimento também se encontra no apêndice A.

$nafa_{mg}$ forem iguais. Isso só ocorrerá quando não houver gastos autônomos privados (A) e renda líquida recebida do exterior (RLRE), ou que ao menos esses dois termos se anulem. Essas variáveis precisam se apresentar como processos com média zero no médio prazo para que seja possível conhecer a meta *ex-ante* do saldo financeiro privado a partir dos saldos *ex-post* calculados a partir das contas nacionais.

A partir de (1.38'), podemos reescrever a equação (1.36') da seguinte maneira:

$$nafa_{mg} = s - h - t' = \left(\frac{\bar{G} - T'}{Y} \right) + \left(\frac{\bar{X}' - M}{Y} \right) + \left(\frac{\bar{A} - \overline{RLRE}}{Y} \right)$$

$$nafa_{mg} = DP + STC + \left(\frac{\bar{A} - \overline{RLRE}}{Y} \right) \quad (1.36'')$$

Portanto, a fração-nafa (f_{nafa}) será dada pela razão entre as equações (1.38') e (1.36'').

$$f_{nafa} = \frac{nafa_{médio}}{nafa_{mg}} = \frac{(\bar{G} - T') + (\bar{X}' - M)}{(\bar{G} - T') + (\bar{X}' - M) + (\bar{A} - \overline{RLRE})}$$

$$f_{nafa} = \frac{DP + STC}{DP + STC + (\bar{A} - \overline{RLRE})} \quad (1.40)$$

Se os gastos privados autônomos (A) menos a renda líquida recebida do exterior resultarem em zero, teremos:

$$f_{nafa} = \frac{nafa_{médio}}{nafa_{mg}} = \frac{DP + STC}{DP + STC} = 1$$

Godley e seus seguidores admitem que os saldos *ex-post* podem desviar da sua meta no curto prazo, porém consideram que é possível conhecer os saldos *ex-ante* a partir dos saldos *ex-post*, pois estes tendem àquele no médio prazo.

Com isso, implicitamente, estão pressupondo que o consumo autônomo e o investimento residencial, financiados por crédito, não são “fatores de tendência” que ampliam a extensão do mercado interno da economia, mas apenas (junto com a renda

líquida recebida do exterior) fenômenos **temporários**²⁷, que se anulam em média em um prazo não muito longo, e explicam os **desvios** de curto prazo do saldo financeiro privado em relação à meta de acumulação de ativos financeiros líquidos²⁸. Não é por outra razão que Shaikh (2011), ao introduzir uma modificação no mecanismo de ajuste do NAFA para a sua norma proposto por Godley e Cripps (1983), inclui na equação um termo que “*represent some zero-mean error process*” (Shaikh, 2011: 6)²⁹. Esta é a única forma de garantir que os NAFAs calculados a partir das contas nacionais convirjam para a norma.

Nos trabalhos empíricos feitos para a economia britânica (Cripps, Godley, Fetherston, 1974, *apud* Wahid, 1992) nos anos 1970, o resultado encontrado era que a meta de NAFA (como visto, o $nafa_{mg}$) era igual a zero. Ou seja, o setor privado gastava toda sua renda, sem acumular ativos financeiros de modo líquido. Já para os Estados Unidos, suponha-se que a meta de NAFA em proporção do PIB era um número positivo e pequeno, em torno de 2% (Godley e Izurieta, 2009: 98). Não obstante, em trabalhos aplicados, Godley e seus seguidores por vezes trabalhavam com a hipótese de que a meta de NAFA para os Estados também era zero (Godley e McCarthy, 1998).

Agora que foi explicado o porquê de Godley considerar que os gastos privados são afetados pelo saldo financeiro *ex-post*, podemos retomar alguns pontos discutidos na subseção anterior. O produto determinado pelo *fiscal stance* ou pelo *augmented fiscal stance* tem como hipótese que setor privado não apenas alcançou sua meta de acumulação de ativos financeiros líquidos em relação ao produto (ou a renda disponível), como também é capaz de se manter nela. Portanto, o produto determinado pelo *fiscal stance* representa um estado estacionário, no qual tanto o setor privado quanto o setor público apresentam seus saldos financeiros efetivos iguais ao desejado. Já o produto determinado pelo AFS é considerado, desde Godley e Cripps (1983), um

²⁷ Porém, quando Godley e seus seguidores apresentam seus modelos empíricos/econômicos, o gasto privado aparece como função da renda e do crédito, e o crédito não aparece como tendo apenas um efeito temporário, como pode ser visto, por exemplo, em Godley, Papadimitriou e Zezza (2008).

²⁸ Para evidência de que o consumo financiado por crédito não tem um caráter apenas temporário na economia americana ver Maki (2000). Para evidência econométrica e testes de causalidade que mostram que o investimento residencial tem efeitos de longo prazo sobre o PIB americano ver Green (1997).

²⁹ Este texto de Shaikh (2011) é especialmente confuso. O autor, diferentemente de Godley, chama de NAFA a relação entre o estoque de riqueza e a renda disponível e não a relação ente o saldo financeiro líquido do setor privado, um fluxo, em relação à renda. Além disso, apresenta como seu principal resultado e contribuição, o mesmo resultado apresentado por Dixon (1982-83), qual seja, $NAFA/Y = kg$.

*quasi steady-state*³⁰. Pois, nesse caso, apesar de o setor privado estar com um saldo financeiro igual a meta (zero), não necessariamente os saldos do setor público e do setor externo estão, individualmente, iguais às suas respectivas metas. Quando isso ocorresse, seria um *fully steady-state* conforme indicado na equação abaixo:

$$Y^* = \frac{\bar{G}}{t'} = \frac{\bar{X}'}{m} \quad (1.41)$$

Cabe insistir em um ponto. Supor que a economia tende ao produto determinado pelo *fiscal stance* (para uma economia fechada) ou pelo AFS em *quasi* ou *fully steady state*, como em Godley e McCarthy (1998) ou em Leite (2015), implica necessariamente aceitar, ao menos de modo implícito, a hipótese *new Cambridge* e seus resultados básicos: os gastos privados em consumo e investimento respondem ao saldo financeiro *ex-post*, não existem gastos privados autônomos (ou são choques aleatórios com média zero), tais como consumo financiado por crédito e investimento residencial, e, no estado estacionário, a propensão marginal a gastar do setor privado é igual à unidade (como será visto nos apêndice A e B).

Os resultados do *fiscal stance* e do AFS, apresentados anteriormente (equações 1.27 e 1.34, respectivamente), podem ser reescritos em termos explícitos da norma de acumulação líquida de ativos financeiros kg (ou, como vimos, $nafa_{mg}$). Começando pelo caso de uma economia fechada e com governo. Supondo que o setor privado já alcançou a norma e consegue se manter nela, temos que:

$$\begin{aligned} NAFA &= kgY = G - T' & (1.42) \\ &= \textit{déficit nominal público} \end{aligned}$$

$$kgY = G - t'Y \quad (1.43)$$

$$Y^* = \frac{\bar{G}}{(kg + t')}$$

A equação (1.43) é a nossa equação geral de determinação do produto, nesse caso. A equação (1.44) a seguir a apenas nos mostra que, com uma taxa positiva de crescimento, a meta de *nafa* também é positiva, logo a propensão marginal privada a

³⁰ É importante destacar que, normalmente, Godley trabalha em seus modelos com as variáveis em nível, e não em taxa, então quando fala em *steady-state*, normalmente está referindo a um estado estacionário.

poupar é maior que a propensão a investir. Nessa equação seguimos a hipótese de Godley que não há gastos privados autônomos.

Como $kg = s' - h - t'$, temos, a partir de 1.43:

$$Y^* = \frac{\bar{G}}{(s' - h - t' + t')} = \frac{\bar{G}}{(s' - h)} \quad (1.44)$$

De (1.43) também podemos derivar o caso particular no qual o produto é determinado exclusivamente pelo *fiscal stance*. Supondo um estado estacionário, no qual o setor privado já atingiu sua meta de riqueza financeira líquida em proporção da renda e, portanto, seu objetivo é ter um saldo financeiro igual a zero, temos:

Com $kg = 0$, partindo de (1.43):

$$Y^* = \frac{\bar{G}}{t'} \quad (1.45)$$

Retornamos ao estado estacionário determinado pelo *fiscal stance* da equação (1.27).

É possível aproveitar a discussão em termos simplificados de uma economia fechada e com governo para mostrar um resultado bastante singular implícito à macroeconomia dos saldos de Godley.

Em t' , conforme já mencionado, são descontados o pagamento de juros. Colocando tais pagamentos de forma explícita e, portanto, usando a carga tributária líquida apenas de transferências, temos:

$$t' = t - \frac{rD_{-1}}{Y} \quad (1.46)$$

Partindo das equações (1.42) e (1.43), utilizando a (1.46) acima, que relaciona carga tributária líquida de transferências e juros (t') e a carga tributária líquidas apenas de transferências (t). De (1.42) temos

$$\begin{aligned} NAFA &= kgY = G - T' \\ &= \textit{déficit nominal público} \end{aligned} \quad (1.42)$$

Substituindo (1.46) nela, evidenciamos o déficit público em termos de um déficit primário acrescido do pagamento de juros:

$$kgY = \bar{G} - T + rD_{-1} \quad (1.47)$$

$$kgY = \bar{G} - tY + rD_{-1} \quad (1.48)$$

$$Y^* = \frac{\bar{G} + rD_{-1}}{(kg + t)} \quad (1.49)$$

Podemos perceber, portanto, pela equação (1.49), que qualquer aumento da taxa de juros aumenta o produto. Logo, implícita ao modelo de Godley existe uma curva análoga a IS positivamente inclinada. Esse é um resultado incomum. Em geral, supõe-se que aumentos da taxa de juros tenha um impacto negativo no consumo financiado por crédito e no investimento residencial³¹ (componentes de demanda ignorados na macroeconomia dos saldos) e, assim sendo, a curva IS seria negativamente inclinada. Na abordagem de Godley, o comportamento do setor privado é determinado pela sua meta de riqueza financeira líquida em relação à renda. Portanto, todo aumento de renda disponível, nesse caso específico causado pelo aumento da taxa de juros, precisa ser gasto. Caso contrário, o setor privado acumulará mais riqueza do que deseja.

Voltando agora ao caso de uma economia aberta e com governo, também podemos reescrever a equação do produto em termos da norma kg, conforme a equação (1.51):

$$\begin{aligned} NAFA = kgY &= (G - T') - (X' - M) \\ &= DP + STC \end{aligned} \quad (1.50)$$

$$\begin{aligned} kgY &= (\bar{G} - t'Y) + (\bar{X}' - mY) \\ Y^* &= \frac{\bar{G} + \bar{X}'}{(kg + t' + m)} \end{aligned} \quad (1.51)$$

Se a economia não estiver em estado estacionário, logo, se a taxa de crescimento da economia (g) for diferente de zero, podemos ver que a propensão marginal a poupar da economia $(1 - c(1 - t') + m)$ tem de ser maior que a propensão marginal a investir,

³¹ No capítulo 2, a seguir, apresentaremos um modelo teórico no qual o consumo autônomo e o investimento residencial reagem negativamente ao aumento de uma taxa de juros específica, a taxa de juros hipotecária.

conforme equação (1.52) abaixo. Mais uma vez procedemos como Godley e fazemos a hipótese de que não há gastos privados autônomos:

Como $kg = s' - h - t'$

$$Y^* = \frac{\bar{G} + \bar{X}'}{(s' - h + m)} \quad (1.52)$$

Resultado análogo ao da equação (1.32).

Se o setor privado já possuir a proporção desejada entre riqueza financeira e renda, sua norma para $nafa_{mg}$ será zero. Em uma economia que não cresce retornamos, portanto, ao *quasi steady-state*³²:

$$Y^* = \frac{\bar{G} + \bar{X}'}{(t' + m)} \quad (1.53)$$

A mencionada função agregada para os gastos privados, usada desde Cripps e Godley (1976) a Godley *et alli* (2007), passando por Godley e Cripps (1983), não é implausível apenas pela ausência conspícua de gastos privados autônomos³³, mas também por não separar consumo e investimento. Parece pouco razoável agregar decisões de consumidores e firmas ou de trabalhadores e capitalistas como se estivessem sujeitos às mesmas motivações e forças competitivas ou ao mesmo tipo de restrição orçamentária. A propensão marginal a consumir depende da distribuição funcional e pessoal da renda e hábitos de consumo, por exemplo. Enquanto a propensão marginal a investir, numa visão mais realista, segue o princípio do acelerador³⁴.

No modelo mais simples de uma economia fechada e sem governo, apresentado por Godley e Cripps (1983), a tentativa de tornar induzido o investimento privado resultou em instabilidade para o modelo. Já no modelo de economia aberta e com governo, ou seja, com a presença de gastos autônomos, o investimento produtivo induzido fica estável, conforme mostram as simulações feitas por Leite (2012; 2015).

³² É a partir desse resultado que surge a versão de Godley para os déficits gêmeos. Com o setor privado com um saldo financeiro igual a zero, qualquer déficit público necessariamente gerará um déficit externo.

³³ Solow (1983) e Cuthbertson (1979) também criticam essa função gasto privado agregado *new Cambridge*.

³⁴ Já em Godley & Cripps (1983) os autores admitiam que um modelo deste tipo que levasse em conta o efeito capacidade do investimento privado não residencial tenderia a ser cronicamente instável se a relação desejada entre estoques de ativos financeiros líquidos e renda “k” fosse diferente de uma relação desejada entre o estoque de capital produtivo e a renda. Esse resultado apareceu na tentativa de incluir um mecanismo acelerador de estoques em um modelo que não continha nenhum gasto autônomo.

Porém, a compatibilidade é apenas formal. Pois o fato de que o setor privado agregado tem uma norma de acumulação líquida de ativos financeiros (NAFA) faz com que a propensão marginal a consumir e propensão marginal a investir tenham de apresentar necessariamente uma relação inversa.

Lembrando que

$$nafa = kg = s' - h - t'$$

Qualquer aumento na propensão marginal a consumir tem como efeito, necessariamente a redução da propensão marginal a investir, dado que o que move o setor privado a é a sua meta de acumulação líquida de ativos financeiros. Como mostram Freitas e Serrano (2015), o ajuste da capacidade produtiva para que a utilização efetiva da capacidade convirja para a utilização planejada é feita por meio de variações da propensão marginal a investir, o que teria como resultado, no modelo dos três saldos, em variações no sentido contrário da propensão marginal a consumir. Resultado esse que carece de evidência empírica.

Parece mais razoável supor que os gastos privados em investimento não residencial respondam gradualmente a mudanças na taxa de crescimento e/ou no grau de utilização da capacidade – sem implicar mudanças na propensão marginal a consumir – por meio de um mecanismo de ajuste de estoque de capital ou um acelerador flexível, a favor do qual existem evidências empíricas razoáveis e que de fato é algo necessário para explicar a tendência do grau de utilização da capacidade produtiva da economia americana a oscilar em torno de patamares relativamente estáveis³⁵, independentemente da existência ou não de déficits privados consolidados. Enquanto o consumo induzido dos trabalhadores depende da evolução da massa salarial e da política fiscal. A existência de uma situação *ex-post* de déficit privado consolidado em si não tem porque afetar significativamente estes determinantes.

É surpreendente que uma abordagem teórica que se proponha como útil para analisar a economia norte-americana nos anos 2000 desconsidere o papel desempenhado pelos gastos privados autônomos. Sendo mais específico, o consumo autônomo e o investimento residencial são excluídos, ou tratados apenas como fatores que causam

³⁵ Ver Serrano e Braga (2006) para algumas referências na literatura sobre o assunto e Braga (2006) para algumas estimativas econométricas. Schoder (2014), por meio de um var-cointegrado, também apresenta evidências empíricas para a convergência a um grau normal de utilização da capacidade na economia norte americana.

desvios temporários (que tendem a se anular) dos saldos financeiros privados, de um arcabouço teórico utilizado para analisar uma economia na qual a expansão do crédito e a bolha imobiliária são fatores fundamentais para explicar a evolução da demanda agregada, conforme veremos no próximo capítulo. Como descarta tais gastos, e agrega todo setor privado, inclusive os bancos, essa abordagem, que se propõe a ser consistente entre fluxos e estoques, não leva em consideração mudanças nos valores iniciais dos ativos (ou seja, descarta perdas e ganhos de capital) e as taxas de juros que incidem sobre as dívidas de famílias e empresas em relação aos bancos.

1.7 Endividamento, fragilidade externa e o padrão dólar flexível

A preocupação excessiva da abordagem de Godley com o comportamento dos saldos se torna ainda mais problemática quando se trata do saldo do setor externo da economia norte-americana. Os persistentes déficits em transações correntes da economia norte-americana, desde os anos 1980, chamavam a atenção de Godley e seus seguidores por duas razões: pelo vazamento de demanda que associavam a tais déficits (a ser discutido na seção seguinte) e pelo crescimento do passivo externo líquido (Godley, 1999; Godley *et al.* 2005; Papadimitriou *et al.* 2006a e 2006b).

Do ponto de vista do endividamento externo, esses autores consideravam que a persistência dos déficits externos tornariam os ativos denominados em dólar menos atraentes e que os bancos centrais do resto do mundo não poderiam acumular títulos do Tesouro norte-americano indefinidamente. Godley, inclusive, fez algumas previsões catastróficas sobre possíveis crises cambiais, caso não houvesse uma ação efetiva do governo norte-americano em empreender políticas econômicas que visassem a reduzir esses déficits (Godley, 1999: 7).

O problema dessa análise é que falha em perceber a posição especial dos EUA no presente sistema monetário internacional, caracterizado por um padrão dólar flexível (Serrano, 2002; 2004). Os EUA, portanto, possuem uma condição especial de emitir a divisa-chave, em regime de câmbio flexível, sem nenhum lastro ou compromisso de conversibilidade. Como afirma Serrano:

“A outra vantagem para os Estados Unidos da ausência de conversibilidade em ouro é a eliminação pura e simples da sua restrição externa. Agora, os Estados Unidos podem incorrer em déficits em conta-corrente permanentes e crescentes sem se preocuparem com o fato de seu passivo externo líquido estar

umentando, uma vez que esse passivo “externo” é composto de obrigações denominadas na própria moeda americana e não conversíveis em mais nada”. Serrano (2002: 251).

Passivo este, cuja taxa de remuneração é determinada a partir da taxa de juros de curto prazo praticada pelo banco central norte-americano. Ou seja, os EUA determinam a taxa de remuneração de sua própria dívida externa. Nunca é demais lembrar que este é o único país do mundo (e na história) que possui esta posição ímpar, de não possuir restrição externa. Sem problema de financiamento externo, elimina-se o risco cambial de agentes privados domésticos endividados com o exterior. Desta forma, analisar saldo financeiro líquido setor externo em termos de limites de endividamento em relação ao PIB norte-americano se mostra inapropriado.

1.8 O argumento de última instância: os três saldos como contribuição à demanda agregada

Um dos poucos argumentos que parecem constituir um ponto pacífico entre os vários defensores da macroeconomia dos saldos é a interpretação do saldo do setor externo como a contribuição desse setor à demanda agregada. Em geral, muitos autores dessa abordagem propõe que os saldos de todos os setores representam suas respectivas contribuições à demanda agregada. Se um determinado setor apresentar um superávit, este representará um vazamento de demanda³⁶. Se apresentar um déficit, o significado será uma injeção de demanda para a economia. Godley, Papadimitriou e Zezza sustentam essa posição de forma indubitável: “*a positive value for any of these balances implies that the sector contribution to aggregate demand is positive*” (Godley, Papadimitriou, Zezza, 2008; 11). Zezza, alguns anos depois, manteve a mesma posição:

“a positive balance implies that, for that sector, injections exceed leakages, so that that sector is a net contributor to aggregate demand. (...) Movements in the balances signal an increase (decrease) of injections against leakages. If any of the sectors changes its balance, this will have consequences on the growth rate” (Zezza, 2009: 11).

Já está estabelecido na literatura, no entanto, que isso não é verdade de forma geral. Por exemplo, conforme apresentado por Haavelmo (1945) no seu teorema do multiplicador de orçamento equilibrado, o governo pode contribuir para a demanda agregada mesmo que aumente a tributação na mesma medida que amplia os gastos

³⁶ Esta é realmente uma posição bastante disseminada pelos seguidores e simpatizantes da abordagem dos saldos. Taylor, por exemplo, afirma algo nessa linha, que os saldos “*can be broadly interpreted as the corresponding sector’s contribution to effective demand*” (Taylor, 2008: 640).

públicos. Atentos a isso, dos Santos e Macedo e Silva fazem uma qualificação do argumento de Zezza:

“While this [Zezza’s] statement is generally true, it is important to notice that it holds strictly only in the case of the external ‘sector’; if net exports are zero, there is no impact on GDP. (...) Therefore, we would rather stick to customary national accounting practices, which say that the contribution to aggregate demand of any ‘sector’ (and/or of any final demand component) depends on its relative size and on its relative growth rate” (dos Santos e Macedo e Silva, 2010: 9).

Seguindo a contabilidade do crescimento convencional (usada, por exemplo, pelo *Bureau of Economic Analysis* dos EUA), a contribuição para a demanda final de qualquer setor institucional ou componente da demanda agregada é dada pela seguinte equação:

$$((E - E_{-1})/E) \times (E/PIB) = (\Delta E/E)(E/PIB) = (\Delta E/PIB) \quad (1.54)$$

Onde, “E” denota qualquer componente da demanda final. Isso significa que, caso as exportações líquidas (X-M) sejam iguais a zero em um determinado período e continuem com o saldo equilibrado no período seguinte, a contribuição do setor externo para o crescimento da demanda agregada será zero.

$$\Delta PIB = \Delta C + \Delta I + \Delta G + \Delta X - \Delta M = \Delta C + \Delta I + \Delta G + \Delta(X-M) \quad (1.55)$$

Essa forma de contabilizar a contribuição do setor externo ao crescimento da demanda agregada, no entanto, não é a mais apropriada. Uma metodologia alternativa de contabilidade de crescimento vem sendo desenvolvida por alguns autores, tais como Serrano (2008a e 2008b) e Freitas e Dweck (2013). Em relação à análise da contribuição do setor externo, esses autores afirmam que o conceito de “exportações líquidas” é enganador, pois mistura um componente de demanda (as exportações) com um componente de oferta (as importações), e essa distinção é de fundamental importância para fazer a contabilidade da forma adequada³⁷. Partindo da seguinte equação:

³⁷ No caso particular de Godley, usar o saldo do setor externo como contribuição deste setor à demanda agregada é ainda mais problemático. Como vimos no começo do capítulo, Godley calcula os saldos em termos de PNB, e não de PIB. Logo, seu saldo financeiro externo é o saldo em transações correntes, e não a conta comercial. É muito difícil justificar que a renda recebida e ou enviada ao exterior sejam consideradas injeção ou vazamento de demanda.

$$M + Y = D + X \quad (1.56)$$

Onde:

$$D = C + I + G$$

O termo “D” representa a demanda doméstica. O lado esquerdo da equação é a oferta total (produzida domesticamente ou importada) e o lado direito é a demanda total, também separada pela sua origem, doméstica ou importada. O conteúdo importado, por sua vez, é calculado da seguinte forma:

$$(1-d) = M / (D+X) = M / (M+Y) \quad (1.57)$$

$$d = Y / (D+X) = Y / (M+Y) \quad (1.58)$$

Onde “d” é o conteúdo doméstico dos componentes da demanda final, seja de origem doméstica ou externa. Ou seja, mede a parcela da demanda final que é atendida por produção doméstica. Dessa forma, em vez de usar a seguinte equação para determinação do PIB:

$$Y = D + (X - M) \quad (1.59)$$

É mais apropriado utilizar a equação a seguir:

$$Y = d (D + X) \quad (1.60)$$

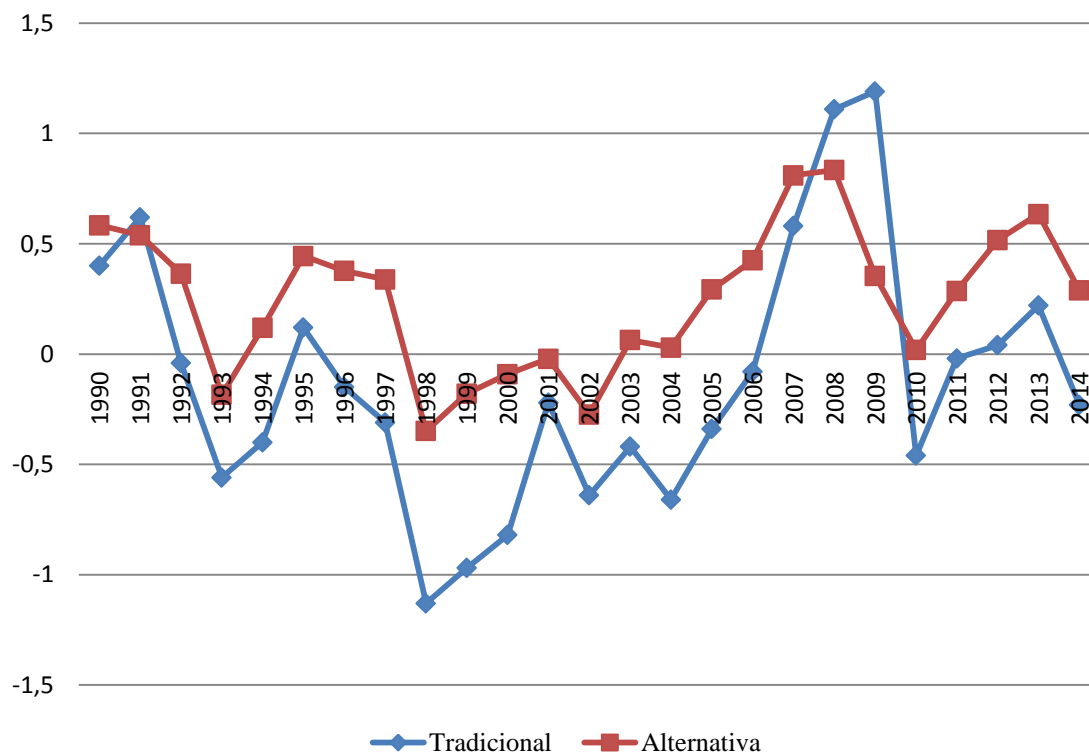
Tendo como hipótese, por simplicidade, que o conteúdo doméstico de todos os tipos de gasto é o mesmo³⁸.

Com essa equação é possível verificar que toda vez que as exportações crescem, a produção doméstica vai crescer na mesma proporção que o conteúdo doméstico das exportações. Porém, toda vez que o conteúdo importado aumenta, a demanda efetiva e o PIB se reduzirão. Caso haja um aumento das exportações, o impacto imediato no PIB será proporcional ao conteúdo doméstico das exportações. Se, por acaso, todo aumento de renda é gasto com importações de produtos, não ocorrerão aumentos adicionais da renda doméstica, mas o aumento inicial de renda não é neutralizado (Serrano, 2008b: 14). Na contabilidade tradicional do crescimento, no entanto, a contribuição do setor externo seria zero. De forma geral, podemos dizer que a contabilidade do crescimento

³⁸ “d” pode ser calculado como uma média dos diferentes conteúdos domésticos de cada tipo de gasto.

tradicional tende a subestimar a contribuição do setor externo à demanda agregada. E, como a soma da contribuição de todos os elementos da demanda final precisam igualar a taxa de crescimento do PIB, também tende a sobre estimar a contribuição dos gastos domésticos. Vamos analisar os dados do período 1990-2014. Este período foi escolhido por ter sido bastante analisado pelos proponentes da abordagem dos saldos e por conter também o período de interesse dessa tese.

Gráfico 1.1: Contribuição do setor externo ao crescimento econômico dos EUA (1990-2014): metodologia tradicional x alternativa



Fonte: BEA. Elaboração própria.

Na figura acima, a linha azul representa a contribuição do setor externo à demanda agregada, seguindo a contabilidade tradicional do crescimento, como defendido pelos economistas que seguem a macroeconomia dos saldos. Apenas em oito anos do período analisado, a contribuição do setor externa foi positiva. A média anual da contribuição foi negativa: -0,13%. Ou seja, na média o setor externo representou um vazamento de demanda. Isso levou a uma visão equivocada dos principais problemas enfrentados pela economia norte-americana. Godley (1999), por exemplo, no seu famoso “*seven unsustainable processes*”, afirma que o aumento do déficit em conta corrente era problemático, não apenas pelo aumento do endividamento externo, como também porque ele pensava que o setor externo não estava contribuindo para o crescimento econômico (Godley, 1999:3). Papadimitriou *et alli*, em outro texto, afirma claramente “*the current account balance [deficit] (...) is a deduction from U.S. aggregate demand*” (Papadimitriou *et al.* 2006a: 1)³⁹.

A metodologia alternativa aqui apresentada nos fornece uma impressão bastante distinta da anterior acerca da contribuição do setor externo ao crescimento. De acordo com essa metodologia, é possível verificar que o setor externo pode contribuir

³⁹ Wray também faz uma afirmação semelhante: “[*current account deficit*] is another leakage that drains domestic demand” (Wray, 2006: 2).

positivamente ao crescimento econômico, mesmo num contexto de crescentes déficits em transação correntes (Serrano, 2008a: 14). Este pareceu ser o caso da economia norte-americana; o setor externo foi uma fonte de crescimento para o período analisado. As exportações líquidas foram negativas em todo o período, mas, mesmo assim, o setor externo contribuiu positivamente para o crescimento da demanda, com 0,25% ao ano em média.

Desta forma, podemos ver que mesmo uma parte da abordagem que parecia pacífica não se sustenta quando analisada com especial atenção.

1.9 Considerações finais

Neste capítulo, foi apresentada uma crítica à abordagem dos saldos para análise macroeconômica. Abordagem essa pioneiramente proposta por Godley nos anos 1970 para analisar o desempenho da economia britânica e aplicada nos anos 1990 e 2000 para a economia norte-americana. A crítica foi feita em três frentes: consistência contábil, avaliação crítica à análise do comportamento do setor privado a partir do seu saldo financeiro, avaliação crítica das inferências feitas sobre setor externo a partir do seu saldo financeiro.

Em relação aos aspectos contábeis, vimos que o cálculo dos saldos financeiros *ex-post* a partir das contas nacionais faz com que não sejam levados em consideração mudanças nos valores iniciais dos ativos. Desta forma, o saldo financeiro de um setor não pode representar a variação da sua riqueza líquida. Além disso, há um conjunto de informações que são ignoradas por Godley e seus seguidores, que poderiam ser utilizadas para deflacionar melhor os saldos financeiros público e externos, levando em as mudanças nas taxas reais de juros internas e externas. Há informações disponíveis acerca de juros nominais internos e externos, e variações do nível de preços e do câmbio. Como vimos no exemplo dado ao longo do capítulo, não levar isso em consideração pode provocar grandes erros de avaliação do valor de ativos líquidos, o que leva essa abordagem a ser contabilmente inconsistente em relação a fluxos e estoques.

A crítica à análise do setor privado a partir dos saldos seguiu dois caminhos. Em primeiro lugar mostramos que a avaliação do saldo financeiro privado não traz nenhuma informação relevante sobre as condições de financiamento desse setor. Tampouco

apenas pela análise do saldo financeiro se pode dizer algo sobre o padrão de gastos do setor privado. É apenas a partir da hipótese *new Cambridge* que a macroeconomia dos saldos pode construir uma teoria do gasto privado a partir da verificação dos saldos financeiros *ex-post* calculados a partir das contas nacionais. Foram derivados diversos resultados a partir do uso dessa hipótese para mostrar sua implausibilidade.

A inquietação excessiva com o déficit externo também foi criticada. Os EUA são o único país na história que está livre de qualquer restrição externa. Isso ocorre, pois, no sistema monetário internacional do dólar flexível, toda dívida externa americana é denominada em dólar, que é emitido sem nenhum lastro, num regime de câmbio flexível. Não há, portanto, possibilidade de haver uma crise externa tradicional, causada por falta de divisas. Também comentamos a interpretação da abordagem dos saldos como injeções e vazamentos de demanda, e como esta interpretação tende a subestimar a contribuição do setor externo ao crescimento econômico.

As deficiências gerais desta abordagem nos levam a concluir que esta fornece menos informações sobre processos econômicos reais do que uma análise da demanda efetiva baseada no nível e nas taxas de crescimento de cada tipo de gasto, que de fato seja consistente com fluxos e estoques ao trabalhar explicitamente com mudanças nas taxas de juros e nos valores iniciais de ativos e passivos.

Uma alternativa à macroeconomia dos três saldos de Godley, baseada no supermultiplicador *sraffiano* com uma extensão para lidar de forma explícita com o fenômeno de inflação de ativos, será apresentada no próximo capítulo, e será utilizada como instrumento para análise do crescimento liderado pela demanda nos anos 2000.

CAPÍTULO 2: SUPERMULTIPLICADOR SRAFFIANO, INFLAÇÃO DE ATIVOS E CRESCIMENTO LIDERADO PELA DEMANDA NA ECONOMIA NORTE-AMERICANA NOS ANOS 2000

2.1. Introdução e fatos estilizados do crescimento e do investimento não residencial

Durante os anos 1990 houve um duradouro crescimento econômico nos Estados Unidos. Foram os anos das novas tecnologias de informação e comunicação, da nova economia, de baixa inflação, de enriquecimento acionário. Nas palavras do ex-presidente do banco central americano Alan Greenspan, foram anos de “exuberância irracional”. Depois de uma desaceleração da economia no ano de 2001, logo foi retomado o crescimento econômico no período 2002-2007. O mesmo Greenspan elogiou, à época, a resiliência da economia norte-americana (Greenspan, 2007). Depois dessa longa trajetória de crescimento, os EUA passaram a viver uma das maiores crises da sua história, cujo único precedente é a Crise de 1929, a maior crise do capitalismo até os dias de hoje.

Depois de duas décadas com taxas médias de crescimento relativamente semelhantes, 3,4% e 3,5%, nas décadas de 1980 e 1990, respectivamente, a economia norte-americana apresentou nas duas décadas seguintes taxas médias mais baixas, conforme tabela a seguir. Nos anos 2000, duas razões explicam o baixo crescimento médio. Por um lado, na fase ascendente do ciclo, a taxa média de crescimento foi relativamente mais baixa do que nas décadas de 1990 e 1980, 2,4%, 3,8% e 4,1%, para os respectivos períodos 2001-2007, 1992-2000, 1983-1990. A outra razão consiste nos dois anos de recessão, 2008 e 2009, que se seguiram à eclosão da crise *subprime*. De fato, a contração de 2,8% em termos reais apenas no ano de 2009, foi a maior contração em um único ano desde o ano de 1946⁴⁰. Se a recessão causada pela crise *subprime* foi rapidamente debelada, com o ano de 2010 já apresentando um crescimento positivo, a economia norte-americana aparenta ainda não ter conseguido engatar numa nova trajetória de crescimento mais significativo, com a taxa média de crescimento da década corrente abaixo dos resultados das décadas de 1980 e 1990.

⁴⁰ A queda do PIB nesse ano foi resultado da brusca redução dos gastos militares com o fim da II Guerra Mundial.

Tabela 2.1: Taxa média de crescimento por década (%): 1981 - 2014

	1981- 1990	1991- 2000	2001- 2010	2011- 2014
Taxa média de crescimento	3,4	3,5	1,7	2,1

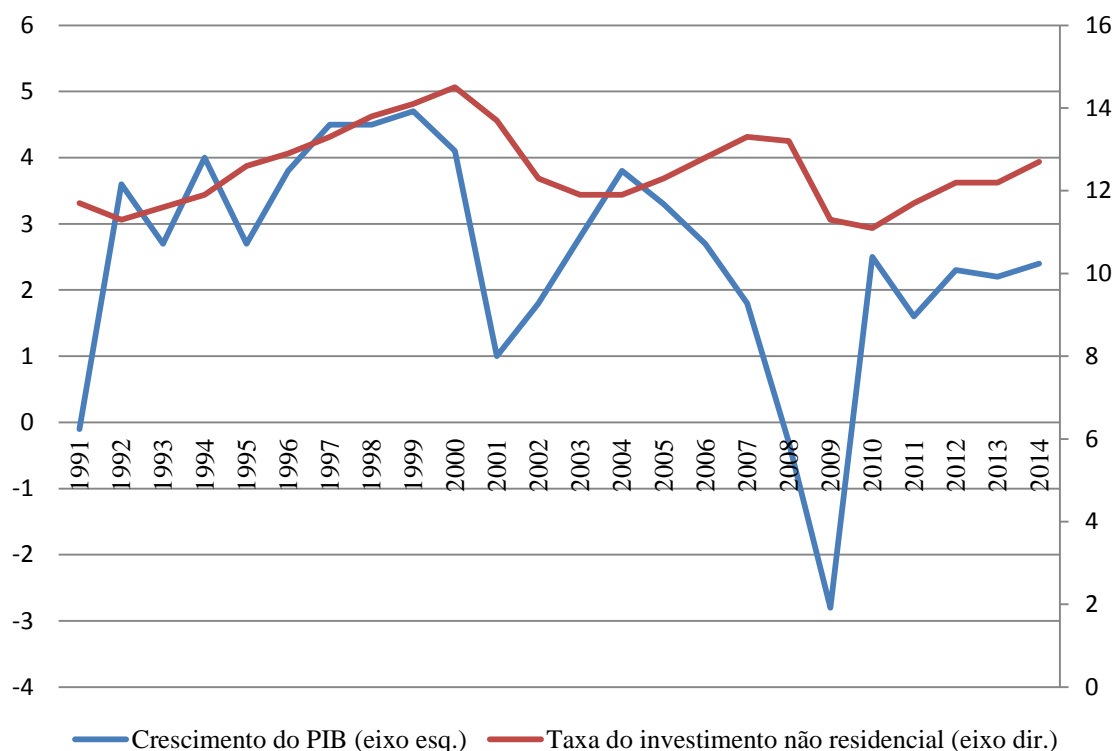
Fonte: BEA. Elaboração própria.

O objetivo deste capítulo será analisar o crescimento liderado pela demanda nos EUA nos anos 2000, período no qual o fenômeno de inflação de ativos, mas especificamente, a bolha imobiliária, teve substantivo impacto na demanda agregada. Porém, a nosso juízo, muitas das tendências analisadas nos anos 2000, já estão presentes pelo menos desde os anos 1980 (Serrano, 2004). Estenderemos a análise, quando necessário, aos anos 1980 e 1990 para melhor entender o período atual. Particularmente, buscamos explicar as duas séries apresentadas no gráfico abaixo, o crescimento do PIB e a taxa de investimento privado não residencial⁴¹ (a razão entre o investimento não residencial e o PIB), levando em consideração que o grau de utilização da capacidade produtiva oscila bastante, porém em torno de níveis relativamente estáveis⁴², conforme gráfico 2.2 a seguir:

⁴¹ Que, por simplicidade, será também chamado apenas de investimento não residencial.

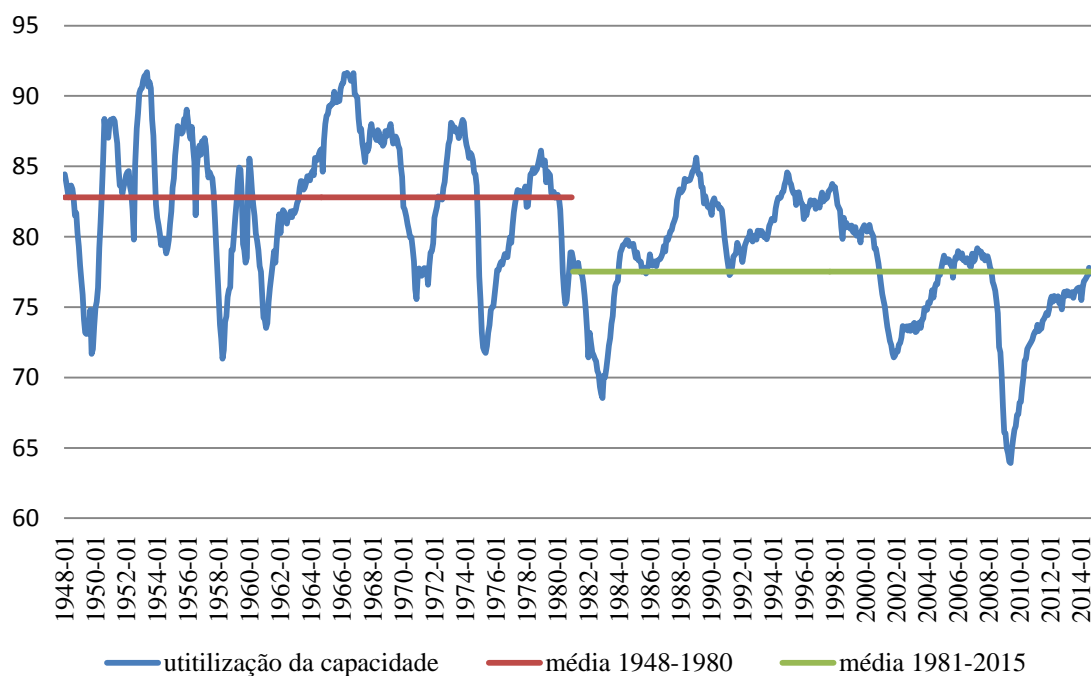
⁴² Na série de utilização da capacidade para todo o período do pós-guerra pode ser vista uma mudança de patamar no nível médio de utilização da capacidade a partir de 1980. De acordo com Nikiforos (2012), essa variação de patamar é explicada por uma mudança na metodologia de construção da série que causou uma mudança de patamar em torno de 4 pontos percentuais. Essa é exatamente a diferença que Nikiforos encontra na comparação entre os períodos 1948-1980 e 1980-2007. Tal mudança metodológica, portanto, não afeta o período exposto no gráfico 2.2.

Gráfico 2.1: Crescimento do produto e taxa de investimento não residencial: 1991-2014



Fonte: NIPA. Elaboração própria.

Gráfico 2.2: Grau de utilização da capacidade (%): 1948-2014



Fonte: FRED. Elaboração própria.

Buscaremos mostrar que, apesar das transformações ocorridas no período, algumas tendências e relações básicas não parecem ter mudado: continua existindo uma tendência do PIB e da taxa do investimento que gera capacidade produtiva para o setor privado (o investimento não residencial) de seguir a taxa de crescimento dos gastos improdutivos. Dito de outra forma, o produto efetivo e o produto potencial tendem a acompanhar a evolução dos gastos improdutivos autônomos e induzidos.

Para alcançar esse objetivo, faremos uma breve exposição do arcabouço analítico do supermultiplicador sraffiano, proposto por Serrano (1995 e 1996), com uma extensão para integrar de forma explícita o fenômeno da inflação de ativos. Em seguida, analisaremos o crescimento econômico liderado pela demanda, de forma coerente com o instrumental analítico apresentado, na parte expansiva do ciclo (2001-2007), na crise (2008-2009) e na recuperação que se seguiu (2010-2014). Para concluir, as tendências de crescimento e do investimento não residencial serão revistas à luz do que foi discutido.

Cabe lembrar que o objetivo desta tese é estudar o comportamento da demanda agregada nos EUA no período em questão. Não é, por exemplo, estudar as razões do surgimento e do estouro de bolhas. Nesse caso em particular, nosso objetivo é explicar como a bolha imobiliária impactou a demanda agregada. Minsky (1975; 1986), por exemplo, buscava conectar a dinâmica das bolhas com a demanda agregada por meio do investimento produtivo. Um dos papéis da seção teórica é mostrar que a conexão aqui aludida é primordialmente do ciclo de preços de imóveis com o investimento residencial, com o investimento produtivo seguindo a trajetória dos gastos autônomos.

2.2. Arcabouço teórico de análise: o supermultiplicador sraffiano

Apesar deste capítulo não ter uma natureza estritamente teórica, pretende-se apresentar aqui o arcabouço analítico a ser utilizado para a análise do crescimento e do investimento não residencial na economia norte-americana. Este arcabouço teórico é baseado no supermultiplicador sraffiano⁴³, formulado originalmente por Serrano (1995, 1996) e Bortis (1997). Este foi posteriormente desenvolvido em outros trabalhos, como Cesaratto, Stiratti e Serrano (2003) e Freitas e Serrano (2015). E também já foi utilizado

⁴³ Para os fins dessa tese, convém destacar que, nesta teoria, a distribuição é considerada exógena. Isso implica que a taxa básica de juros também é vista como exógena e determinada de forma autônoma pela autoridade monetária, tal como desenvolvido por Pivetti (1991) a partir de Sraffa (1960).

como instrumento de análise para situações históricas específicas, como para a própria economia norte-americana em Serrano (2004, 2008a e 2008b), Serrano e Braga (2006) e Braga (2006), ou para economia brasileira, como em Freitas e Dweck (2013), para citar alguns exemplos.

O supermultiplicador sraffiano é um modelo de crescimento liderado pela demanda, ou seja, extrapola para o longo prazo o princípio da demanda efetiva. A proposição básica do supermultiplicador parte da ideia de que:

“num prazo mais longo se nota que em média o crescimento da capacidade produtiva da economia não se afasta tanto assim do crescimento da demanda efetiva e que, portanto, o grau de utilização da capacidade produtiva, embora oscile bastante, em geral, não apresenta uma tendência de longo prazo de crescer ou diminuir continuamente” (Serrano, 2006: 1).

Para se colocar essa análise em prática, é importante reconhecer que a formação bruta de capital fixo agrupa elementos de demanda que se comportam de maneiras diferentes, como o investimento produtivo e o investimento residencial. O investimento que gera capacidade produtiva para o setor privado (doravante, apenas investimento produtivo, cujo equivalente na terminologia das contas nacionais é o investimento privado não residencial) é de natureza induzida, seguindo o princípio de ajuste do estoque de capital, por meio de acelerador flexível, o que justifica a flutuação da utilização da capacidade em torno de níveis relativamente estáveis. Essa distinção é fundamental, pois é o comportamento da taxa de investimento produtivo que explica a evolução da capacidade produtiva da economia ao longo do tempo, ou, dito de outra forma, do seu produto potencial.

A taxa de investimento produtivo tende a acompanhar a evolução dos gastos improdutivos, que são o consumo, investimento residencial, exportações e gasto do governo, inclusive o investimento público, pois não gera capacidade para o setor privado. É importante destacar que não é todo o gasto improdutivo que influencia a taxa de investimento da economia, mas apenas a parcela dessa demanda que é atendida pela produção doméstica. Portanto, ao analisar a evolução destes gastos, deve-se estar atento ao que ocorre com o coeficiente de conteúdo importado, conforme destacado na contabilidade do crescimento apresentada no capítulo anterior.

Do ponto de vista analítico, é mister fazer uma distinção entre os tipos de gastos improdutivos (Serrano, 1995; Cesaratto, Serrano e Stiratti, 2003). Há aqueles que são autônomos e há os que são induzidos pelo fluxo circular da renda. Compõem os gastos

autônomos: investimento residencial, exportações, gasto do governo e consumo autônomo (financiado por crédito, composto pela maior parte do consumo de duráveis e parte dos serviços, como gastos em educação). O nível desses gastos, associado à propensão marginal a consumir e a investir (o supermultiplicador), determina o nível de produto. E a taxa de crescimento desses gastos determina a taxa de crescimento da economia e, a longo prazo, a tendência da evolução do estoque de capital. A tabela a seguir sintetiza essa classificação dos componentes da demanda entre induzidos e autônomos e gastos que criam ou não capacidade.

Tabela 2.2: Classificação dos componentes da demanda efetiva

	Cria capacidade produtiva para o setor privado	Não cria capacidade produtiva para o setor privado
Autônomo	Ø	Gastos do governo, exportações, consumo autônomo, investimento residencial
Induzido	Investimento não residencial	Consumo induzido

Adaptado de Cesaratto, Serrano e Stiratti (2003).

O consumo induzido, normalmente associado ao consumo de não duráveis e de serviços, é fortemente influenciado por hábitos de consumo, pela folha salarial da economia e pela tributação. Para uma dada distribuição de renda e uma dada carga e incidência tributária, e, portanto, uma dada propensão marginal a consumir (e uma determinada propensão marginal a investir), há um supermultiplicador associado, que determina o produto em nível. Quando muda a distribuição de renda, hábitos de consumo, carga tributária e sua incidência, ou qualquer outro fator que determine a propensão marginal a consumir, a taxa de crescimento da economia é influenciada apenas enquanto o supermultiplicador estiver se alterando.

Para analisar, portanto, as tendências de crescimento e acumulação na economia norte-americana nos anos 2000, devemos analisar a política fiscal, com foco tanto na taxa de crescimento dos gastos públicos, como também nas transferências do governo (aposentadorias e pensões, *food stamps* e demais auxílios a desempregados, por

exemplo) que afetam o consumo autônomo; a dinâmica das exportações, fortemente determinada pelo crescimento da economia mundial, e também entender de que forma a taxa de câmbio pode afetá-las; a evolução do investimento residencial e do consumo autônomo, profundamente influenciados pelas condições de crédito. E também entender de que maneira o tamanho do supermultiplicador pode mudar, influenciado pela distribuição de renda, coeficiente de importações, política tributária e a estratégia de ajuste do estoque de capital das empresas, que depende da tecnologia, entendida como a relação capital/produto potencial, do coeficiente de depreciação do estoque de capital e da expectativa de crescimento da economia. A tabela a seguir apresenta um resumo não exaustivo dos fatores que influenciam os gastos autônomos e o supermultiplicador:

Tabela 2.3: Componentes e fatores de influência dos gastos autônomos e do supermultiplicador

	Gastos do Governo	Política Fiscal
Gastos Autônomos	Exportações	Crescimento mundial e taxa de câmbio
	Consumo autônomo	Crédito e Política Fiscal
	Investimento residencial	Crédito e preços dos imóveis
Supermultiplicador	Propensão marginal a consumir	Parcela salarial na renda, hábitos de consumo
	Propensão marginal investir	Crescimento esperado, depreciação e relação capital/produto
	Propensão marginal a importar	Coefficiente de importações e taxa de câmbio
	Propensão marginal a tributar líquida de transferências	Política tributária e de transferências

Elaboração própria

De forma a poder classificar e avaliar a maneira como alguns fatos estilizados e tendências da economia norte-americana no período influenciaram a demanda efetiva e,

ainda, ponderar sobre diferentes interpretações para esses acontecimentos, é conveniente fazer uma exposição um pouco mais detalhada do arcabouço analítico do supermultiplicador sraffiano.

Usando a mesma notação do resto da tese, podemos escrever a equação (2.1) para a igualdade entre oferta e demanda. Podemos já estabelecer uma função consumo que dependa explicitamente da parcela dos salários na renda nacional (ω), da tributação marginal líquida de transferências (t) e do consumo autônomo (\bar{C}). E, além disso, podemos escrever uma equação para o investimento induzido (I_i), detalhando um pouco melhor a propensão marginal a investir (h), e mostrar que se trata de uma função da relação capital produto (v), do grau da utilização da capacidade produtiva, da taxa de depreciação (δ) e do crescimento esperado do produto (g_e). E, por último, uma equação para as importações. Seguindo, em linhas gerais, a exposição feita em Cesaratto, Serrano e Stiratti (2003), temos:

$$M + Y = C + I_i + \bar{I}_{res} + G + X \quad (2.1)$$

$$C = \bar{C} + \omega(1 - t)Y \quad (2.2)$$

$$I_i = hY = v(\delta + g_e)Y \quad (2.3)$$

$$M = mY = (1 - d)(C + I_i + \bar{I}_{res} + G + X) \quad (2.4)$$

Cesaratto, Serrano e Stiratti (2003) utilizam as importações como função da renda, conforme a primeira igualdade da equação 2.4. Neste trabalho, de forma coerente com a contabilidade do crescimento exposta no capítulo anterior e com a análise empírica a ser feita nesse capítulo, a opção é seguir o que foi apresentando em Bhering e Serrano (2014) e expor as importações como função da demanda total, tal qual na segunda igualdade da equação (2.4) acima.

Podemos agora criar uma variável Z , que agrupa todos os componentes da demanda efetiva que estão no quadrante “autônomo; não cria capacidade”, da tabela 2.2 acima:

$$Z = \bar{C} + \bar{I}_{res} + G + X \quad (2.5)$$

Em uma economia fechada e sem governo, a propensão marginal a poupar agregada depende apenas da propensão marginal a consumir. A equação a seguir,

mostra o análogo para uma economia aberta e com governo, já tratando a distribuição funcional da renda de forma explícita:

$$s'' = 1 - d(1 - \omega(1 - t)) \quad (2.6)$$

A partir dessas equações, podemos obter o nível de produto e de demanda efetiva de longo prazo:

$$Y = \frac{dZ}{1 - d((1 - \omega(1 - t)) - v(\delta + g_e))} \quad (2.7)$$

O termo que multiplica Z , na equação acima, é o chamado supermultiplicador. Temos, portanto, o nível de produto de longo prazo como função dos gastos autônomos e do supermultiplicador.

Como afirmam Cesaratto, Serrano e Stiratti (2003: 43), o nível de produto determinado pelo supermultiplicador não implica necessariamente que a utilização da capacidade produtiva seja igual à planejada/normal. Implica que existe uma tendência contínua de ajustamento da capacidade produtiva à tendência da demanda efetiva, à medida que a expectativa de crescimento vá sendo revisada à luz da trajetória do crescimento efetivo e que o crescimento da capacidade produtiva seja ajustado de forma não muito intensa quando ocorrerem desvios persistentes do nível efetivo de utilização da capacidade em relação ao planejado.

O resultado de “longuíssimo” prazo, ou seja, após tempo o suficiente para que os mecanismos de ajuste funcionem, é: a convergência do grau efetivo de utilização da capacidade para o grau planejado; a convergência da expectativa de crescimento econômico para o crescimento efetivo do produto e da demanda agregada; e o ajuste do nível da capacidade produtiva e da sua taxa de crescimento para o nível e à taxa de crescimento da demanda efetiva. A taxa de crescimento da demanda efetiva, nessa situação, será dada pela taxa de crescimento dos gastos autônomos. O nível de produto de longo prazo plenamente ajustado será dado pela equação 2.8 a seguir, lembrando que nela há de forma implícita o nível planejado de utilização da capacidade normalizado para que seja igual à unidade:

$$Y = \frac{dZ}{1 - d((1 - \omega(1 - t)) - v(\delta + g_z))} \quad (2.8)$$

Onde g_z é a taxa de crescimento dos gastos autônomos.

Apesar de não termos a pretensão de expor uma prova formal, convém discorrer um pouco mais sobre a estabilidade do modelo⁴⁴ para esclarecer algumas características da análise que faremos da economia norte-americana nesse capítulo e da crítica que faremos no próximo capítulo a outras interpretações. Para tanto, seguiremos a exposição feita em Bhering, Freitas e Serrano (2015).

Suponhamos o seguinte ponto de partida: o grau efetivo de utilização da capacidade é igual ao planejado e a taxa de crescimento esperado da demanda agregada é igual à sua taxa efetiva de crescimento, que, por sua vez, é igual à taxa de crescimento dos gastos autônomos. Suponhamos, agora, que a taxa de crescimento dos gastos autônomos aumente de forma permanente. O primeiro resultado que vemos é que a taxa de crescimento da capacidade produtiva será menor que a taxa de crescimento da demanda agregada, e, portanto, será verificado um aumento do grau efetivo da utilização da capacidade, que será maior que o planejado. À medida que as expectativas de crescimento da demanda agregada forem corrigidas, a taxa de crescimento da capacidade produtiva irá aumentar. A taxa de crescimento do investimento induzido irá aumentar, adaptando-se gradualmente a essa nova taxa de crescimento do produto. No entanto, o grau efetivo de utilização da capacidade irá se estabilizar num patamar superior ao planejado.

Porém, ao mesmo tempo em que ocorre a sobre utilização da capacidade produtiva, a taxa de investimento induzido tenderá a aumentar, ou seja, a propensão marginal a investir aumentará, na medida em que as expectativas da tendência da taxa de crescimento da economia forem sendo revisadas para cima. Quando a taxa de investimento induzido aumenta, num primeiro momento, haverá novo aumento da taxa de crescimento da demanda agregada e também da taxa de crescimento do produto, causando um aumento adicional do desvio do grau efetivo de utilização da capacidade em relação ao planejado. Num momento posterior, a maior taxa de investimento

⁴⁴ Freitas e Serrano (2015) oferecem a prova formal da estabilidade do supermultiplicador rraffiano em um modelo no qual a taxa de investimento induzido responde diretamente a desvios do grau efetivo de utilização da capacidade em relação ao grau planejado/normal, em vez de responder a desvios entre a taxa de crescimento esperado da demanda e a taxa de crescimento efetivamente observada.

induzido implicará aumento da taxa de crescimento do estoque de capital e da capacidade produtiva mais rápido que o da demanda agregada.

Como os gastos autônomos crescem a uma taxa exógena, a taxa de crescimento da demanda agregada e a taxa de crescimento do produto se elevarão menos que proporcionalmente ao aumento da taxa de crescimento do investimento induzido. É por essa razão que a taxa de investimento induzido aumenta. E como a taxa de crescimento do estoque de capital e da capacidade produtiva tendem a aumentar de forma idêntica ao aumento do crescimento do investimento, o grau efetivo de utilização da capacidade se reduzirá, tendendo ao grau planejado. Enquanto tais desvios persistirem, a taxa de crescimento do investimento induzido, a taxa de crescimento do estoque de capital e a taxa de crescimento da capacidade produtiva serão maiores que as taxas de crescimento da demanda agregada e do produto. Este processo de ajustamento chegará a um fim, quando a taxa de crescimento esperado convergir para taxa efetiva de crescimento e, portanto, a taxa de investimento induzido tiver aumentado o suficiente para que a taxa de crescimento do estoque de capital e da capacidade produtiva se adapte a taxa de crescimento dos gastos autônomos mais alta, com o grau efetivo de utilização da capacidade igual ao planejado.

Taxa própria de juros (sraffiana) e o investimento residencial

Para se adaptar o modelo à análise da economia norte-americana no período recente, precisamos introduzir uma extensão ao supermultiplicador sraffiano. O ciclo de crescimento dos anos 2000 foi marcado por uma forte expansão do investimento imobiliário. De fato, o investimento imobiliário puxou o ciclo: foi a variável de arranque da economia, na fase ascendente do ciclo, e a primeira a puxar a reversão⁴⁵.

Para tanto, precisamos levar em consideração algumas variáveis chave – justamente aquelas cuja ausência no modelo dos três saldos do Godley foi criticada no capítulo anterior. A primeira variável chave para se analisar o investimento residencial é a taxa de juros das hipotecas. Essa é a taxa que vai determinar o peso do serviço da dívida na renda dos compradores de imóveis. A outra variável chave é o preço dos

⁴⁵ Essa não é uma particularidade dos anos 2000, pois, de acordo com Leamer (2007), vale para todo o pós-guerra. Os ciclos da economia americana teriam a característica de serem primeiramente puxados pelo investimento residencial, em seguida viria o consumo de duráveis (principalmente automóveis) e, por último, o investimento produtivo.

imóveis. Mais precisamente, a sua variação. Os proprietários de um ativo, ou os que pretendem possuí-lo, levam em consideração nas suas decisões as mudanças de preços desse ativo, seja para tentar especular e obter ganhos de capital, seja por temer perdas de capital e, com isso, tentar evitar reduções do seu patrimônio líquido⁴⁶.

Com inspiração no conceito de taxa própria de juros⁴⁷ apresentado por Sraffa (1932), podemos sintetizar essas duas variáveis no que chamaremos de taxa própria de juros dos imóveis, calculada da seguinte forma:

$$r_{pi} = \left(\frac{1 + i_{hipoteca}}{1 + \pi_{residencial}} \right) - 1 \quad (2.9)$$

Onde, r_{pi} é a taxa própria de juros dos imóveis, $i_{hipoteca}$ é a taxa nominal de juros cobrada em hipotecas e $\pi_{residencial}$ é a inflação dos imóveis. Usualmente a taxa nominal de juros das hipotecas e o preço dos imóveis são deflacionados por um índice de preços ao consumidor, ou algo semelhante. Por isso Fair, por exemplo, a partir do seu modelo para economia norte-americana, afirma que o investimento residencial é pouco sensível à taxa real de juros de longo prazo e opta, inclusive, por usar a taxa nominal de juros (Fair, 2013). A hipótese que Fair avança para tal resultado é que a variável que ele constrói para inflação pode ser considerada uma constante. Então, na especificação do modelo econométrico que leva em consideração taxa nominal de juros e inflação, esta última variável é absorvida pelo termo constante do modelo (Fair, 2013: 153). Ao nosso juízo, esse procedimento não é o mais apropriado. A taxa real de juros de interesse é obtida quando se deflaciona taxa nominal de juros das hipotecas pela variação de preços dos próprios imóveis. Com isso, estamos medindo o custo real em imóveis de se comprar imóveis. Em momentos de bolha é justamente a inflação de preços dos imóveis que causa grandes flutuações da taxa própria de juros dos imóveis. Com a construção dessa variável, lidamos diretamente com uma das principais críticas feitas à abordagem dos três saldos de Godley, apresentada no capítulo anterior, qual seja: não levar em consideração, no seu modelo, a taxa de juros e mudanças dos preços iniciais dos ativos.

⁴⁶ De acordo com os dados do *survey on consumer finance*, residências são a segunda forma de riqueza não financeira mais comum para as famílias americanas, perdendo apenas para os automóveis.

⁴⁷ A *own-rate of interest* apresentada por Sraffa (1932), no seu debate com Hayek, não pode, de forma alguma, ser confundida com o conceito apresentado por Keynes (1936), no seu bastante conhecido capítulo 17. Para as diferenças entre as duas, assim como para citações das anotações que Sraffa fez na sua edição da Teoria Geral, ver Ranchetti (2001) e Kurz (2010).

A taxa própria de juros dos imóveis, no nosso modelo, é uma variável chave para determinar o investimento residencial. A taxa de crescimento do investimento residencial é uma função negativa da taxa própria de juros dos imóveis.

$$g_{Ir} = g_{Ir0} - g_{Ir1}(r_{pi}) \quad (2.10)$$

Na medida em que o consumo de duráveis tende a seguir o investimento residencial e que, no caso específico dos anos 2000, o ciclo de preços dos imóveis influenciou a oferta e a demanda por crédito usado para consumo pelas famílias, a taxa de crescimento do consumo autônomo também pode ser considerada uma função negativa da taxa própria de juros dos imóveis.

$$g_{\bar{c}} = g_{c0} - g_{c1}(r_{pi}) \quad (2.11)$$

E, portanto, a taxa de crescimento dos gastos autônomos passa depender também da taxa própria de juros dos imóveis.

$$g_{\bar{z}} = g_{z0} - g_{z1}(r_{pi}) \quad (2.12)$$

Partindo de um estado plenamente ajustado, mudanças na taxa própria de juros dos imóveis irão explicar mudanças na taxa de crescimento dos gastos autônomos e, conseqüentemente, na taxa de crescimento do produto e do investimento induzido.

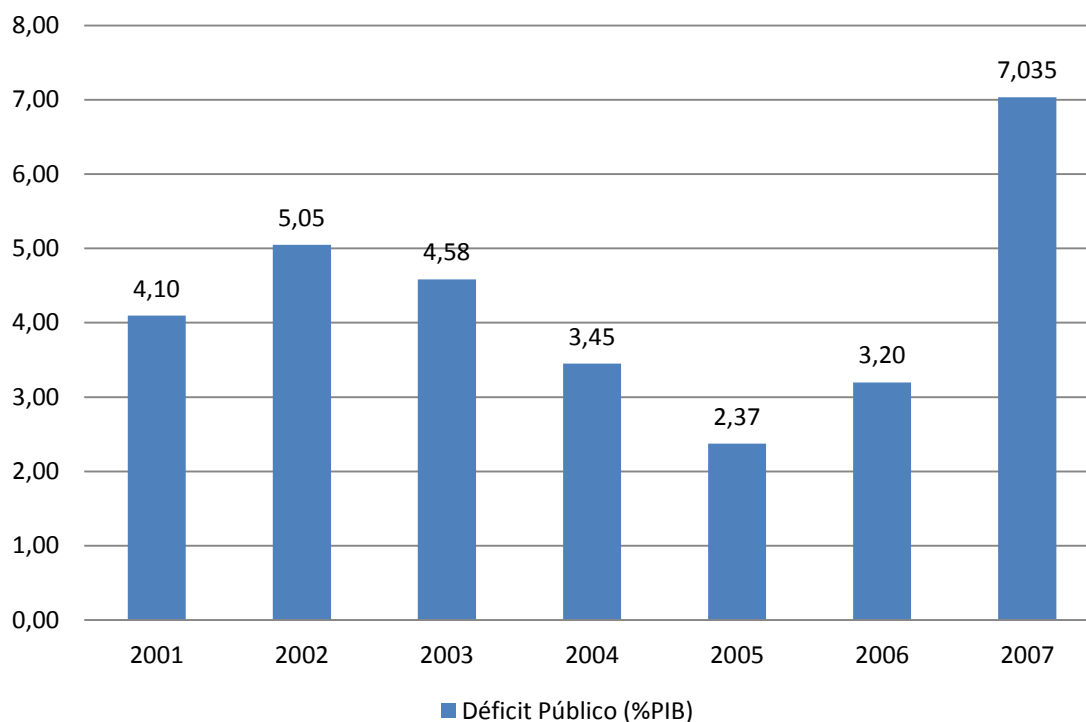
2.3 A influência da política fiscal na demanda agregada no período 2001-2007

A trajetória da demanda agregada da economia norte-americana pode ser em parte explicada pelo desempenho da política fiscal. Os anos 1990 foram os anos de ajuste, culminando em superávit fiscal no fim da década. Dado o crescimento econômico ocorrido no período, isso gerou o mito da “contração fiscal expansionista”, criticado por Serrano e Braga (2006). Em decorrência da desaceleração econômica ocorrida em 2001⁴⁸ e da resposta militar do governo norte-americano aos atentados terroristas ocorridos em 11 de setembro, a economia norte-americana voltou a apresentar déficits públicos. Tais déficits foram resultados, ao menos em parte, do que

⁴⁸ Muitos autores achavam que com o estouro da bolha da “nova economia” haveria uma grande crise na economia norte-americana, talvez em proporções da que veio a ocorrer em 2008, (Godley, 1999; Arestis e Karakitsos, 2004). Porém, no ano de 2001 houve inclusive crescimento positivo de 1%.

podemos chamar de keynesianismo bélico posto em ação pelo presidente George W. Bush⁴⁹, conforme visto no gráfico abaixo.

Gráfico 2.3: Déficit público em proporção do PIB (%): 2001-2007



Fonte: BEA. Elaboração própria.

Os déficits públicos apresentados no começo dos anos 2000 se originam de diversos fatores a serem aqui explorados. Em primeiro lugar, o déficit fiscal tem um caráter anticíclico, tende a se reduzir em fases de crescimento econômico e a aumentar em fases de desaceleração, por duas razões. Uma primeira razão corresponde ao funcionamento de estabilizadores automáticos, como, por exemplo, as transferências às famílias, como previdência, seguro-desemprego e *food-stamps*, que aumentam os gastos e transferências governamentais justamente em momentos de desaceleração econômica. Além disso, a arrecadação tributária é endógena ao crescimento econômico. Como mencionado, depois de crescer apenas 1% no ano de 2001, a economia norte-americana

⁴⁹ Como desde a década de 1980, com exceção do ano de 1991, a economia norte-americana vem apresentando de forma sistemática déficits em transações correntes, foi só o governo voltar a ter déficits, que retornaram os debates a respeito dos “déficits gêmeos”, sejam na sua vertente convencional (Council of Economic Advisors, 2006), seja nas suas versões heterodoxas (Godley *et al.*, 2005 e Papadimitriou *et al.*, 2006a e 2006b). A origem teórica da versão heterodoxa da teoria dos déficits gêmeos está na macroeconomia dos saldos de W. Godley, conforme aludido no capítulo 1.

voltou a crescer nos anos subsequentes, porém a taxas menores do que na década anterior, contribuindo para um menor crescimento da receita tributária. Outro fator destacado por Serrano (2008a) é a arrecadação decorrente da tributação de ganhos de capital, que cresceram muito com a bolha da nova economia na segunda metade da década de 1990 e se reduzem significativamente com o estouro da bolha no ano 2000 e com os cortes de impostos feitos pelo governo de George W. Bush, na forma do EGTRRA (*Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act*) de 2001 e do JGTRRA (*Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation*) de 2003, que ampliou e acelerou medidas do anterior.

Em consequência, a variação das transferências líquidas para as famílias foi negativa de 2004 a 2007, como pode ser visto na tabela abaixo. Essas medidas reduziram o imposto de renda e a taxa sobre dividendos e ganhos de capital, beneficiando as parcelas mais ricas da população, particularmente os “super-ricos” (Wolff, 2010: 436). A finalidade dessas medidas era aliviar o fardo tributário daqueles que supostamente geram empregos para o resto da população, isto é, os mais ricos. E, com isso, estimulá-los a gerar investir e, conseqüentemente, gerar mais empregos. Porém, como o investimento não reage a variações marginais no lucro líquido de impostos, e a parcela mais rica dos consumidores possui maior propensão a poupar, o efeito expansionista dessas medidas foi, na melhor das hipóteses, bastante modesto.

A análise do impacto da política fiscal na economia será feita tanto em termos de gasto público, como em termos das transferências públicas. Como mencionado na seção teórica do capítulo, as transferências podem ser consideradas uma forma de gasto autônomo, pois acarretam um gasto em consumo que não depende do fluxo circular da renda.

Para complementar a análise do impacto fiscal na demanda agregada, vamos construir um indicador de “transferências líquidas para as famílias” que consistirá nos fatores que influenciam a renda disponível das famílias: o aumento das transferências para pessoas acrescido da redução de impostos que atinjam diretamente a renda disponível destas (impostos de renda e impostos sobre consumo de bens e serviços).

Puxado pela expansão dos gastos militares no contexto da “Guerra ao Terror”, que cresceram a uma taxa média 4,5 a.a., no período 2001-2007, a política fiscal se tornou mais expansionista do que no período 1992-2000: o gasto público total (militares e não militares, em todas as esferas de governo) cresceu 2,2% a.a. contra 1,1% a.a., no

período anterior. Como chama atenção Serrano (2008a: 82), apesar de haver uma mudança de orientação da política fiscal na virada da década para uma direção mais expansionista, 2,2% não configuram um crescimento muito expressivo. Esse número mais baixo é explicado pelo comportamento dos gastos dos Estados e Municípios, que cresceram apenas 1,2% a.a., no período 2001-2007. Como será discutido no quarto capítulo, os entes subnacionais não dispõem de muita flexibilidade para expandir seus gastos, devendo manter suas contas equilibradas. Não obstante, o gasto público foi um dos vetores de expansão da demanda agregada e, conseqüentemente, das oportunidades de investimento no período em tela.

Tabela 2.4: Variação dos gastos do governo em consumo e investimento e das transferências líquidas para as famílias, em relação ao PIB do ano anterior (%), e déficit público (% PIB)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Gastos	0,76	0,91	0,46	0,34	0,13	0,31	0,31
Transferências	0,30	0,84	0,64	0,47	0,36	0,43	0,33
Transferências Líquidas	1,03	2,28	0,80	-0,11	-0,95	-0,69	-0,39
Déficit Público	0,88	4,10	5,05	4,58	3,45	2,37	3,20

Fonte: BEA. Elaboração própria.

Analisando em mais detalhes podemos perceber que a política fiscal foi menos expansionista do que aparenta o déficit público no período 2001-2007.

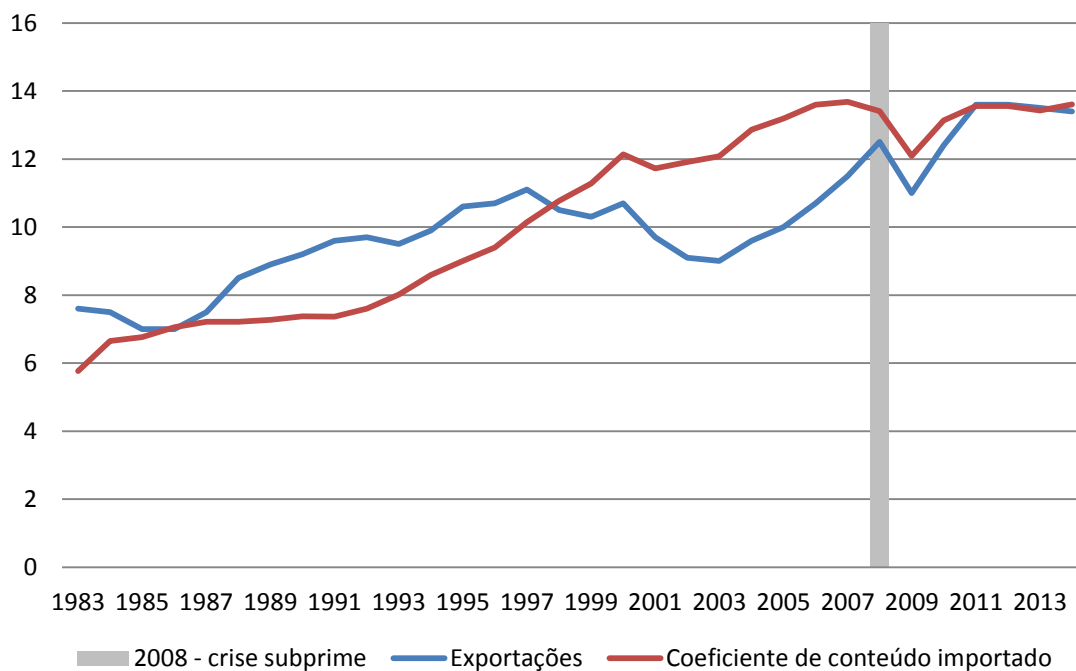
2.4 Exportações e coeficiente de conteúdo importado: a influência do setor externo na demanda agregada no período 2001-2007

Vimos no capítulo anterior de que forma uma análise baseada no saldo externo pode fornecer uma impressão equivocada sobre a contribuição do setor externo para o crescimento econômico. Não apenas os autores ligados à macroeconomia dos saldos avaliam dessa forma, mas essa parece ser a visão dominante sobre o tema na literatura. Não obstante, de forma coerente com o exposto no capítulo anterior, a análise da contribuição do setor externo se dará com base no nível e na taxa de crescimento das exportações e as importações, por sua vez, serão analisadas principalmente em termos de mudanças no grau de abertura da economia norte-americana, medido pela evolução da parcela da demanda total que é atendida por produção importada.

Desde 1983, a economia norte-americana vem apresentando persistentes déficits em transações correntes, com uma única exceção no ano de 1991, no qual o superávit é explicado pela redução das importações causada pela recessão que ocorreu nesse ano, pelo aumento das exportações e pelas transferências unilaterais correntes dos países que arcaram com parte dos custos da Guerra do Golfo (dos Santos, 2004: 38). Esses déficits apresentaram uma tendência de aumento até 2006, no período subsequente passaram a apresentar alguma tendência de redução, acentuada pela desaceleração econômica causada pela crise *subprime*.

Conforme podemos ver no gráfico abaixo, as exportações têm apresentado alguma tendência de crescimento, sujeito a flutuações de acordo com os ciclos da economia internacional. Mas, o que realmente chama atenção é o crescimento do coeficiente de conteúdo importado, que vai de 5,4% em 1982 a um pico de 13,7%, em 2007, às vésperas da crise.

Gráfico 2.4: Participação das exportações no PIB (%) e coeficiente de importações (%): 1983 – 2014



Fonte: NIPA e cálculos do autor. Elaboração própria.

Esse aumento do coeficiente de conteúdo importado na economia americana ocorreu devido a mudanças nas estratégias empresariais, conhecidas como realocização produtiva e *outsourcing*. O primeiro caso diz respeito à transferência total da produção para outro país onde há vantagens competitivas, enquanto o segundo é o caso no qual as empresas passam a buscar fornecedores dos seus insumos em outros países⁵⁰. De acordo com Milberg e Winkler (2010), essas estratégias são uma forma de enfatizar o controle de custos por meio da expansão das redes mundiais de produção.

Milberg (2008) destaca que, apesar dessas tendências estarem presentes há bastante tempo na economia norte-americana, é nos anos 1990 que elas tomam a forma de uma fonte estratégica de vantagens competitivas. De fato, podemos perceber que nessa década o coeficiente de conteúdo importado aumentou em 5 pontos percentuais, o que representa mais da metade do aumento que ocorreu nesse período.

Esta foi uma alteração na composição da oferta de caráter estrutural, o que explica que mesmo em momentos de depreciações do dólar, uma enorme variedade de

⁵⁰ A discussão do *outsourcing* deu origem a uma literatura atual sobre “cadeias globais de valor”. Para uma resenha do debate, ver Torraca (2014).

bens finais e intermediários continua a ser importada e seus níveis anteriores de produção doméstica não são restaurados.

Apesar desse grande aumento do coeficiente de conteúdo importado nos anos 1990, como visto no capítulo anterior, a contribuição do setor externo ao crescimento foi positiva e maior do que normalmente se pensa. Isso se deveu à elevada taxa de crescimento das exportações no período, que foi de 6% ao ano entre 1992 e 2000. Nos anos de 2001 e 2002, as exportações caíram 5,8% e 1,7%, respectivamente. Apesar do coeficiente de conteúdo importado nesses anos terem sido menores do que em 2000, a contribuição do setor externo ao crescimento da demanda agregada e do produto foi negativa.

Os anos 2003-2007 foram de comércio internacional bastante dinâmico, com expressivo ciclo de *commodities* e significativo crescimento da economia mundial. Somados a uma tendência de desvalorização do dólar no período, as exportações norte-americanas cresceram a uma taxa média anual de 6,2%. Se excluirmos o ano de 2003, no qual as exportações ainda não haviam apresentado um crescimento expressivo, a média anual sobe para 8,5%. Neste período, apesar do movimento do dólar, é possível perceber que a tendência de aumento da parcela da oferta importada que atende a demanda total se manteve, com o indicador de conteúdo importado aumentando em 1,5 pontos percentuais. Apesar dessa contribuição negativa, o setor externo contribuiu positiva e significativamente para o crescimento da economia no período.

Tabela 2.5: Taxa real de crescimento das exportações (%) e evolução do coeficiente de conteúdo importado (%): 2001 - 2007

	2001	2002	2004	2005	2006	2007
Exportações	-5,8	-1,7	1,8	9,8	6,3	9
Coef. Conteúdo importado	11,7	11,9	12,1	12,9	13,2	13,6

Fonte: BEA e cálculos do autor. Elaboração própria

2.5 Distribuição de renda, endividamento e consumo das famílias

Esta e a próxima seção têm como objetivo analisar os seguintes elementos, todos concernentes a famílias: crescente desigualdade na distribuição funcional e pessoal da renda, endividamento, consumo e investimento residencial. Espera-se com isso mostrar

de que forma esses elementos contribuíram para explicar a trajetória da demanda agregada nos EUA nos anos 2000. Como o comportamento de algum desses fatores faz parte de tendências que se manifestam já há algumas décadas, quando necessário a análise irá voltar para períodos anteriores aos anos 2000.

Os anos 1980 marcam uma grande mudança na economia norte-americana em relação aos anos dourados do pós-guerra. Se neste período, tanto a distribuição pessoal de renda, quanto a distribuição funcional, tornaram-se menos desiguais, com a renda das camadas menos abastadas crescendo num ritmo maior do que a dos mais ricos, e com o salário real apresentando ganhos expressivos, isso se inverteu no período atual⁵¹. Desde então, a renda tem se concentrado entre os mais ricos e os salários reais têm se mostrado estagnados, mudando a distribuição funcional da renda a favor dos lucros.

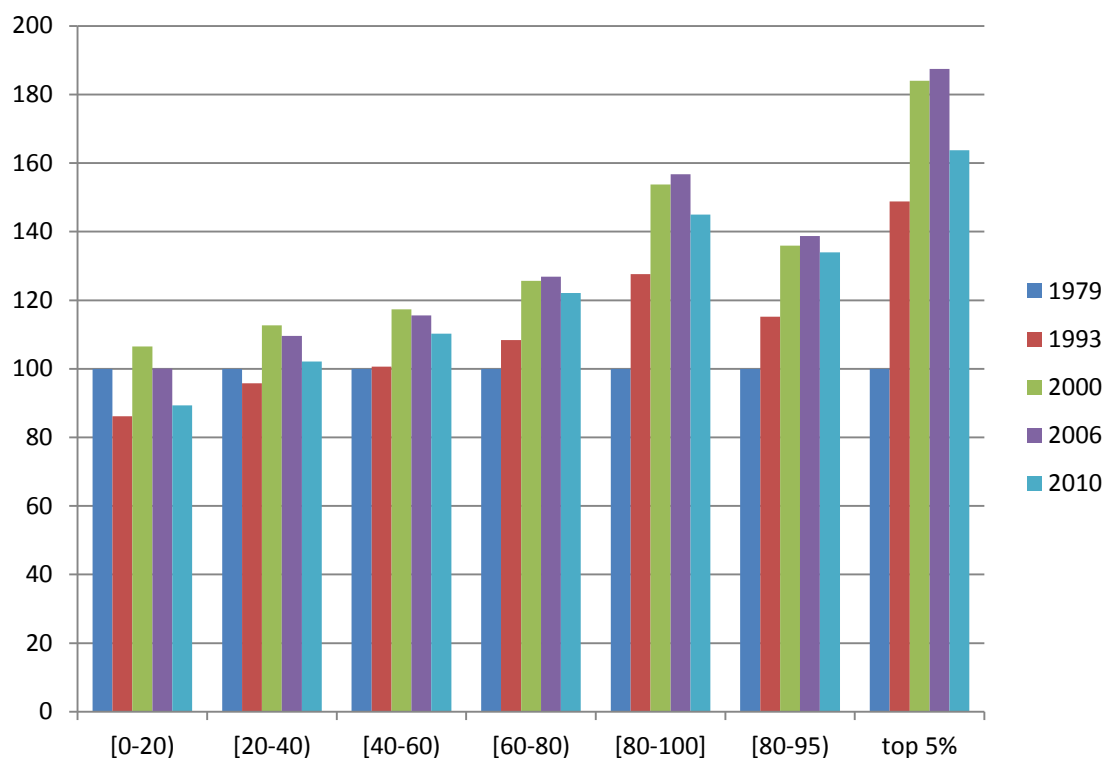
Não se objetiva aqui discutir o porquê dessas mudanças⁵², mas entender de que maneira ela pode ter afetado a evolução dos gastos improdutivos e, com isso, impactado a tendência do crescimento econômico e da acumulação de capital produtivo.

Uma primeira aproximação a esse problema, que já o expõe em toda sua dramaticidade, são as informações contidas no gráfico 2.5 abaixo. Olhando o nosso período específico de interesse, a situação tampouco melhora. No período 2000-2006, os 60% mais pobres perderam renda real em termos absolutos. Apenas os 40% mais ricos conseguiram obter ganho real de renda.

⁵¹ Para uma comparação na distribuição de renda entre os dois períodos, ver Teixeira (2011).

⁵² Foi feito um primeiro esforço nessa direção em trabalho anterior (Teixeira, 2011). Sobre esse tema, ver também Serrano (2004). De fato, diversos autores tentaram explicar as razões da mudança distributiva. Daqueles que trabalharemos aqui, convém destacar Barba e Pivetti (2011; 2012), Stiratti (2013); Stockhammer (2013); Hein (2013).

Gráfico 2.5: Renda real por grupo de renda (1979 = 100): 1979 – 2010.

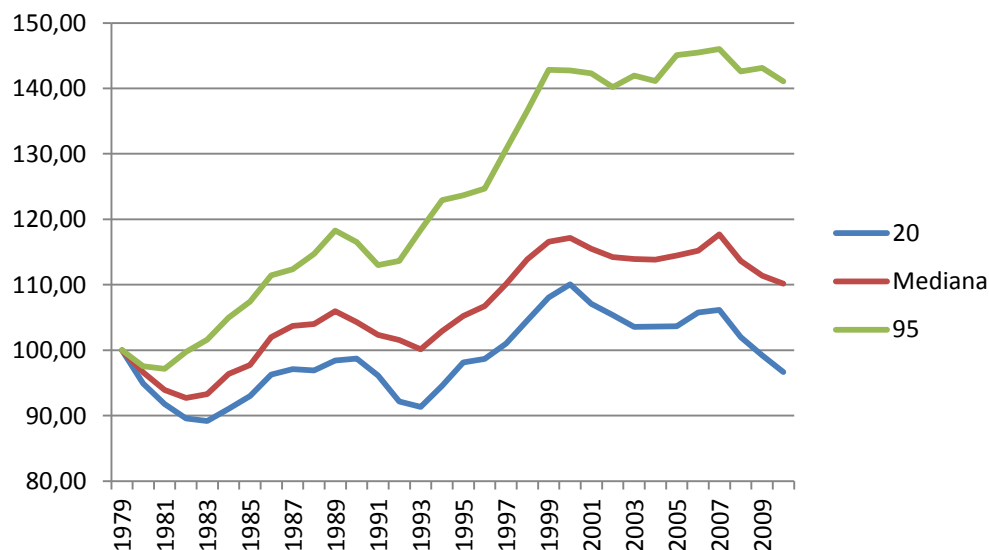


Fonte: State of Working America. Elaboração própria.

O gráfico abaixo nos traz a mesma informação, porém com a série temporal completa do crescimento da renda por percentis selecionados: 20, 50 (renda mediana) e 95, no período 1979-2010, tomando o ano de 1979 como base 100. É possível verificar algo em comum para esses percentis: os três apresentaram redução da sua renda real a partir do ano de 1980. Diferem, no entanto, no tempo que levaram para retornar ao patamar de 1979 e o quanto conseguiram conquistar de aumento de renda em um horizonte de 27 anos, até 2007, o pico da renda real antes da crise *subprime*.

Para o vigésimo percentil, podemos verificar que este só logra voltar ao nível de 1979 no ano de 1997. E, mesmo assim, em 2006, às vésperas da crise, a renda real era apenas 6% maior do que o nível de 27 anos antes. A renda mediana teve um desempenho um pouco melhor, voltando ao nível do ano base em 1986. Porém, em 2007 era apenas 17,7% superior ao nível de 1979. Já o percentil que separa os 5% mais ricos, podemos verificar uma trajetória diferente. Este percentil experimentou uma redução da sua renda real por apenas três anos, durante a década de 1980, e, em 2007, possuía uma renda 46,01% maior do que no ano base.

Gráfico 2.6: Crescimento da renda real familiar para os percentis 20, 50 (mediana) e 95, 1979-2010



Fonte: *State of working America*. Elaboração própria.

Este dado, no entanto, ainda não reflete de forma adequada uma das principais características da distribuição de renda nos EUA nesse período: à medida que se analisa a região mais próxima ao topo da pirâmide, é possível verificar um aumento da concentração de renda.

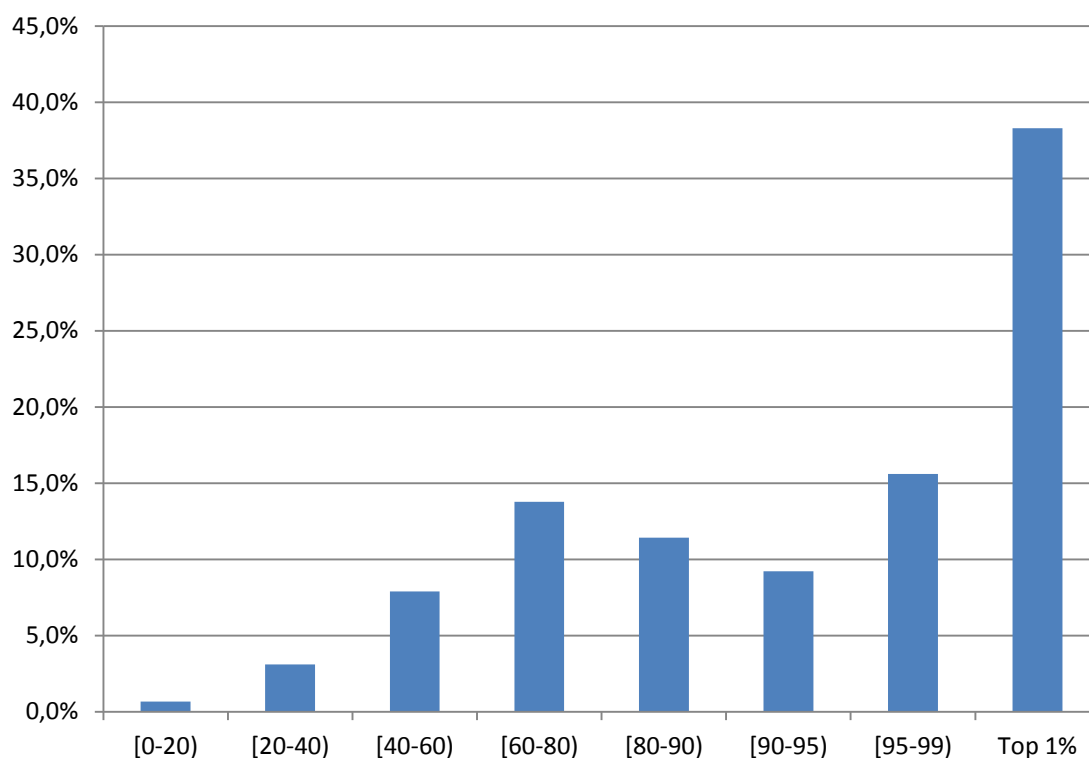
O gráfico abaixo, elaborado com dados do *Congressional Budget Office* sistematizados pelo *State of Working America*, ajuda a iluminar esse ponto. Nele podemos ver que parcela do crescimento da renda agregada das famílias pode ser atribuída a cada grupo de renda, para o período 1979-2007. Neste intervalo de tempo de quase 30 anos, apenas 36,9% do crescimento da renda total das famílias foi apropriado pelos 90% mais pobres, uma fração menor do que foi apropriado pelo 1% mais ricos, que logrou obter 38,3% do crescimento da renda.

Quanto mais pobre o grupo de renda, ainda mais dramática fica a situação. Os 20% mais pobres apropriaram-se apenas de 0,7% do crescimento da renda; e o segundo quintil da distribuição alcançou apenas 3,1%.

E, mesmo entre os 10% mais ricos, a desigualdade aumentou de forma significativa. O grupo situado entre os percentis 90 e 95 apropriou-se de apenas 9,2% do

crescimento da renda; o grupo entre 95 e 99, 15,6%; e, como já mencionado, o 1% mais rico apropriou-se de 38,3%.

Gráfico 2.7: Parcela do crescimento da renda domiciliar atribuído a diferentes grupos de renda (%), 1979 - 2007



Fonte: the state of working America. Elaboração própria.

Para ilustrar como a desigualdade aumentou ainda mais no topo da pirâmide distributiva, podemos recorrer aos dados compilados por Piketty e Saez^{53 54}. Entre 1979 e 2007, os 1% mais ricos mais que dobraram sua participação na renda total; os 0,1% quase quadruplicaram; e os 0,01% mais ricos ampliaram sua participação em quase seis vezes (Teixeira, 2011).

A principal razão para essa mudança na distribuição de renda pode ser atribuída ao comportamento do salário real no período, particularmente dos salários pagos aos trabalhadores menos qualificados, que teve uma trajetória de semi-estagnação no período, ainda mais se comparado com o bom desempenho da produtividade do trabalho no período.

⁵³ Esta base de dados está disponível em <http://www.econ.berkeley.edu/~saez/>. E o site State of Working America (www.stateofworkingamerica.org) apresenta compilações e figuras a partir da base original.

⁵⁴ Convém destacar que a fonte de dados utilizada por Piketty e Saez é diferente da fonte daquela do CBO. Eles utilizam dados do imposto de renda norte-americano.

Em outro trabalho (Teixeira, 2010), foram apresentadas algumas das razões para tanto, que vão ao encontro do que é discutido por outros autores (Serrano, 2004a, 2004b e 2008; Bastos, 2005; Stiratti, 2014). Houve, em poucas palavras, uma redução do poder de barganha dos trabalhadores, associada às políticas do Governo Reagan, à redução da cobertura sindical, à concorrência externa, à realocização produtiva (ou, ao menos, sua ameaça), à imigração e à trajetória do salário mínimo, que ficou longos períodos sem aumentos. O salário mínimo real de 2007 foi 24% menor que o de 1979 e aproximadamente igual ao de 1960. Entre 1991 e 2007 o salário mínimo foi aumentado duas vezes. Como política para se combater a crise, foi novamente aumentado em 2008 e 2009⁵⁵.

Tampouco se pode menosprezar o papel do governo em ampliar a desigualdade na distribuição de renda, por meio de mudanças na legislação tributária e na sua política de transferências, conforme pode ser visto na tabela 2.6 a seguir. A perda de participação na renda foi mais intensa para os 40% mais pobres, se medida após o pagamento de impostos e transferências, entre 1979 e 2007. Enquanto se olharmos os 5%, o aumento da participação na renda é maior após impostos e transferências, sendo um indicador de que as mudanças tributárias foram regressivas. Curiosamente, o 1% mais rico tem maior aumento da participação na renda se medido antes do pagamento de impostos e transferências. Uma possível razão para isso é a mudança na composição da renda dos mais ricos, pois a parcela da renda recebida na forma de salários aumentou nesse período, e estes são mais tributados que as rendas de propriedade.

Tabela 2.6: Mudanças de participação na renda antes e após impostos e transferências: 1979 - 2007

	[0-20)	[20-40)	[40-60)	[60-80)	[80-100]	[80-95)	top 5%	Top 1%
Mudança na participação da renda pré-impostos e transferências	-0,3	-2,1	-3,1	-3,4	9,2	-0,2	0,9	9,7
Mudança na participação da renda após impostos e transferências	-1,9	-2,9	-2,4	-2,3	10,1	-0,1	1,6	9,6

Fonte: *State of Working America*.

⁵⁵ Fonte: *State of Working America*.

Analisando o grande período 1979 – 2007, a produtividade cresceu um total de 58,8%, enquanto o salário médio real cresceu apenas 33% no acumulado deste intervalo de tempo. A mesma tendência se verifica no nosso período específico de análise. Entre 2000 e 2007, tivemos um crescimento acumulado de 15,3% da produtividade, enquanto o salário médio real cresceu cerca de 9,7%⁵⁶.

Analisar o salário médio, no entanto, esconde o significativo aumento da desigualdade que ocorreu dentre os assalariados. Se analisarmos a evolução do salário mediano, já temos uma figura um pouco diferente. No período 1979-2007, aumentou apenas 7,5% em termos reais; e entre 2000 e 2007, 4,5%. Ainda assim, não estamos olhando a principal mudança, que foi a clivagem que se deu na dinâmica salarial dos executivos (CEO's) e dos postos de trabalho não-gerenciais e/ou ligados à produção. O salário real médio dessas ocupações cresceu apenas 2,5% no período 1979-2007 e 5% entre 2000-2007⁵⁷ ⁵⁸. Podemos ver, dessa forma, que os ganhos salariais foram apropriados pelos trabalhadores de maior salário, associado a posições executivas.

Segundo os dados de uma pesquisa da Forbes, compilados por Piketty e Saez, o salário médio dos 100 CEO's mais bem remunerados aumentou da ordem de 12 vezes, em termos reais, entre 1979 e 2000. E, no período 2000-2006, cresceu em torno de 77,8%⁵⁹. Os dados reunidos pelo *State of Working America* apresentam algo semelhante para a tendência de longo prazo. Entre 1978 e 2007, a remuneração total⁶⁰ dos CEOs das 350 maiores empresas aumentou 11,7 vezes. Já para o período 2000-2007, esses dados apresentam uma queda de 8%. Essa queda possivelmente é explicada pela participação acionária. Segundo a mesma base de dados, os índices de bolsa de valores S&P 500 e Dow Jones, ajustados pela inflação, apresentaram queda em 2007, quando a economia já começava a desacelerar, em comparação com o ano 2000, auge da euforia da nova economia.

Talvez a forma mais evidente de se perceber esse aumento da desigualdade entre os assalariados, seja olhar a evolução da razão entre a remuneração dos CEO's e os trabalhos ligados à produção e às atividades não gerenciais. Essa razão vai de 22, em

⁵⁶ Fonte: *State of Working America*.

⁵⁷ Nota-se, portanto, que o nível salarial em 2000 estava abaixo ao de 1979.

⁵⁸ Fonte: *State of Working America*.

⁵⁹ Informação disponibilizada no sítio da internet mencionado na nota de rodapé 53.

⁶⁰ A remuneração total inclui salários, bônus, participação acionária (*restricted stock grants*), opções exercidas e participação nos lucros.

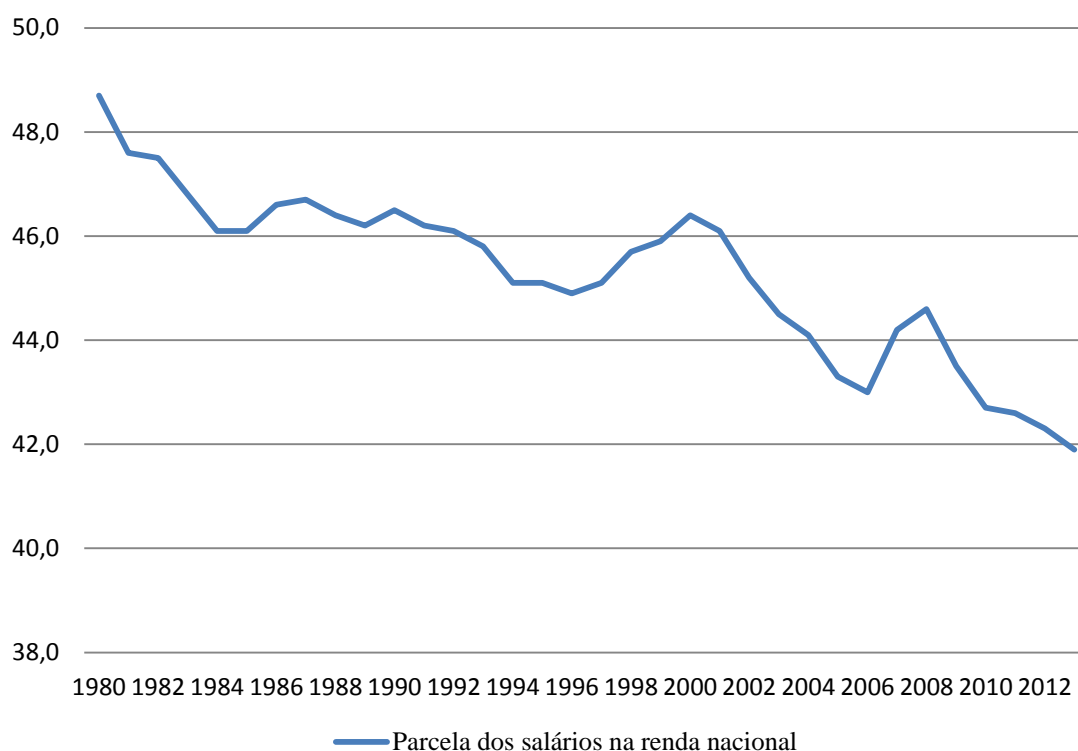
1978, para 351,7, em 2007⁶¹. Com essa evolução da remuneração dos CEO's fortemente puxada pela evolução salarial, pela primeira vez na história os 0,01% mais ricos recebem mais renda do trabalho do que da propriedade: em 1998, a participação do salário na renda total alcançou 51,5% e 60,8% no ano 2000⁶².

Adicionalmente, do ponto de vista da distribuição funcional da renda, deve-se destacar que a parcela dos lucros na renda, que aumentou nesse período, não se reduziu mesmo frente aos juros baixos dos anos 2000 (Serrano, 2008a; Stiratti, 2013). De acordo com qualquer teoria da distribuição com alguma hipótese de concorrência entendida como mobilidade de capitais, a taxa básica de juros define o patamar mínimo de rentabilidade do capital. E, portanto, dada a hipótese clássica de concorrência – de acordo com o referencial teórico dessa tese –, a taxa de lucro do capital produtivo tende a acompanhar suas mudanças. Porém, isso não ocorreu nesse período. De forma mais objetiva, podemos ver a tendência de queda da participação dos salários na renda nacional, mostrada no gráfico 2.8.

⁶¹ Essa evolução da remuneração dos executivos seria, segundo Brennan, evidência de que a hipótese do aumento do poder dos acionistas, defendida por Lazonick e O'Sullivan (2000), Stockhammer (2013), dentre outros, está equivocada. Indicaria, na verdade, o aumento do poder da alta burocracia corporativa frente aos acionistas, beneficiados pelas medidas de desregulamentação financeira (Brennan, 2014: 251).

⁶² Idem nota 56.

Gráfico 2.8: Parcela dos salários na renda nacional: 1980-2012

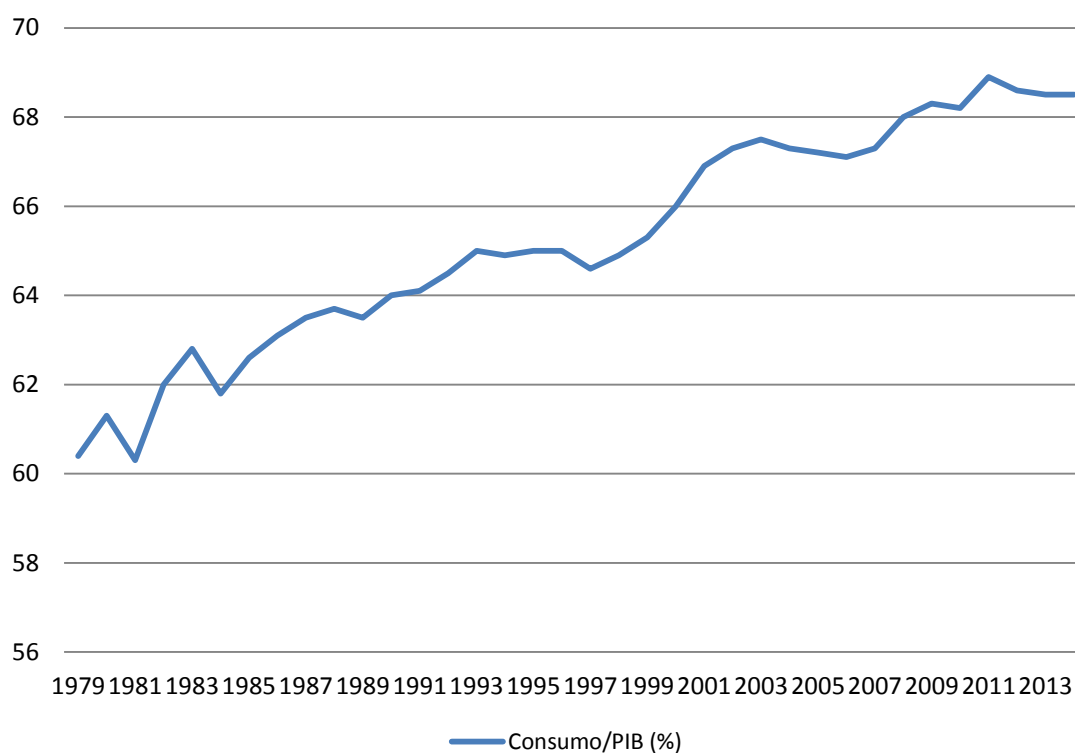


Fonte: FRED. Elaboração própria.

Com isso podemos ver que tanto pela concentração pessoal da renda, quanto pela mudança na distribuição funcional da renda, houve uma tendência de aumento da propensão marginal a poupar, com seu efeito de reduzir o tamanho do supermultiplicador.

Como apontam Barba e Pivetti (2009), o aumento da concentração de renda não levou a um aumento da concentração do consumo. Segundo os autores, apoiando-se nos economistas clássicos, no curto e médio prazo seria o padrão de vida já estabelecido que determinaria o consumo e não o salário real. Apenas num prazo mais longo, o consumo (e o padrão de vida) se adaptaria a um salário real normal mais baixo. Como podemos ver, no gráfico abaixo, em todo o período a participação no consumo do PIB cresceu. Como aponta Serrano (2008a), nesse período o consumo cresceu menos que o resto da demanda agregada. E este aumento do consumo em relação ao PIB é o resultado do crescimento das importações mais rápido que a demanda agregada. Assim, conclui Serrano (2008a), o aumento da participação do consumo no PIB é resultado do déficit externo, e não de um crescimento absoluto do consumo especialmente rápido.

Gráfico 2.9: Participação do consumo no PIB (%): 1979 – 2014.

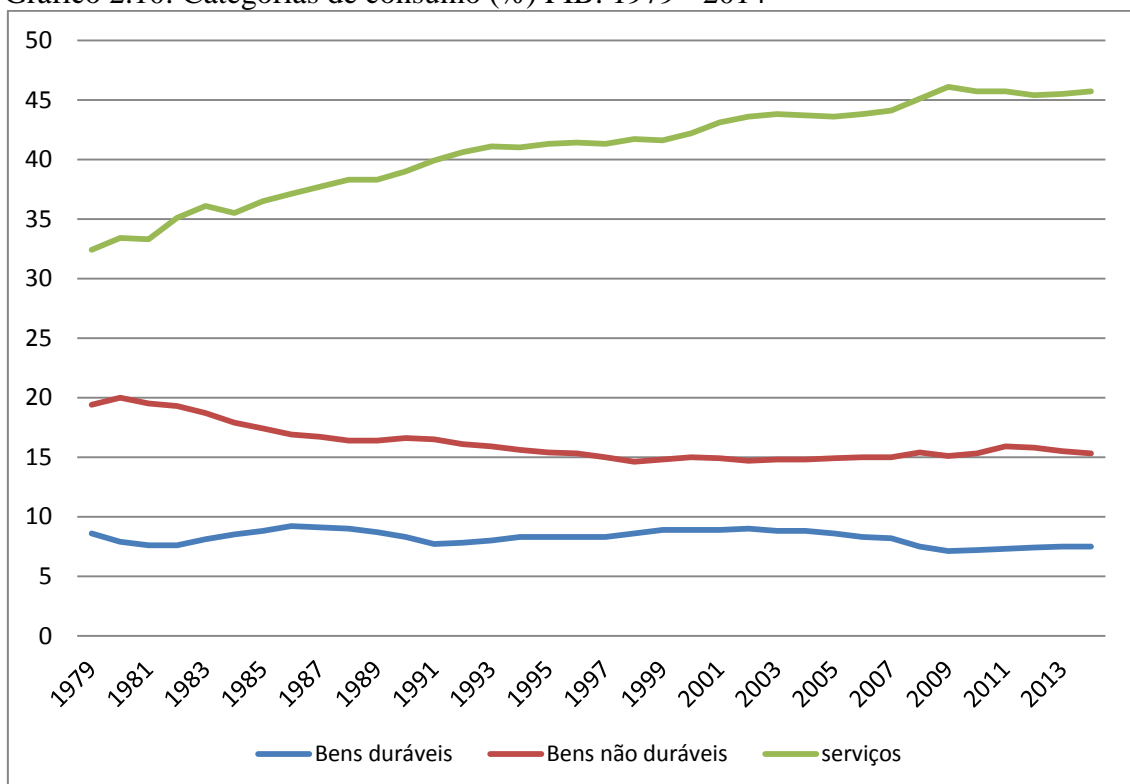


Fonte: BEA. Elaboração própria.

Para explicar tal fenômeno, Barba e Pivetti recorrem às teorias sobre o consumo de Veblen e de Duesenberry, e evocam um efeito demonstração e um efeito emulação. Por um lado, os consumidores tentariam manter seu padrão relativo ao das classes mais abastadas. Por outro lado, aspirariam a uma vida melhor, imitando o consumo das classes mais afluentes e incorporando no seu consumo os novos produtos e serviços que surgem (Barba e Pivetti, 2009: 125). Podemos ver, inclusive, uma mudança no padrão de consumo, com certa estabilidade do consumo de duráveis, uma redução na participação de não duráveis e um aumento marcante no gasto em serviços⁶³.

⁶³ Essa mudança no padrão do consumo pode ser considerada algo normal. Clark (1957), por exemplo, já apontava essa tendência a partir de uma discussão a respeito das diferenças nas elasticidades renda do consumo de bens duráveis, não duráveis e de serviços.

Gráfico 2.10: Categorias de consumo (%) PIB: 1979 - 2014



Fonte: BEA.

Em média, o consumo cresceu em todo o período de análise⁶⁴. Cresceu a uma média de 3,3%, entre 1979 e 2007. Especificamente entre 2001 e 2007, cresceu 2,9%. Nesse contexto, de piora da distribuição de renda e baixo crescimento da renda pessoal disponível, isso significou uma redução da poupança das famílias, que tanto chamou atenção de diversos analistas (Barba e Pivetti, 2009; Stockhammer, 2013). Se levarmos em consideração a dinâmica do investimento residencial, chegamos ao comportamento do saldo financeiro do setor privado, que tanto chamou atenção de Godley e seus associados.

Houve, inclusive, uma mudança no comportamento do consumo, durante os anos de recessão, antes da crise *subprime*. Conforme podemos ver abaixo, o consumo passou a aumentar durante as recessões, nos anos 1990 e 2000 (Kotz, 2008):

⁶⁴ Cabe lembrar que, tudo o mais mantido constante, um aumento da desigualdade deveria implicar menor consumo em proporção da renda, pois há uma correlação negativa entre nível de renda e propensão marginal a consumir.

Tabela 2.7: Comportamento do consumo das famílias nos anos de recessão: 1974 – 2009

Varição Anual (%)	1974	1980	1982	1991	2001	2008	2009
PIB	-0,5	-0,2	-1,9	-0,1	1	-0,3	-2,8
Consumo	-0,8	-0,3	1,4	0,2	2,6	-0,3	-1,6
Consumo de bens duráveis	-6,4	-8	-0,2	-5,4	5,2	-5,1	-5,5

Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis.

Como podemos ver, o padrão anterior era de redução do consumo, durante as recessões, fosse pelo efeito induzido da contração, fosse pelo encolhimento do crédito. Porém, em 2001, houve um crescimento significativo do consumo das famílias e um forte aumento do consumo de bens duráveis. Nos anos de recessão causados pela crise *subprime*, 2008 e 2009, o consumo voltou ao seu padrão normal de cair durante as crises.

O elemento explicativo da dinâmica do consumo no período foi o comportamento do endividamento das famílias, que aumentou a partir dos anos 1980 e se acentuou nos anos 2000. Na tabela abaixo, podemos ver o aumento do percentual das famílias endividadas por faixa de renda. Podemos perceber que quanto mais baixa for a faixa de renda, maior foi o aumento do percentual de famílias endividadas.

Tabela 2.8 Percentual de famílias endividadas por grupos de renda (quintis)

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

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

Fonte: *Survey of Consumer Finances*

Já a tabela a seguir, nos mostra a razão entre a dívida, dividida em suas principais categorias, e a renda disponível, por grupo de renda. Percebe-se que todos os grupos de renda aumentaram seu endividamento, novamente com destaque para os

grupos mais pobres. O endividamento imobiliário dos 20% mais pobres, por exemplo, aumentou de 111,9%, em 1989, para 332,8%, em 2004.

Tabela 2.9: Principais tipos de dívidas das famílias em percentual da renda disponível, por grupos de renda

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

Fonte: Survey of Consumer Finances

Além disso, como resultado do ciclo imobiliário que será analisado na próxima seção, uma das principais fontes de crédito para as famílias foi o *home equity*. Esta expressão significa a diferença entre o valor de mercado do imóvel e a o valor da dívida a pagar. Seria, portanto, a riqueza líquida do proprietário do imóvel, caso ele o vendesse

e quitasse a dívida. Em condições normais, o *home equity* evolui lentamente, à medida que o proprietário paga as prestações da dívida e o seu imóvel valoriza no mercado. Porém, no contexto de especulação com imóveis que ocorreu nos anos 2000, no qual os preços subiram muito rapidamente, o *home equity* também cresceu de forma muito rápida representando uma fonte de poder de compra para as famílias. Isso foi possível, pois as famílias tinham acesso a crédito, usando esse *home equity* como colateral, na forma de linhas especiais (*home equity loan* ou *home equity line of credit* HELOC, na sigla em inglês). Porém, dada a sua intrínseca relação com o ciclo imobiliário, convém analisá-lo antes de avançar um pouco mais na relação deste com o consumo autônomo.

2.6 Inflação de ativos e investimento residencial

Um dos principais motores da economia americana nos 2000, responsável por puxar a expansão dos mercados no período, foi o ciclo imobiliário, que coadunou grande expansão do crédito, substancial aumento de preços dos imóveis, num contexto de desregulamentação financeira⁶⁵ e pouca supervisão governamental. Como visto anteriormente, isso foi fundamental para aumentar o poder de compra disponível para as famílias consumirem, pois podiam “realizar” os ganhos de capital dos imóveis na forma de maior endividamento, graças as *home equity loans* e *home equity line of credit*.

O investimento residencial teve um papel importante não apenas no ciclo dos anos 2000, como também em mitigar os efeitos da recessão que se avizinhava em 2001, como bem demonstra Cagnin (2007). O crescimento de 0,9% no ano de 2001 não mostra seu real papel em evitar uma recessão aberta na economia norte-americana. Detalhando o que aconteceu ao longo do ano, vemos que no segundo trimestre desse ano, o consumo cresceu apenas 0,42%, o investimento não residencial teve uma queda de 0,8%, as exportações caíram 1,55% e o investimento residencial cresceu 0,43%. Teve, portanto, um papel fundamental para sustentar a demanda, junto com o gasto do governo que cresceu 1,5%. No terceiro trimestre, houve uma contração do PIB de 0,32%, mesmo com o crescimento do consumo privado (puxado pelo consumo de bens duráveis) e do investimento residencial, que evitaram uma retração ainda maior. Deve-se notar que neste trimestre, inclusive os gastos do governo se reduziram em 0,07%.

⁶⁵ O principal marco da desregulamentação financeira é o fim do *Glass-Steagall Act*, representativo do sistema de regulação financeira engendrado no esteio do *Crash* de 29.

Tabela 2.10: Taxa real trimestral de crescimento do PIB e dos componentes da demanda agregada (%)

	2001			
	I	II	III	IV
PIB	-0,29	0,53	-0,32	0,28
Consumo	0,42	0,26	0,36	1,53
duráveis	1,65	-0,09	1,15	8,33
não duráveis	-0,60	0,47	0,46	0,85
Serviços	0,52	0,25	0,17	0,40
Invest. Não residencial	-0,81	-2,27	-1,31	-2,90
Invest. Residencial	0,43	1,55	0,62	-0,64
Exportações	-1,55	-3,30	-4,86	-3,13
Gasto do Governo	1,49	1,97	-0,07	1,46

Fonte: Bea. Elaboração própria.

No período 2002-2005, o investimento residencial foi o componente mais dinâmico da demanda agregada, crescendo a uma média anual de 7,8%. Em cada ano o crescimento foi: 6,1%, 9,1%, 10% e 6,6%.

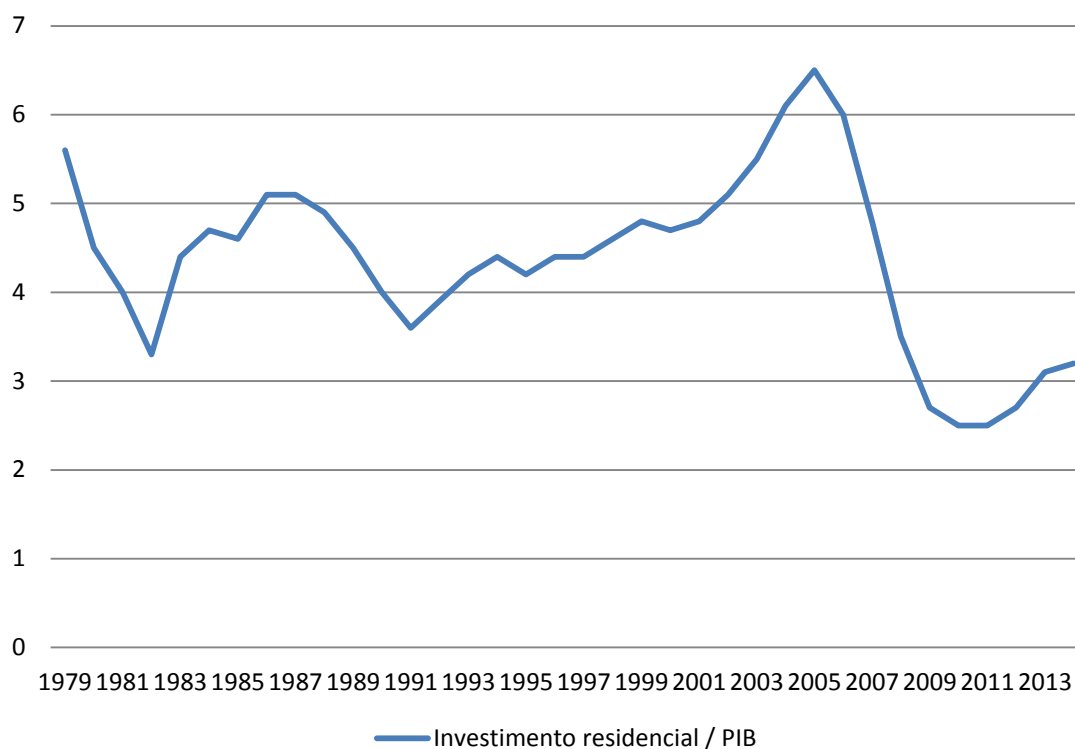
Tabela 2.11: Taxa real de crescimento do PIB e dos componentes da demanda agregada (%) 2002-2007

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	média 2002-2005	média 2002-2007
PIB	1,8	2,8	3,8	3,3	2,7	1,8	2,82	2,80
Consumo	2,6	3,1	3,8	3,5	3	2,2	3,22	3,17
duráveis	7,3	7,1	8,2	5,4	4,3	4,6	6,92	6,29
não duráveis	1,9	3,5	3,3	3,3	3,3	1,7	2,92	2,99
Serviços	1,9	2,2	3,2	3,2	2,7	2	2,56	2,59
Invest. Não residencial	-6,9	1,9	5,2	7	7,1	5,9	1,80	2,86
Invest. Residencial	6,1	9,1	10	6,6	-7,6	-18,8	7,78	4,84
Exportações	-1,7	1,8	9,8	6,3	9	9,3	4,05	5,04
Gasto do Governo	4,4	2,2	1,6	0,6	1,5	1,6	1,75	1,69

Fonte: Bea. Elaboração própria

No período recente, podemos ver que este foi o maior e mais duradouro ciclo de investimento residencial, alcançando uma participação no PIB de 6,5% no ano de 2005, conforme gráfico abaixo.

Gráfico 2.11: Investimento residencial em proporção do PIB (%), 1979 - 2014



Fonte: BEA.

Alguns fatores contribuíram para essa trajetória do investimento imobiliário. Em primeiro lugar, desempenhou papel importante a política monetária expansiva empreendida no período 1995-2005, em particular a partir de 2001. Tanto as taxas de juros de curto prazo, quanto as de longo, caíram no período, contribuindo para a sustentabilidade do endividamento das famílias⁶⁶. Mas, ainda mais importante, foi o conjunto de desregulamentação financeira, falta de supervisão das autoridades responsáveis e intensa inovação financeira⁶⁷.

Essa expansão do crédito imobiliário alcançou uma parcela populacional antes excluída deste mercado, os clientes *subprime*⁶⁸, que tinham uma classificação de crédito de alto risco. Foi neste segmento que se deu uma proporção substancial da expansão do

⁶⁶ Barba e Pivetti (2009) apresentam as condições de sustentabilidade do endividamento das famílias, de forma muito semelhante ao caso de endividamento público. Neste último caso, a relação entre a taxa de juros e o crescimento da economia desempenha um papel relevante, enquanto no primeiro caso, a relação se dá entre a taxa de juros média do endividamento das famílias e o crescimento dos salários.

⁶⁷ Para uma discussão das principais inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento imobiliário norte-americano, ver Cagnin (2009a).

⁶⁸ Uma parcela do seguimento *subprime* era caracterizada como *ninja* (*no income, no job or asset*).

crédito imobiliário dos anos 2000. Segundo Zelman et al. (2007), o segmento *subprime* foi de US\$ 213 bilhões em 2002 para US\$ 640 bilhões em 2006. Adicionalmente, os produtos financeiros desenvolvidos no período foram fundamentais para liberar renda corrente das famílias para gastos. Alguns desses produtos abriam mão da amortização do principal por um período de tempo, cobrando apenas os juros. Outros concediam um prazo de carência inclusive para o pagamento de juros (que eram acrescidos ao principal). E, uma prática que se popularizou, foi o mecanismo conhecido como *piggyback*, que poderia desobrigar o tomador de pagar um sinal ou uma entrada ao contratar o crédito hipotecário (Cagnin, 2009a: 265). De uma forma geral, todo crédito do segmento *subprime* continha taxas de juros flutuantes, que começavam baixas (ou zeradas) e depois de poucos anos aumentavam abruptamente. As modalidades mais comuns tinham reajuste anual ou um único reajuste após 5 anos. Com isso, apesar do aumento da relação dívida/renda disponível, o serviço da dívida em relação a renda disponível não atingiu um nível crítico na fase ascendente do ciclo.

Apenas essas inovações não são suficientes para explicar todo o processo. A mudança do comportamento dos bancos também desempenhou importante papel. Em vez de acompanhar o devedor até a quitação da dívida, os bancos passaram a “originar e distribuir”, via o processo de securitização de dívidas, gerando um grande mercado secundário para dívidas hipotecárias. Os bancos passaram a emitir títulos⁶⁹ lastreados por um conjunto de hipotecas de diferentes maturidades e níveis de riscos e transferiam os pagamentos feitos pelos devedores aos detentores dos títulos. Esses títulos eram divididos em diversas *tranches*, hierarquizados por rentabilidade, risco e prioridade em recebimento dos pagamentos (Cagnin, 2009a: 266). Os segmentos subprime, que não eram elegíveis para garantias públicas, por meio das GSE`s (*government sponsored enterprise*), foram “garantidos” por agentes privados, com a securitização sendo feita via *special investment vehicles* (SIV)

Esses títulos eram emitidos por SIVs garantidos por bancos com cláusulas de recompra ou com linhas de crédito (Eichengreen, 2008). Porém, essas garantias, ao eclodir a crise, não se mostraram tão seguras (Serrano, 2008a). Esse conjunto de ativos que compunham os CDOs era escolhido de forma a permitir a melhor classificação de risco, contando com a colaboração das agências de *rating* para que esse *pool* de ativos

⁶⁹ Exemplos desses títulos são *collateralized mortgage obligation* (CMO), *assets-backed securities* (ABS), ou ainda *collateralized debt obligations* (CDO). Para uma descrição dos detalhes financeiros e do papel deles na crise, ver os excelentes trabalhos de Cagnin (2007, 2009a, 2009b).

contivesse a maior quantidade possível de hipotecas de alto risco (Cagnin, 2009a: 267). Com isso, essas hipotecas foram despejadas no mercado financeiro, sendo compradas por agentes especulativos, como os fundos *hedge*, mas também por investidores institucionais de perfil conservador, que muitas vezes tinham por regra de funcionamento ou por imperativo regulatório comprar apenas títulos AAA.

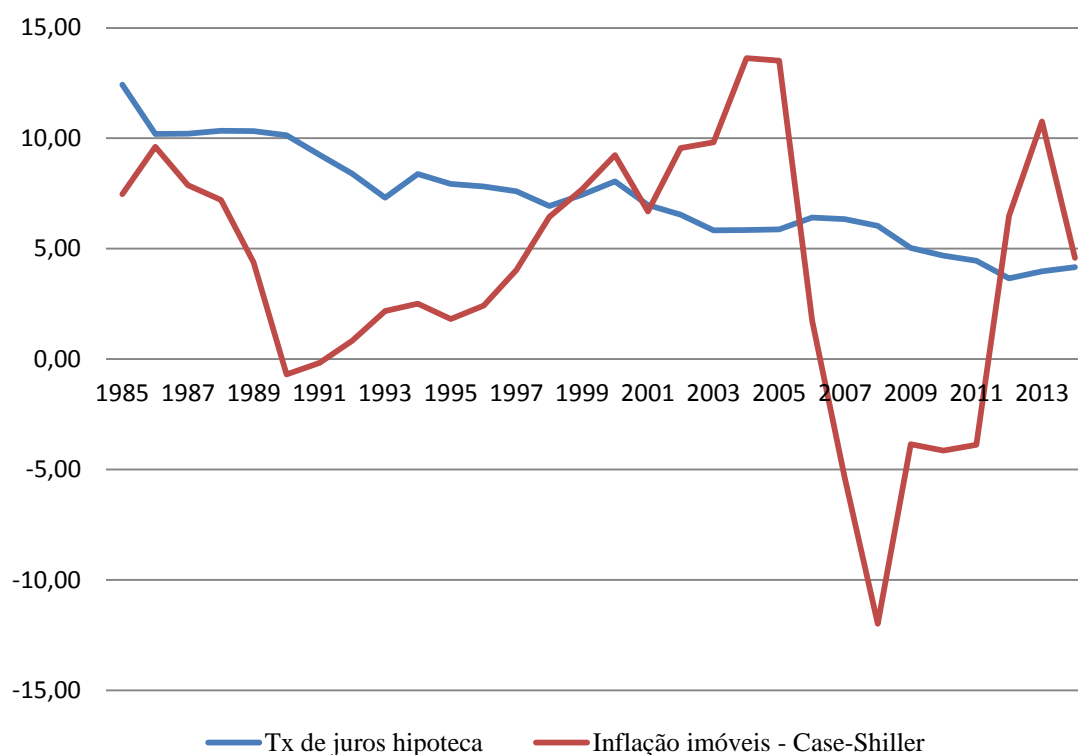
Entre 2001 e 2005, esse mecanismo funcionou. Como afirma Cagnin:

“A valorização das residências reforçou a solidez patrimonial das famílias, melhorando a avaliação de seus riscos feita pelos credores, e estimulou o aumento do seu endividamento, cujos recursos foram utilizados tanto para a aquisição de novos imóveis, reforçando a alta dos preços desses ativos, como para o consumo, permitindo a recuperação econômica dos EUA após a recessão de 2001” (Cagnin, 2009a: 268).

De forma um pouco mais sintética, podemos dizer que o fator determinante para o comportamento do investimento residencial no período foi a evolução da taxa de juros nominal das hipotecas e da taxa de variação dos preços dos imóveis – em parte resultante das mudanças acima descritas – que juntas determinam a taxa própria de juros dos imóveis, anteriormente apresentada. Foi por meio de variações da taxa própria de juros dos imóveis que a bolha imobiliária impactou a demanda agregada e, com isso, o restante da economia. O gráfico abaixo mostra a evolução da taxa de juros nominal das hipotecas⁷⁰ de 30 anos e a inflação dos imóveis, medida pelo índice Case-Shiller.

⁷⁰ No quarto capítulo discutiremos a política monetária e a evolução da relação entre a taxa de juros de curto prazo fixada pelo Fed, a taxa de juros de títulos de longo prazo do Tesouro e a taxa de juros das hipotecas.

Gráfico 2.12: Taxa nominal de juros de hipotecas de 30 anos e inflação imobiliária



Fonte: FRED.

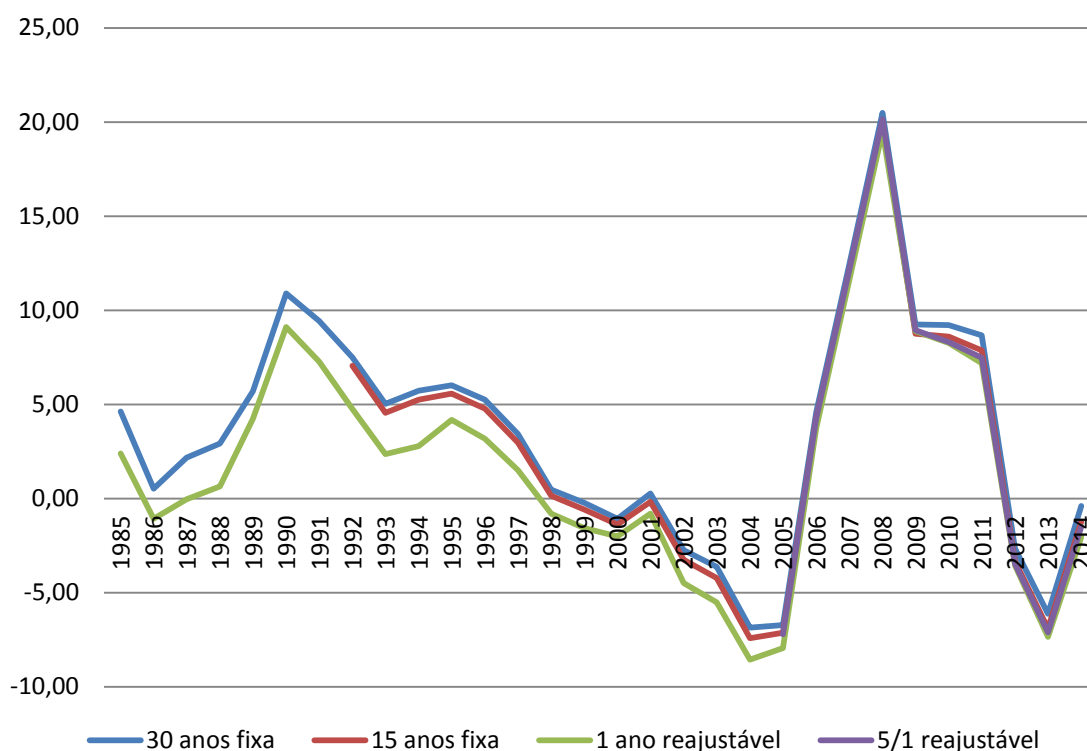
No gráfico acima, podemos perceber que algo diferente se inicia na virada dos anos 1990 para os 2000: a inflação de imóveis se torna maior que a taxa de juros nominal de hipotecas. Ou seja, a taxa própria de juros dos imóveis torna-se negativa. O gráfico⁷¹ a seguir mostra a taxa própria de juros dos imóveis calculada para todos os tipos de hipotecas para os quais obtivemos dados⁷²: 30 anos, 15 anos, 1 ano reajustável, 5/1 reajustável⁷³.

⁷¹ O gráfico é apresentado para um intervalo de tempo maior que o especificamente analisado nessa seção, para melhor mostrar o comportamento conjunto da taxa própria de juros dos imóveis calculada para diferentes hipotecas.

⁷² As séries começam em períodos diferentes, pois algumas foram inovações no período analisado.

⁷³ As hipotecas “1 ano reajustáveis” têm reajuste anual da taxa de juros. As hipotecas “5/1 reajustáveis” tem um reajuste de taxas de juros após os 5 primeiros anos.

Gráfico 2.13: taxas próprias de juros dos imóveis para diversas hipotecas



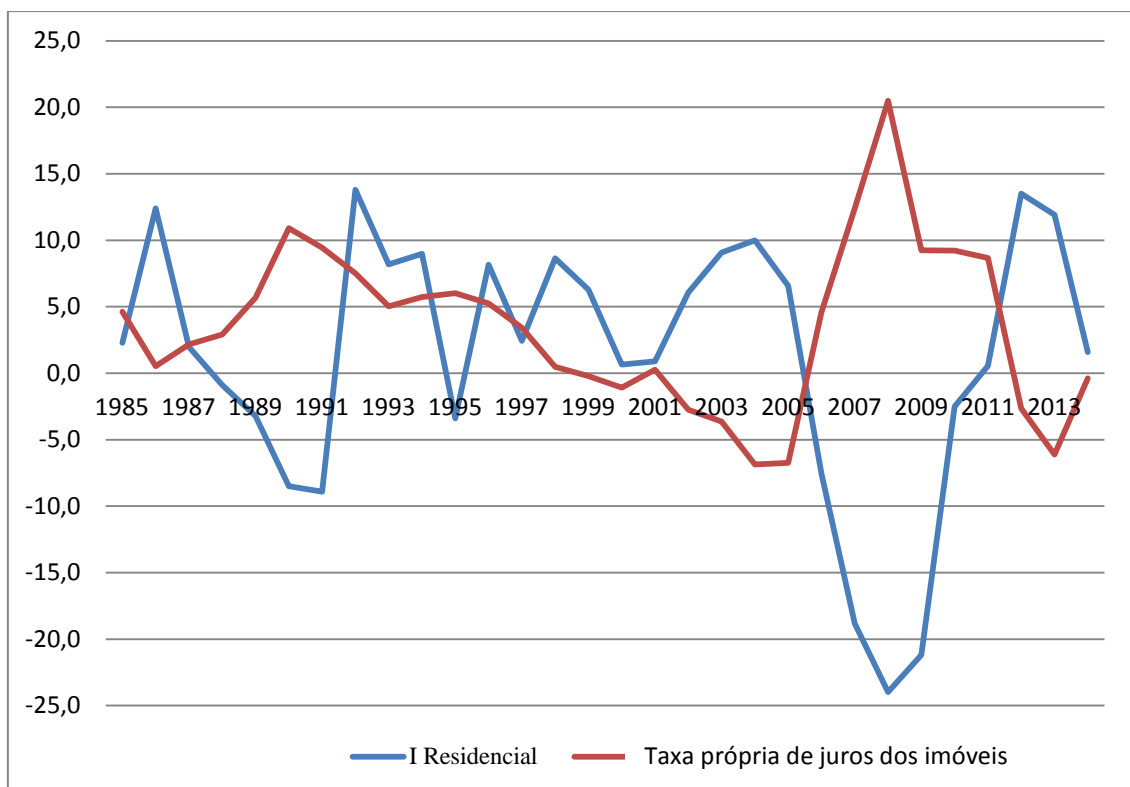
Fonte: FRED e cálculos do autor. Elaboração própria.

Podemos ver, no gráfico acima, que a taxa própria de juros dos imóveis, calculada para qualquer uma das hipotecas, fica negativa no período 2002-2005, como fruto da bolha imobiliária que ocorreu no período. Dito em outras palavras, a taxa real de juros para aqueles que compram imóveis se tornou negativa. Enquanto persistisse esse fenômeno, esses compradores teriam ganhos de capital em potencial para realizar. Resta saber como o investimento residencial reagiu a essa situação excepcional. Conforme nosso modelo teórico, é de interesse desta tese analisar como a taxa própria de juros dos imóveis e a taxa real de crescimento do investimento residencial se relacionaram. O gráfico abaixo⁷⁴ mostra essa relação, destacando-se que optamos por usar apenas a taxa própria de juros dos imóveis para hipotecas de 30 anos. Essa opção se deve a evitar a poluição do gráfico com muitas curvas que, como visto no gráfico logo acima, possuem o mesmo comportamento. Além disso, este tipo de hipoteca é a

⁷⁴ Novamente optamos por mostrar uma série mais longa que o período objetivamente analisado nessa seção para melhor evidenciar a força dessa correlação.

mais comum e antiga nos EUA, possuindo também a maior taxa nominal de juros. Isso fornece uma medida “conservadora” para a taxa própria de juros dos imóveis⁷⁵.

Gráfico 2.14: Taxa de crescimento do investimento residencial e taxa própria de juros dos imóveis



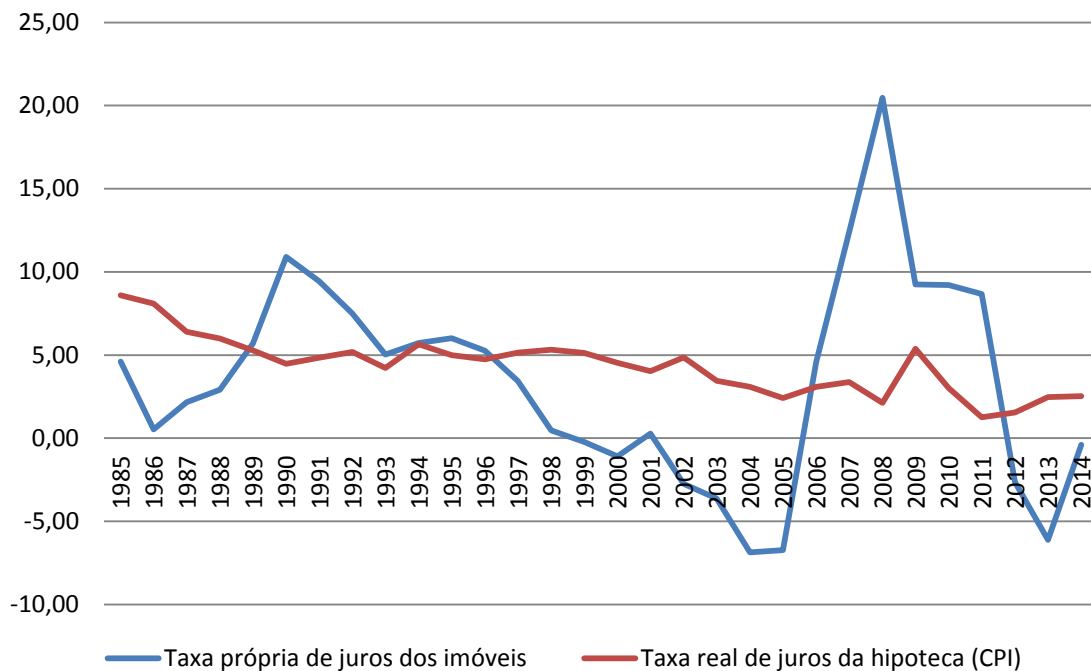
Fonte: FRED, BEA e cálculos do autor. Elaboração própria.

Como podemos ver no gráfico acima, a taxa própria de juros dos imóveis apresentou tendência de queda ao longo da década de 1990, chegando a ficar negativa em 2000. Em 2001, voltou a ficar positiva devido à queda dos preços dos imóveis, reflexo do estouro da bolha “ponto com”. De 2002 a 2005, a correlação entre as séries chama atenção: o *boom* de investimento residencial durou enquanto a taxa própria de juros dos imóveis ficou negativa. É interessante notar que é comum autores apontarem para uma baixa resposta do investimento residencial a mudanças na taxa de real de

⁷⁵ O ideal seria construir a taxa própria de juros dos imóveis a partir de uma média ponderada das taxas nominais de juros das diversas hipotecas. Essa taxa ponderada necessariamente seria menor que a taxa da hipoteca de 30 anos, por isso chamamos de uma medida “conservadora”.

juros⁷⁶. Isso ocorre porque todos deflacionam as taxas nominais por um índice de preços ao consumidor, ou pelo deflator implícito do PIB. Nenhum deles, portanto, direciona seu foco para a taxa própria de juros. E, como podemos ver no gráfico abaixo, essas duas séries possuem comportamentos muito distintos.

Gráfico 2.15: Taxa própria de juros dos imóveis e taxa de juros real das hipotecas deflacionada pelo índice de preço ao consumidor (CPI): 1985 -2014

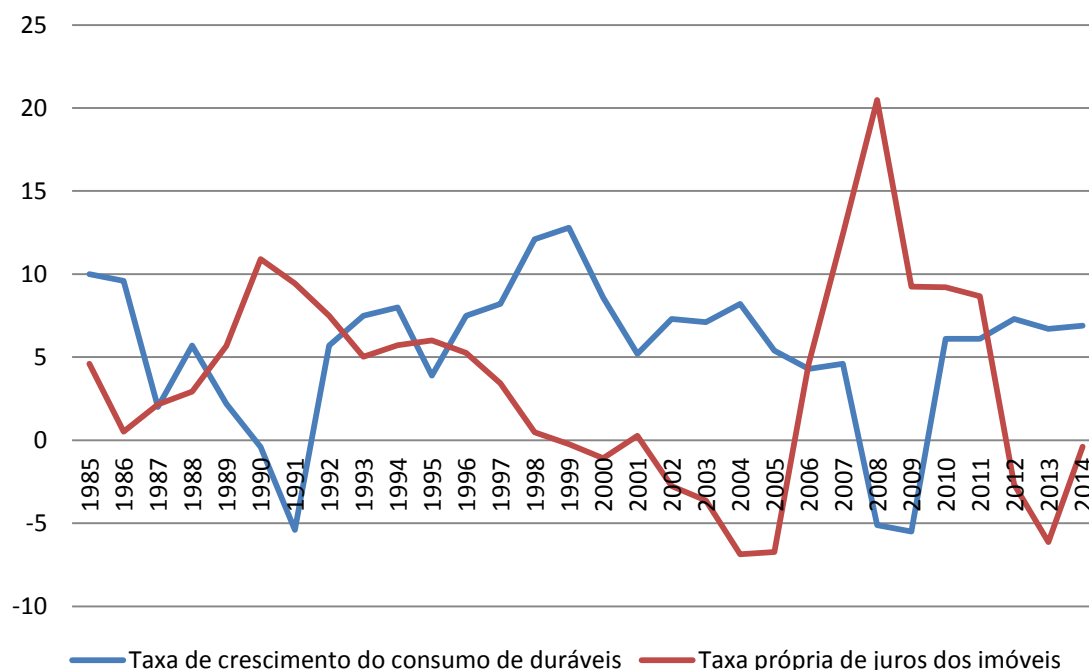


Fonte: FRED. Elaboração própria.

Como apontado anteriormente, o ciclo imobiliário permitiu também um maior acesso das famílias a crédito que foi direcionado para consumo, tendo o *home equity* como colateral. Cabe destacar que quanto maior o aumento dos preços dos imóveis, maior o *home equity*. E como apontado por Leamer (2007), já citado anteriormente, ao investimento residencial, normalmente se segue o consumo de duráveis na economia norte-americana. O próximo gráfico, seguindo a indicação da equação (2.11), mostra a relação empírica entre taxa real de crescimento de duráveis e a taxa própria de juros dos imóveis.

⁷⁶ Como mencionado anteriormente, os testes econométricos apresentados em Fair (2013) em geral mostram que o coeficiente associado à taxa real de juros é não significativo.

Gráfico 2.16: Taxa real de crescimento de consumo de duráveis e taxa própria de juros dos imóveis



Fonte: FRED e BEA. Elaboração própria.

Novamente, há uma correlação notável. Temos aí um fato estilizado de como a inflação de um ativo – os imóveis – afetou a demanda agregada e, portanto, o crescimento da economia.

A partir do final de 2004, no entanto, a política monetária começou a mudar de direção, com aumento da taxa básica de juros e em 2005 a bolha imobiliária começou a dar sinais de esgotamento, iniciando uma reversão do ciclo de investimento residencial, que, como sabemos, levou a reversão do ciclo econômico e conduziu a economia norte-americana à crise da Grande Recessão.

2.7 Crise *subprime* e a Grande Recessão

Já em 2005, o investimento residencial começou a dar sinais de reversão. Depois de crescer 10% em 2004, desacelerou ao longo de 2005, apresentando uma queda de 0,9% no quarto trimestre. Em 2006, chegou ao fim o período de juros baixos de muitos desses contratos que, junto ao aperto da política monetária, elevou o serviço da dívida, com reflexos no nível de inadimplência do crédito hipotecário (Cagnin, 2009a). Essa

conjugação de política monetária apertada, agravamento das condições de crédito e aumento do inadimplemento levou a uma reversão dos preços dos imóveis, que desaceleraram a partir de 2006, e começaram a cair em 2007. Esse movimento do preço dos imóveis levou a um aumento da taxa própria de juros dos imóveis, que chegou a mais de 20% em 2008. O resultado foi o colapso do investimento residencial, que, em um único ano (2008), caiu 24% em termos reais.

A economia demorou a sentir os efeitos da redução do investimento residencial, pois os demais componentes da demanda agregada continuaram crescendo. O investimento residencial caiu 7,6% em 2006 e 18,8% em 2007, e nesses dois anos a economia apresentou crescimento positivo do PIB (2,7% e 1,8%, respectivamente), só entrando em recessão em 2008.

Antes de 2008, sem entrar em muitos detalhes do colapso do sistema de financiamento imobiliário e suas consequências para o resto do sistema financeiro, podemos ver que a redução dos preços dos imóveis elevou com intensidade a taxa própria de juros dos imóveis (conforme o gráfico 2.12 acima) e, portanto, derrubou o investimento residencial.

As condições de crédito mais apertadas e o aumento da inadimplência reduziu as avaliações de risco desses títulos securitizados (MBS, CDO e ABS) por parte das agências de *rating*, com duas consequências. Investidores institucionais, que por questões regulatórias, só podem reter ativos de baixo risco, tiveram de vender os títulos que tinham em carteira. Isso gerou uma liquidação maciça desses títulos, acentuando ainda mais a queda de preço. O segundo efeito foi um aumento da desconfiança no mercado com relação ao real nível de risco desses títulos (Cagnin, 2009b). Ocorreu então um efeito em cascata, no qual as contínuas consignações de prejuízos patrimoniais atingiram o mercado interbancário no segundo semestre de 2007, demandando uma intervenção do Fed. Este acelerou as reduções da taxa básica de juros e injetou liquidez no mercado financeiro ampliando o leque de títulos aceitos como garantias nas suas operações de mercado aberto. Em 2008, estendeu as linhas de desconto para instituições financeiras não bancárias para evitar uma quebra generalizada⁷⁷.

Em 2007, portanto, a crise já havia atingido todo o sistema financeiro, e o investimento residencial, que havia sido um dos motores do ciclo de crescimento, já

⁷⁷ Essas operações serão analisadas no quarto capítulo.

havia colapsado. Ao longo de 2008, a crise continuou se alastrando pelo sistema financeiro. No primeiro semestre desse ano, o Bear Sterns, um dos principais bancos de investimento, quebrou e só teve comprador com o Fed garantindo US\$ 20 bilhões dos seus ativos. O Fed então baixou ainda mais as taxas de juros. O governo George W. Bush implementou apenas um pequeno pacote de estímulo fiscal, a ser melhor discutido no último capítulo. Em setembro de 2008 a crise paralisou o sistema financeiro e se generalizou para toda economia americana. Em uma decisão controversa, o Fed deixou o Lehman Brothers, um dos maiores bancos que operavam nos EUA, quebrar. A partir daí foi uma sucessão de “quase falências” (AIG, General Motors, Chrysler, Bank of America, Citigroup, para citar alguns exemplos) que só foram evitadas com forte intervenção do estado. No entanto, a crise já estava conflagrada.

A demanda agregada começou a ser mais fortemente atingida. Um importante componente desta, o consumo de duráveis, em grande parte financiado por crédito, também se reduziu com bastante intensidade. Apresentou taxas negativas de crescimento nos quatro trimestres de 2008, chegando a menos 7,2% no último trimestre desse ano. Em 2008, a economia norte-americana entrou em recessão aberta, com queda de 0,8% do PIB, conforme tabela 2.12 a seguir. Nesse ano, três trimestres apresentaram retração do PIB. E a crise financeira se alastrou.

A reação do FED e do Tesouro, em operações fiscais e para-fiscais⁷⁸, se não evitaram a recessão no biênio 2008-2009, foram fundamentais para evitar que fosse mais duradoura. Em 2010, os EUA já estavam oficialmente fora da recessão.

No biênio 2008-2009, o gasto público de todas as esferas de governo, cresceu 3% a.a., em média, dando sustentação à demanda agregada⁷⁹. E as transferências líquidas também tiveram um impacto expansionista, variando, em proporção do PIB do ano anterior, 1,44% e 3,85%, nos anos 2008 e 2009, respectivamente, conforme pode ser visto na tabela 2.13 mais adiante. Este crescimento foi liderado pelo governo federal, que ampliou seus gastos numa média de 6,2% a.a., sendo novamente contrarrestados pelo comportamento dos gastos dos Estados e Municípios, que cresceram, em média, menos de 1% ao ano. De todo modo, a política fiscal foi mais expansiva do que no período anterior e colaborou para que a recessão acabasse rapidamente.

⁷⁸ A intervenção do Tesouro em resposta a crise é o objeto do próximo capítulo.

⁷⁹ Uma análise mais detalhada da política fiscal será feita no próximo capítulo.

No ano de 2008, ademais do gasto público, apenas as exportações contribuíram para o crescimento da demanda agregada, crescendo 5,7%, pois os principais parceiros comerciais ainda não tinham sido atingidos pela crise. O investimento residencial, que outrora liderava o crescimento, nesse momento liderou a recessão, apresentando uma redução de 24%. O consumo agregado caiu 0,3%, puxado por uma queda do consumo de duráveis, financiados por créditos, de 5,1%. E o investimento produtivo caiu 9,4%.

Em 2009, a recessão agravou. O PIB caiu 2,8% e o único componente da demanda agregada que apresentou crescimento foi o gasto do governo. O investimento residencial caiu 21,2. O consumo agregado caiu 1,6%, com o consumo de duráveis caindo 5,5%. O investimento produtivo, acompanhando a tendência de redução dos gastos improdutivos, caiu 6,8%. E, com a crise se espalhando para o resto do mundo, nem mesmo as exportações puderam contribuir e apresentaram uma queda de 8,8%.

Tabela 2.12: Taxa real de crescimento do PIB e dos componentes da demanda agregada: 2008 - 2009

	2008	2009
PIB	-0,3	-2,8
Consumo	-0,3	-1,6
duráveis	-5,1	-5,5
não duráveis	-1,1	-1,8
Serviços	0,8	-0,9
Invest. Não residencial	-0,7	-15,6
Invest. Residencial	-24	-21,2
Exportações	5,7	-8,8
Gasto do Governo	2,8	3,2

Fonte: Bea. Elaboração própria

2.8 Recuperação econômica 2010-2014

Após lograr sair da recessão do biênio 2008-2009, ainda aparenta haver um longo caminho a se percorrer para a plena recuperação da economia norte-americana. A taxa média de crescimento anual foi de 2,2%, no período 2010-2014, ainda é menor do que a do ciclo anterior, 2,6% em média para o período 2002-2007. O sucesso no afastamento da recessão do cenário econômico, combinado com o grande crescimento do déficit público, os programas de resgate de bancos, instituições financeiras e até de empresas não-financeiras e o rápido crescimento da dívida pública nesse período, gerou um pressão política pela reversão da política fiscal a partir de 2010, antes mesmo da

economia se recuperar de forma robusta e significativa (Blecker, 2014). No período 2010-2014, os gastos do governo tiveram queda em termos reais, com uma média de -1,3% a.a. Em 2010, o governo federal ainda fez um esforço fiscal expansionista fruto do pacote econômico lançado pelo Governo Obama, ampliando seus gastos em 4,4%. Mas seu empenho foi em parte neutralizado pela queda de 2,7% dos gastos dos governos subnacionais, resultando num modesto crescimento do gasto público de 0,1% nesse ano. De 2011 em diante, após os Republicanos obterem maioria no congresso, o governo federal mudou sua política fiscal em direção à austeridade, contraindo seu gasto numa média de 3% a.a. até 2014, reduzindo inclusive os gastos em defesa nacional (Blecker, 2014).

No período 2010-2014, os gastos do governo tiveram redução em termos reais, com uma média de -1,3% a.a. E, a partir de 2011, as transferências líquidas para as famílias também tiveram taxas negativas de crescimento, reafirmando o caráter recessivo da política fiscal. E, dessa vez, todas as esferas do governo contribuíram para tanto. Esse é um importante fator explicativo do porque a economia norte-americana seguir em lenta recuperação.

Tabela 2.13: Variação dos gastos do governo em consumo e investimento e das transferências líquidas para as famílias, em relação ao PIB do ano anterior (%), e déficit público (% PIB): 2007-2014.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gastos	0,31	0,55	0,65	0,02	-0,65	-0,29	-0,39	-0,03
Transferências Líquidas	-0,39	1,44	3,85	0,36	-1,49	-0,53	-0,72	-0,09
Déficit Público	3,20	7,04	13,52	11,29	9,94	8,59	5,76	-4,63

Fonte: BEA e cálculos do autor. Elaboração própria

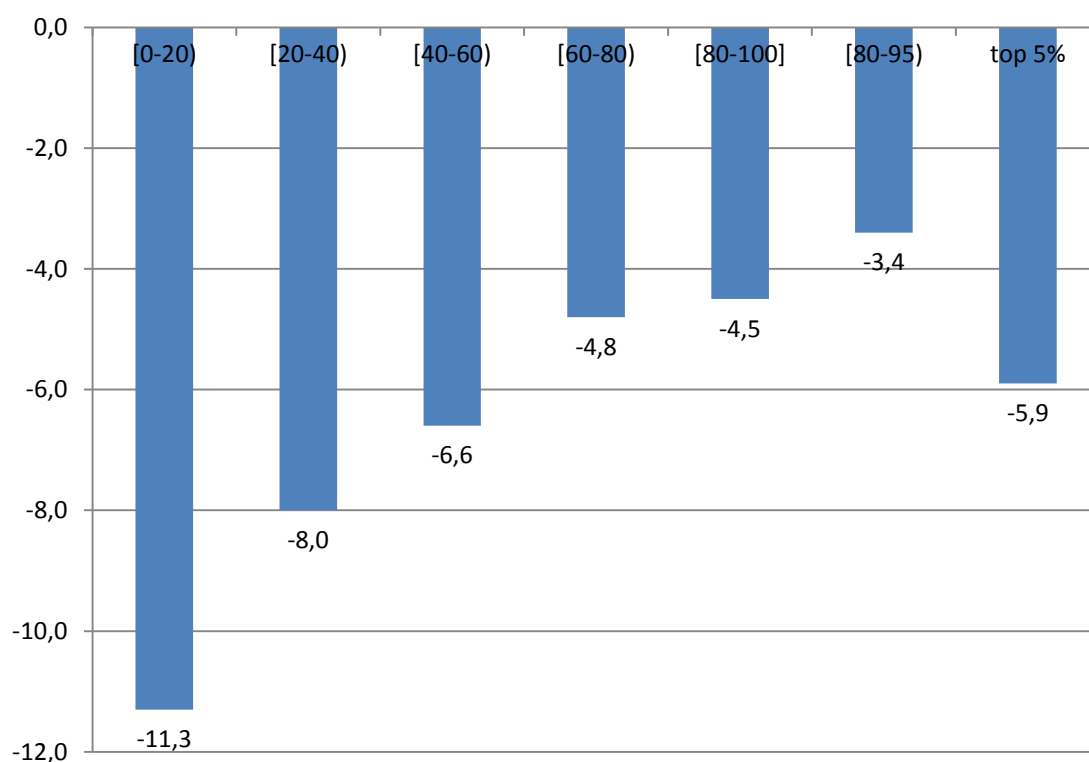
Em relação ao cenário externo, a despeito dos persistentes déficits externos⁸⁰, as exportações têm sido um importante componente dos gastos improdutivo, sendo o que mais cresceu no período: 4,8% a.a., em média no período. No entanto, nem tudo correu bem no front externo. O coeficiente de conteúdo importado seguiu aumentando nesse

⁸⁰ Como visto no capítulo anterior, essa não é a melhor forma de medir a contribuição do setor externo.

período, de 13,1% em 2010 para 13,6% em 2014, aumentando o vazamento de demanda agregada da economia. Não obstante, como vimos no gráfico 1.1 do primeiro capítulo, utilizando nossa metodologia alternativa para se avaliar a contribuição do setor externo ao crescimento econômico, este contribuiu positivamente em todo período 2010-2014. Os Estados Unidos se beneficiaram, portanto, do *decoupling* dos países em desenvolvimento, que mantiveram uma taxa razoável de crescimento apesar do cenário de crise internacional.

Durante e após a crise, não houve nenhuma tendência clara de mudanças nas tendências distributivas presentes no período anterior, conforme pode ser visto no gráfico abaixo. Analisando por quintil, quanto maior o nível de renda, menor foi a perda de renda no período 2007-2010. Apenas os 5% mais ricos apresentaram uma redução de renda fora desse padrão, mas ainda assim menor do que a fração dos 60% mais pobres da população. Essa queda talvez seja bem explicada pelo forte efeito da crise sobre alguns tipos de renda da propriedade, como o lucro, que compõe parcela significativa dos rendimentos desse grupo.

Gráfico 2.17: Variação na renda media familiar por grupo de renda, 2007–2010



Fonte: State of Working America.

Ademais, a tendência de redução da parcela dos salários na renda também se manteve durante e após a recessão, conforme mostra o gráfico 2.7, anteriormente apresentado.

O efeito perverso da combinação entre contração da renda e aumento da desigualdade pode ser percebido na evolução do consumo de não duráveis, tipicamente um componente de gasto induzido pela renda corrente. Depois de crescer numa média anual de 2,5% no período 2001-2007, caiu 1,5% no biênio recessivo e, no período de lenta recuperação dos anos 2010 a 2014, cresceu a modestos 1,6% em média. A mesma dinâmica pode ser vista no consumo de serviços, apesar de que parte desses gastos seja financiado por crédito, como, por exemplo, os gastos em educação. No período de crescimento, aumentaram 2,5% ao ano, em média; nos anos de recessão caíram 0,05%; e no período de recuperação cresceram apenas 1,6% na média anual.

Tabela 2.14: Taxa real de crescimento do PIB e dos componentes da demanda agregada (%): 2010-2014

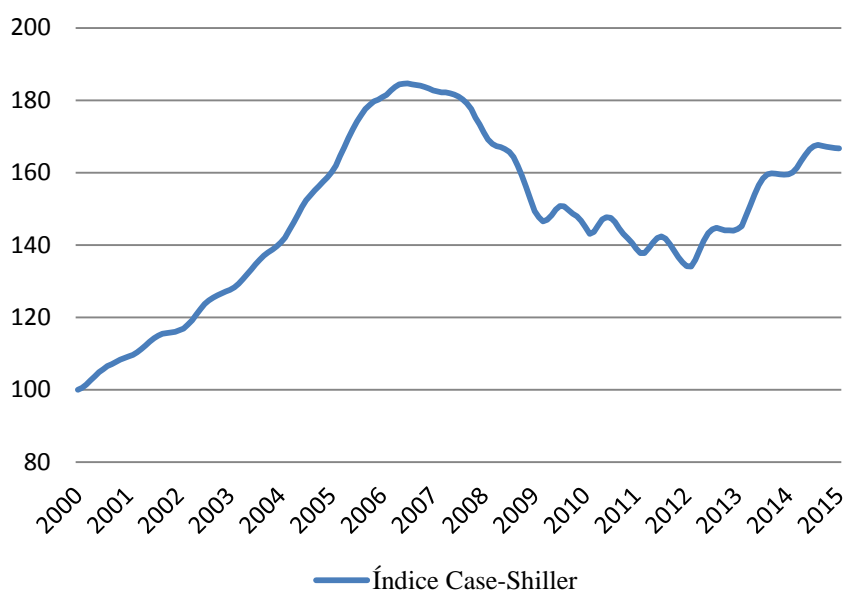
	2010	2011	2012	2013	2014	Média
PIB	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	2,2
Consumo	1,9	2,3	1,8	2,4	2,5	2,2
duráveis	6,1	6,1	7,3	6,7	6,9	6,6
não duráveis	2,2	1,8	0,7	1,9	1,8	1,6
Serviços	1,2	1,8	1,3	1,9	2	1,6
Invest. não residencial	2,5	7,7	7,2	3	6,3	4,8
Invest. Residencial	-2,5	0,5	13,5	11,9	1,6	5,0
Exportações	11,9	6,9	3,3	3	3,1	4,8
Gasto do Governo	0,1	-3	-1,4	-2	-0,2	-1,3

Fonte: BEA. Elaboração própria

Quanto ao endividamento das famílias e ao gasto financiado por crédito, algumas coisas devem ser notadas. De acordo com os dados do *Survey on Consumer Finance*, a propriedade imobiliária é a forma mais comum de riqueza não financeira, devendo se fazer apenas uma ressalva em relação à propriedade de automóveis. Em 2013, 86,3% das famílias possuíam veículos, enquanto apenas 65,2% possuíam imóveis. No entanto, apesar de ser possível usar o automóvel como colateral para empréstimos, não ocorreram bolhas de preços de automóveis usados, que propiciassem ganhos de capital para serem extraídos via novos endividamentos, como aconteceu no caso dos imóveis e dos mecanismos de extração de *home equity*.

O colapso dos preços dos imóveis, conforme pode ser visto no gráfico abaixo, gerou, portanto, um efeito-riqueza negativo. Mas talvez um efeito ainda mais importante seja o de redistribuição de riqueza (Mian e Sufi, 2014), há de se destacar que, como os imóveis são financiados por hipotecas, a riqueza líquida é baixa. Do pico da série em julho de 2006, quando o índice chegou a 184,6 (lembrando que a base 100 está em janeiro de 2000), ao vale, em fevereiro de 2012, quando o índice marcou 134, mais de 5 anos se passaram de redução da riqueza líquida das famílias, de aumento da relação dívida/ativo, pois o valor da dívida estava fixado por contrato, e de aumento da parcela da dívida em proporção à renda disponível. Ao passo que o valor do imóvel se torna menor que a dívida contratual, as famílias passam de uma posição de possuidoras de riqueza líquida para uma posição de devedoras líquidas, em favor dos bancos. Assim, não têm mais a possibilidade de extrair *home equity* para financiar seus gastos.

Gráfico 2.18: índice Case-Shiller para preços de imóveis (jan/2000 = 100): 2000 - 2015



Fonte: FRED. Elaboração própria.

Nesse sentido, o consumo de duráveis apresentou notável desempenho ao apresentar uma taxa média de crescimento anual de 6,6% no período 2010-2014. No entanto, como resultado das elevadas taxas próprias dos imóveis, o investimento residencial, que fora o motor do crescimento econômico no ciclo anterior, caiu ainda 2,5% em 2010 e cresceu apenas 0,5% em 2011, os dois primeiros anos da recuperação. É importante notar que nesse contexto pós-crise, muitos apontam para o elevado endividamento das famílias como um empecilho para se voltar a crescer, pois estas estariam mais preocupadas em “desalavancar” em vez de voltar a gastar⁸¹.

Analisando o gráfico 2.13, anteriormente apresentado, vemos que mesmo quando o preço dos imóveis voltou a crescer e, portanto, a taxa própria de juros dos imóveis voltou a cair, o investimento residencial reagiu, voltando a crescer. E, quando a taxa própria de juros dos imóveis volta a ficar negativa, o investimento residencial apresenta expressiva taxa de crescimento. Porém, essa trajetória durou pouco, explicando, em parte, porque a economia norte-americana ainda não entrou em um novo ciclo de crescimento mais substantivo.

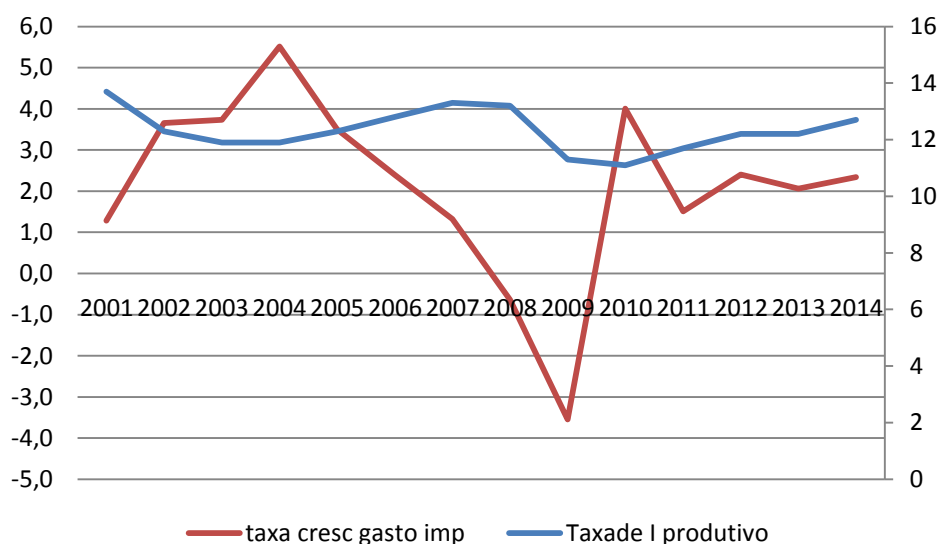
⁸¹ Esse é o argumento, por exemplo, de Tcherneva (2011). Ela crítica as políticas fiscais de transferências ou desonerações, pois o aumento da renda disponível seria direcionado para redução das dívidas, ensejando um efeito multiplicador pequeno.

2.9 As tendências de crescimento e de investimento não residencial reconsideradas

Podemos, agora, avaliar melhor o que foi apresentado nos gráficos 2.1 e 2.2 no começo do capítulo. Como vimos, tanto a taxa de investimento, como a taxa de crescimento do PIB no período, acompanharam a evolução dos gastos improdutivos.

É claro, no entanto, que nem todos os fatores explicativos estão contidos dentro de um determinado período de tempo, pois sempre há algum grau de arbitrariedade nessas demarcações. Analisar estritamente a partir de 2001, pode nos parecer que o ajuste de estoque de capital do mecanismo do acelerador não funcionou, ou, pelo menos reagiu preguiçosamente. Há de fato alguma defasagem entre o crescimento dos gastos autônomos e a reação do investimento produtivo. Em particular, as firmas verificam o grau de ociosidade do seu equipamento produtivo. Dessa forma, a lenta reação do ciclo dos 2000 é explicada pelo excesso de capacidade produtiva acumulada no ciclo dos anos 1990, quando o investimento produtivo se descolou da tendência de crescimento dos gastos improdutivos (Serrano e Braga, 2006). Descolamento esse que se mostrou insustentável. Como pode ser visto no gráfico 2.2 no início do capítulo, a utilização da capacidade começou a cair ainda no ano de 1997, quando a economia crescia a 4,5% ao ano.

Gráfico 2.19: Taxa de crescimento dos gastos improdutivos e taxa de investimento produtivo, 2001 - 2014



Fonte: NIPA. Elaboração própria.

O ciclo de investimento produtivo acabou por ser um ciclo bem curto. Quando a taxa de investimento começou a crescer em 2003, em dois anos o mercado imobiliário começou a dar sinais de desaquecimento. E, quando a economia entrou em recessão em 2008, a taxa de investimento caiu dois pontos percentuais em dois anos.

Tentamos mostrar, neste capítulo, que apesar das transformações pelas quais passou a economia norte-americana no período, algumas coisas não mudaram. Os capitalistas continuam preocupados com a rentabilidade do seu capital e, portanto, ajustam sua capacidade produtiva de acordo com a expansão dos mercados para os seus produtos. O arcabouço analítico do supermultiplicador sraffiano, portanto, se mostra de fundamental importância para a análise da trajetória de economias reais no tempo histórico. No caso concreto aqui estudado, foi feita apenas uma extensão ao seu arcabouço básico para lidar diretamente com a inflação de ativos. Ao contrário do que fez Godley na sua macroeconomia dos saldos, incorporamos explicitamente as taxas de juros e as mudanças nos preços iniciais dos preços dos ativos e, com isso, foi possível elaborar um instrumento analítico com poder explicativo para o comportamento da demanda agregada, do produto e do investimento produtivo na economia norte-americana nos anos 2000.

CAPÍTULO 3: INTERPRETAÇÕES ALTERNATIVAS PARA O CRESCIMENTO LIDERADO PELA DEMANDA NOS ESTADOS UNIDOS NOS ANOS 2000: UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA

Uma vez que estabelecemos no capítulo anterior nosso instrumental analítico e a nossa interpretação sobre o crescimento liderado pela demanda nos EUA nos anos 2000, podemos fazer um balanço crítico de outras interpretações. Primeiramente, avaliaremos a interpretação proposta por Barba e Pivetti (2012), que segrega o investimento entre induzido/não-inovador e autônomo/inovador e que propõe a ocorrência de uma substituição de salários por dívidas. Em seguida, será discutida a interpretação avançada por autores ligados a abordagem da financeirização, em especial Stockhammer (2004, 2013) e Hein (2013), que trabalham com a hipótese de que a financeirização coibiu o investimento produtivo e que o aumento na desigualdade na distribuição de renda foi uma das causas da crise. Por último, como já foi apresentada nossa própria interpretação, podemos reavaliar os saldos de Godley.

3.1 Barba e Pivetti sobre distribuição e acumulação: algumas observações críticas

Barba e Pivetti são dois autores com os quais esta tese possui muita afinidade teórica. A concepção da teoria monetária da distribuição de Pivetti (1991), por exemplo, está subjacente ao arcabouço teórico aqui utilizado. De forma mais direta, um trabalho sobre o consumo das famílias norte-americanas (Barba e Pivetti: 2009) é tomado como referência relevante do presente trabalho⁸², como também trabalhos anteriores de um dos autores sobre o papel econômico do gasto militar norte-americano (Pivetti, 1989 e 1992). Não obstante, temos uma série de críticas sobre a interpretação dos autores a respeito da relação entre acumulação e distribuição na economia norte-americana no período aqui analisado.

Os autores partem do princípio da demanda efetiva, tanto no curto, quanto no longo prazo, como teoria da determinação do produto. Afirmam:

“both actual and potential output are seen as essentially determined by the expenditure on consumption and the expenditure on investment that the system is capable of generating over time, so that to ask what determines the course of the system’s amounts very much to the same thing as asking what determines the long-term changes in the sums spent in consumption and in those devoted to investment. Income distribution is

⁸² E também em trabalhos anteriores, Teixeira (2010, 2011).

regarded as the fundamental determinant of final demand, and, through final demand, of the inducement to invest.” (Barba e Pivetti, 2012: 126).

Ao afirmarem que o produto efetivo e o produto potencial são determinados apenas pelos gastos em consumo e investimento e que a distribuição de renda é o principal determinante da demanda final⁸³, deixam de lado parte dos gastos improdutivos autônomos, como o gasto do governo e as exportações.

Esse “esquecimento” é no mínimo curioso, pois Pivetti (1989, 1992) é um autor de referência para o estudo do papel do gasto público para o crescimento da economia americana em todo pós-guerra. De fato, Pivetti (1992), relaciona a crescimento acelerado do pós-guerra ao fim dos anos 1960 aos gastos públicos, apontados como o componente mais dinâmico da demanda agregada. Em especial, os gastos militares e os gastos no programa espacial. A desaceleração econômica do fim dos anos 1960 ao início dos anos 1980 é relacionada com a queda, e posterior estagnação, dos gastos militares. Por sua vez, a volta do crescimento da economia norte-americana a partir de 1983 é explicada por “*the most intense process of rearmament in time of peace in the history of the USA*” (Pivetti, 1992: 375). Portanto, é surpreendente que os autores deixem de lado um componente tão importante da demanda agregada, cuja participação no PIB variou entre 17,8% e 21,4% nos anos 2000, na análise do crescimento e da acumulação da economia norte-americana

Além disso, Barba e Pivetti nem sempre parecem separar da formação bruta de capital fixo a parte que não cria capacidade para o setor privado, basicamente o investimento residencial. Tal distinção é fundamental, pois esses dois tipos de gasto têm comportamentos e características próprias. Como já dito no capítulo anterior, o primeiro tem um caráter dual, gera demanda e, com alguma defasagem, capacidade produtiva para o setor privado; o segundo gera apenas demanda. Além disso, colocam a distribuição como principal determinante da demanda final. Distribuição funcional da renda é fundamental para explicar a propensão marginal a consumir da economia e, com isso, o supermultiplicador, de acordo com o apresentado no capítulo 2, mas, como já apontado, os determinantes da demanda final são múltiplos.

⁸³ Palley parece concordar com essa interpretação de Barba e Pivetti de que a distribuição de renda é o principal determinante da demanda final: “*the neoliberal model undermined the income and demand generating process by shifting income from wages to profits and by widening wage inequality. That create a growing structural aggregate demand gap*” (Palley, 2013: 6). No entanto, Palley não deixa claro exatamente a qual hiato (*gap*) está se referindo: demanda de pleno emprego, demanda de plena capacidade, ou algum outro nível de demanda de referência.

Ao analisar a evolução do investimento privado em todo pós-guerra, os autores afirmam que apenas até os 1990, este apresenta tendência de acompanhar o crescimento do produto e afirmam que, durante esta década, essa conexão se perde, como podemos ver na seguinte passagem:

“Indeed, while until the beginning of the 1990s the growth of fixed capital occurred parallel that of output, during the 1990s this connection was lost (see Figure 3), so that the ‘buoyancy’ of those years in business fixed investment can hardly be thought of as a function of changes in output” (Barba e Pivetti, 2012: 131).

Para referendar sua posição, citam ainda um documento da OCDE que afirma explicitamente que o comportamento do investimento, nos anos 1990, nos EUA, não pode ser explicado pelo mecanismo do acelerador:

“after moving more or less in line with real output throughout the 1980s and the early 1990s, real business investment pulled away in the following years in some countries. While investment is generally more volatile than output, such a large and persistent gap between the two series is difficult to explain by traditional ‘accelerator’ effects alone. This raises the issue of sustainability of investment, unless the recent buoyancy can be accounted for by other determinants that have themselves evolved in a sustainable way” (OECD 2001, p. 137)

Em primeiro lugar, deve-se destacar que os autores não olham os dados da forma mais apropriada. Eles comparam dois índices de quantidade para o produto e para o investimento produtivo, colocando o ano de 1981 em uma base 100. Como afirmado anteriormente, a variável mais apropriada de se analisar é a taxa de investimento produtivo, isto é, a proporção entre o investimento produtivo e o PIB, e a taxa de crescimento dos gastos improdutivos (que evolui de forma semelhante a do PIB). De toda forma, no fim dos anos 1990, o investimento produtivo reagiu mais que proporcionalmente ao crescimento da demanda agregada. Este fato, no entanto, já foi percebido e elucidado por Serrano e Braga (2006).

Como notam Serrano e Braga (2006), tal crescimento desproporcional do investimento produtivo não foi sustentável. Mesmo com o aumento do consumo induzido, decorrente do efeito multiplicador, a utilização da capacidade logo se reduziu, como pode ser visto no gráfico 3.1, a seguir. A partir do último trimestre de 1997, o grau de utilização da capacidade começou a se reduzir e a taxa de investimento não residencial continuou aumentando. Esse descolamento só foi possível, ainda segundo Serrano e Braga (2006), devido ao arranjo particular entre as inovações do período e a bolha da “nova economia” que ocorreu na bolsa Nasdaq, que permitiu um financiamento a baixo custo dos projetos ligados aos segmentos “ponto com”, por meio

de operações especulativas de fundos do tipo *venture capital*. Como destacam os autores, esses “projetos de investimento [eram] baseados em projeções de demanda futura drasticamente superestimadas (como hoje sabemos muitas destas projeções otimistas eram propositalmente falsificadas)” (Serrano e Braga, 2006: 235).

É fundamental notar que, ao usar o arcabouço do supermultiplicador para lidar com inovação e mudanças de técnicas produtivas, Cesaratto, Serrano e Stiratti colocam um termo de expectativa de crescimento da demanda agregada (Cesaratto, Serrano e Stiratti; 2003: 43) e citam Duesenberry:

“it seems to me that we should not make use of the concept of autonomous investment at all. We should regard exogenous events, such as innovations, as factors which influence the response of investment to the level of income and the size and character of the stock of capital” (Duesenberry, 1956, p. 141).

Vale a pena, nesse ponto, rerepresentar a equação do supermultiplicador sraffiano.

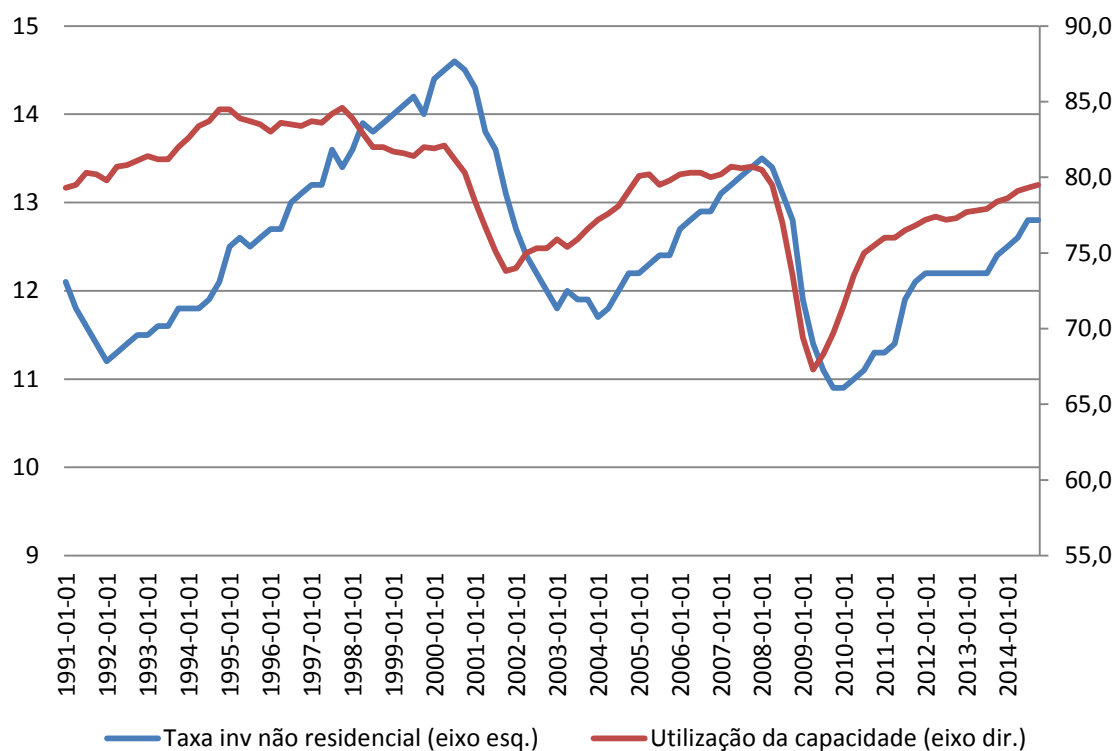
$$Y = \frac{dZ}{1 - d \left((1 - \omega(1 - t)) - v(\delta + g_e) \right)} \quad (2.7)$$

Uma onda de investimento inovador pode ser interpretada, como sugerido em Cesaratto, Serrano e Stiratti (2003) e Serrano (2006), como um aumento do termo referente à expectativa de crescimento da economia. Isso ocorre, pois as firmas tomam decisões de forma independente, e, devido ao ciclo de inovações, podem almejar ampliar sua parcela de mercado. No entanto, não é possível que todas aumentem, ao mesmo tempo, sua parcela de mercado, nesse esforço de roubar participação dos seus concorrentes. Portanto, isso pode ser interpretado, no modelo do supermultiplicador, como uma expectativa de crescimento da demanda agregada descolada da tendência. Essa onda de investimento tem um efeito no nível do produto e, temporariamente, na taxa de crescimento de economia. À medida que esse crescimento esperado se mostre infundado, o grau de utilização da capacidade ficará abaixo do normal, e as firmas reduzirão a expansão dos investimentos, ajustando as expectativas e o grau de utilização.

Assim que a bolha da nova economia estourou, a taxa de investimento produtivo caiu drasticamente e, inclusive, demorou a reagir ao crescimento econômico nos anos 2000, devido ao excesso de capacidade instalada, conforme visto no fim do capítulo anterior, como mostra o gráfico 3.1 a seguir. O grau de utilização da capacidade

começou a subir no último trimestre de 2001, porém a taxa de investimento não residencial só começou a aumentar a partir do primeiro trimestre de 2004.

Gráfico 3.1: taxa de investimento não residencial e grau de utilização da capacidade (%): 1991 – 2014 (trimestres)



Fonte: FRED e BEA. Elaboração própria.

É interessante trazer à tona o investimento em inovação, pois é exatamente essa a tentativa de explicar o comportamento do investimento produtivo feita por Barba e Pivetti (2012). Os autores fazem a distinção entre dois tipos de investimento. Um tipo destinado a aumentar a capacidade produtiva da economia e um segundo tipo destinado a mudar a estrutura produtiva, sem criar capacidade nova. Os autores afirmam que apesar de haver uma relação entre a ampliação da capacidade produtiva e a sua alteração, *“it is nonetheless true that the two types of investment are different in nature, in that they are essentially acted upon by different causes”* (Barba e Pivetti, 2012: 132).

O primeiro tipo de investimento reagiria à demanda final⁸⁴, de acordo com o mecanismo do acelerador. O outro tipo seria autônomo em relação à demanda agregada

⁸⁴ Lembrando aqui que, para estes autores, o determinante fundamental da demanda final é a distribuição de renda.

e não cria capacidade. Esse investimento decorre de mudanças tecnológicas e mudanças na composição do produto⁸⁵ e não afetaria a capacidade produtiva, pois teria a característica uma depreciação acelerada do capital não inovador.

Segundo os autores, que afirmam desenvolver tal conjectura por uma inspiração marxista, se o poder de barganha dos trabalhadores estivesse alto e eles conseguissem aumentos salariais⁸⁶, isso favoreceria um investimento em novas máquinas poupadoras de trabalho, antecipando a reposição do capital antigo intensivo em trabalho. Haveria ainda um segundo efeito decorrente da menor durabilidade desse novo equipamento de capital e, portanto, teriam uma depreciação (e reposição) mais rápida⁸⁷, com isso aumentando o nível de investimento bruto, e sua participação no produto.

A outra causa do investimento autônomo, mudanças na composição do produto, teria se dado no sentido de uma maior participação do investimento no setor de serviços, que poderia ter o efeito de substituir o equipamento produtivo dos setores preteridos nessa mudança de composição. Ou seja, novamente o efeito de uma depreciação acelerada do estoque de capital, que geraria esse fenômeno de um investimento produtivo que não gera capacidade nova.

Essa distinção analítica, entre dois tipos de investimento em equipamentos produtivos, um que gera capacidade e outro que não gera, nos parece equivocada. Do ponto de vista da teoria macroeconômica do investimento apresentada no capítulo anterior, não há distinção entre os dois tipos de investimento, inovador e autônomo ou não inovador e induzido. Se o investimento inovador estiver causando uma “depreciação acelerada” do investimento não inovador, em termos práticos, o capital não inovador vai perder mercado e, se não reduzir seu investimento, assistirá uma queda no grau de utilização da capacidade. O tamanho do mercado e a sua expansão determinam as oportunidades de investimento e, conseqüentemente, a taxa de

⁸⁵ Os autores apresentam ainda um terceiro tipo de investimento, também distinto do investimento induzido, que é o investimento que as empresas norte-americanas realizam fora do país, devido a estratégias de realocação produtiva. Esse ponto merece duas considerações. Esse tipo de investimento, por mais que não gere capacidade produtiva dentro dos EUA, está relacionado à demanda que as empresas em questão esperam ter pelo seu produto. Ou seja, funciona o ajuste de estoque de capital para a empresa individual. O segundo ponto, é que esse tipo investimento não é contabilizado nas contas nacionais como formação bruta de capital fixo, portanto não serve para explicar porque o investimento privado teria mudado seu comportamento a partir da metade dos anos 1990.

⁸⁶ Esta suposição parece bastante curiosa, pois analisam um período em que a distribuição de renda se tornou mais desigual e no qual o poder de barganha dos trabalhadores foi bastante reduzido.

⁸⁷ Dentro do arcabouço teórico do supermultiplicador sraffiano, isso significaria um aumento da propensão a investir, sem efeito na tendência de crescimento de longo prazo do produto e do investimento produtivo.

investimento da economia. O investimento inovador rouba parcela de mercado do não inovador, não alterando a taxa de investimento, enquanto tendência, como mostra Serrano (2006).

A relação apontada pelos autores entre distribuição de renda e crescimento econômico também deve ser criticamente avaliada. Segundo eles, a tendência à concentração de renda que se verifica desde os anos 1980 teria tido um efeito positivo, ainda que depois contrarrestado por um menor crescimento da demanda, sobre o investimento. Isso devido a um aumento da “confiança” do empresariado causado pela mudança pró-capital no conflito distributivo, propiciando uma taxa de retorno esperada acima daquela considerada normal para qualquer tipo de investimento (Barba e Pivetti, 2012: 135-136).

O comentário a ser feito é que a taxa efetiva de lucro acima da taxa normal não provoca mais investimento que o normal. E mesmo um aumento da taxa de lucro normal não tem esse efeito. O aumento da taxa normal de lucro tem apenas um efeito de limiar sobre o investimento. A partir de um mínimo de rentabilidade considerado aceitável, há investimento; abaixo desse mínimo, não ocorre investimento. O que afeta o volume de investimentos são as oportunidades de investimento, ou seja, a expansão dos mercados. Mais uma vez estamos nos referindo à expansão dos gastos improdutivos da economia. Adicionalmente, uma mudança na distribuição de renda na direção contrária dos salários pode reduzir temporariamente o crescimento de tais gastos, via seu impacto no multiplicador, como bem percebem os autores.

De toda forma, ao término dessa discussão concluem que: *“any positive influence on the volume of investment the technological and sectoral changes may have exerted presents itself as a factor of a more secondary and temporary nature”* (Barba e Pivetti, 2012: 136). E, a partir dessa colocação, passam a discutir o papel do consumo financiado por crédito, sem darem a devida atenção a que, se é este o fator que importa para explicar o investimento privado não residencial, estão de fato voltando ao mecanismo do acelerador, que haviam descartado previamente.

Outro ponto de destaque da interpretação de Barba e Pivetti (2009, 2011, 2012), é a leitura de que a combinação de aumento da desigualdade, de estagnação do salário real e de endividamento das famílias, apresentada no capítulo anterior, constitui o “melhor dos mundos”, do ponto de vista do sistema capitalista (Barba e Pivetti, 2009). A estagnação do salário real garante o baixo custo do trabalho e o elevado

endividamento garante a demanda agregada em nível elevado o suficiente, sem necessitar recorrer a maior intervenção do estado na economia, na forma de aumento do gasto público. No entanto, os autores tingem o argumento com tintas muito fortes, fazendo parecer que há uma relação funcionalista de substituição de salários por dívida. Houve de fato, um cenário no qual o endividamento das famílias sustentou a demanda agregada, em meio a uma dinâmica distributiva e salarial regressiva, mas, como ressalta Palley, “*this role of finance was not part of a grand plan*” (Palley, 2013: 6-7). Ou ainda, como nos lembra Serrano (2008a), não se deve perder o foco que a desregulamentação financeira, que permitiu essa expansão do crédito às famílias, tinha como objetivo primordial aumentar a lucratividade do setor financeiro.

3.2 Apreciação crítica da causalidade entre “financeirização” e as tendências de crescimento e do investimento produtivo

Têm sido mapeadas na literatura econômica as grandes mudanças ocorridas no setor financeiro de diversos países. Seja na literatura internacional (Epstein, 2005), seja na literatura nacional (Braga e Cintra, 2004; Braga, 2009), o termo “financeirização” vem sendo utilizado para descrever essas mudanças e tem sido definido de forma bastante ampla, significando a ampliação do papel desempenhado pelas motivações financeiras, mercados financeiros, “atores” financeiros e instituições financeiras nas operações da economia internacional e das economias nacionais (Epstein, 2005).

O objetivo desta subseção, no entanto, é trabalhar com os autores que partem da categoria “financeirização” para analisar mudanças sobre distribuição, consumo, investimento e crescimento, e o fazem a partir da macroeconomia keynesiana. Daremos prioridade aos autores que desenvolveram essa abordagem macroeconômica da financerização, em especial, é claro, aos que trataram explicitamente dos EUA, como, Stockhammer (2004 e 2013), Hein (2013) e van Treeck (2008), utilizando pontualmente os demais autores que trataram do tema.

Para os autores ligados a abordagem da “financeirização”, a conexão entre investimento e crescimento é bastante direta. Como esses autores partem da teoria neokaleckiana do investimento, enfatizam “*the role of accumulation and investment as the driving force behind growth*” (Stockhammer, 2004: 719). Para estes, portanto, para se entender a dinâmica do crescimento econômico é necessário entender a dinâmica de acumulação do capital. O que, logo de início, retira a proeminência dos gastos

autônomos improdutivos, que buscamos destacar no capítulo anterior. O principal fator explicativo da redução do crescimento a partir dos anos 1980 é o surgimento de um novo regime de crescimento e acumulação, com uma multiplicidade de nomes que fazem referência à financeirização: “*finance-dominated accumulation regime*” (Stockhammer, 2008), “*finance-dominated capitalism*” (Hein, 2013), “*finance-led growth*” (Boyer, 2000), “*financial neoliberalism*” (Palley, 2013), para ficar em alguns exemplos.

Crotty (1990) e Stockhammer (2005-6) são dois autores que exploraram o canal de transmissão da financeirização para o investimento privado. Esses autores destacaram em suas análises o conflito entre os acionistas e os gestores das grandes corporações. Esse conflito implica, de um ponto de vista micro, uma relação inversa entre taxa de crescimento da firma e taxa de lucro. Apontam uma série de razões microeconômicas de porque há um “custo crescente” ao crescimento da firma, o que reduziria seu lucro à medida que as firmas se expandissem. Dentre os fatores internos à firma, estão custos crescentes de propaganda, de inovação de produto e de pesquisa e desenvolvimento. Dentre os fatores externos, é destacada a falta de conhecimento de novos mercados e de novos produtos.

Caso a empresa possua uma estrutura de governança voltada a gerar valor ao acionista, estará inclinada a buscar o lucro no curto prazo e menos propensa ao investimento em capital fixo e ao objetivo de crescimento no longo prazo. Essa estrutura de governança acarretaria altos pagamentos de dividendos, pouca capacidade em se financiar no mercado acionário (reduz o preço das ações), dependência de alavancagem e medo de *take-over* hostis, possíveis de ocorrer em mercados liberalizados. Stockhammer (2005-06) afirma que, desde os anos 1980, as firmas têm utilizado seus altos lucros para comprar ativos financeiros, como as ações da própria firma. Com isso, o investimento produtivo teria sido preterido pelo “investimento” financeiro no *trade-off* decorrente de como usar recursos internos da firma. Além disso, para alinhar o interesse dos gestores aos dos acionistas, funcionariam esquemas de remuneração baseados em resultados financeiros, coadunados ao desejo dos acionistas, conforme destacado, por exemplo, por Lazonick e O’Sullivan (2000). Mais especificamente, Hein (2011) resume em dois os canais de transmissão:

- (i) “*internal means of finance channel*”: acionistas impõem elevada distribuição de lucros (pagamento de dividendos) e com isso reduz a taxa de retenção de

lucros da firma. Assim, ocorre uma diminuição dos meios financeiros internos para financiar o investimento produtivo.

(ii) canal preferência: gerentes/administradores preferem investimento e crescimento da firma. Acionistas preferem lucro. Os acionistas criam esquemas de remuneração dos gerentes para alinhar os interesses desses com os seus. Isto é, esquemas de financiamento vinculados a resultados financeiros.

Ao nosso juízo, essa visão de que o conflito entre administradores e acionistas foi resolvido a favor dos últimos, com esquemas de remuneração para alinhar os interesses dos primeiros parece ser equivocada. A grande concentração de renda no topo da pirâmide distributiva, com acentuado crescimento da remuneração dos CEO's, mostrada no capítulo anterior, associada a inúmeros casos de fraudes contábeis e, inclusive quebra de empresa, dos quais há desde o caso Enron até a avalanche de operações fora de balanço que se evidenciou na crise *subprime*, nos traz pistas de que talvez esse eventual conflito tenha sido vencido pelos administradores, justamente pelo distanciamento dos acionistas dos negócios do dia a dia.

Outra crítica a ser apontada é a mediação entre o nível microeconômico no qual a teoria do investimento é baseada e a análise macroeconômica que se pretende fazer, com base em modelos neo-kaleckianos. Desta forma, qual é a teoria pertinente do investimento: microeconômica ou macroeconômica? Do ponto de vista macroeconômico, não interessa saber qual firma vai investir – se é a que gera valor ao acionista ou na qual os gestores conseguem proteger suas preferências –, o investimento agregado será determinado pelas oportunidades de investimento: expansão do mercado, dado que a taxa de lucro normal esperada do capital novo seja maior ou igual à taxa de lucro mínima de atratividade, formada pela taxa de juros de longo prazo livre de risco e o “*risk and trouble*” específico de cada atividade (Pivetti, 1991). A teoria microeconômica do investimento poderia servir pra dizer quais firmas ganharão participação no mercado, mas não para explicar a taxa de investimento da economia.

Já a mudança de orientação de “*retain and invest*” para “*dowsize and distribute*”, destacada por esses autores, não possui grandes implicações macroeconômicas, se pensarmos dentro do esquema analítico do supermultiplicador sraffiano (Serrano, 1995 e 1996), pois não altera o investimento agregado, tampouco a taxa normal de lucro. O investimento agregado tem de acompanhar a expansão do mercado e a taxa normal de lucro será formada na forma mencionada no parágrafo anterior. Havendo oportunidades

de investimento com lucro acima da taxa mínima de atratividade, alguma firma investirá. E, a firma que não investir – seja por falta de meios internos, seja por “preferência” -, irá perder participação no mercado. Se o investimento agregado não ocorrer devido a restrições financeiras durante um prazo mais longo, deveria ser verificado um aumento no grau de utilização da capacidade produtiva, o que não é corroborado pelos dados.

Como apontado por Barba e Pivetti (2012), parece surpreendente haver aqueles que afirmam que o investimento não se manteve em patamares elevados, se comparados, por exemplo, aos anos dourados do pós-guerra, por falta de financiamento. Kliman e Williams também discordam dessa interpretação, segundo a qual o uso de recursos próprios para aplicações financeiras subtraiu recursos para o investimento produtivo. Porém, não concordamos com o caminho que seguem, que a causa da redução do investimento produtivo foi a redução da taxa efetiva de lucro ocorrida na economia norte-americana (Kliman e Williams, 2015). Justamente pela mudança distributiva a favor dos lucros verificada no período pós-1980, não se pode argumentar que a taxa de lucro caiu, tampouco que as firmas enfrentam problemas de escassez de meios internos de financiamento (Barba e Pivetti, 2012: 136). Além disso, neste período de análise, a desregulamentação financeira facilitou o acesso ao crédito e provocou um afrouxamento de restrições de liquidez, não apenas para as famílias, que ampliaram seu consumo de duráveis e seu investimento em imóveis, como sempre destacam os autores da financeirização (Stockhammer, 2013; Hein, 2013), como também para as firmas.

Ao mesmo tempo, empresas não financeiras aumentaram continuamente a aquisição de ativos financeiros, o que indica a ausência de restrições financeiras. Como afirmam Barba e Pivetti (2012), nem a falta de lucros retidos, tampouco o canal de crédito são bons argumentos para justificar porque o investimento não se manteve no patamar do pós-guerra. Podemos destacar ainda que a ideia de um *trade-off* entre investimento produtivo e aplicações financeiras não é compatível com a ideia de moeda endógena ou mesmo com a noção de que a velocidade de circulação da moeda não é constante e que todo gasto de um agente econômico é receita de outro. O investimento de uma empresa, portanto, é receita de outras empresas. Ou ainda, as aplicações financeiras de uma empresa transferem recursos monetários para outras empresas, o dinheiro simplesmente não desaparece (Tobin, 1997; Kliman e Williams, 2015).

Portanto, não há razão para apontar que um tipo de investimento subtraia recursos do outro tipo.

Outro ponto comumente apresentado por esses autores ligados à abordagem da financeirização é que o aumento da desigualdade foi uma das causas da crise⁸⁸, como afirma Stockhammer (2013). Um dos argumentos esposados pelo autor tem uma tintura de subconsumismo, pois credita ao aumento da desigualdade na distribuição de renda uma *permanente* pressão baixista na demanda agregada. O autor trabalha com um modelo na tradição neo-kaleckiana, no qual só existem consumo e investimento produtivo. Nesse modelo, a demanda agregada pode ser *wage-led*, caso um aumento da parcela salarial aumente a demanda agregada, e será *profit-led* caso uma redução da parcela salarial gere um aumento do investimento produtivo que supere o efeito contracionista no consumo⁸⁹. O autor cita alguns trabalhos econométricos (Stockhammer e Onaran, 2004; Hein e Vogel, 2008; Stockhammer *et al.*, 2009; dentre outros) para afirmar que a demanda agregada na economia norte americana é *wage-led* e, portanto, a mudança na distribuição de renda contra os salários que ocorreu na economia norte-americana levou a uma estagnação da demanda agregada.

Ao nosso juízo, no entanto, a abordagem e as conclusões de Stockhammer (2013) se mostram equivocadas. Na verdade, o aumento da desigualdade é um fator que se desenrola, em geral, lentamente ao longo do tempo. E, enquanto ocorre, contribui para reduzir o crescimento dos gastos improdutivos, pois reduz um dos seus componentes, o consumo induzido. Porém, há um fator que deve ser notado. Essa pressão baixista, no caso concreto da economia norte-americana, foi mais do que compensada pelo crescimento dos demais gastos improdutivos. Portanto, o que vemos até o ano de 2008, primeiro ano de recessão em decorrência da crise *subprime*, é um crescimento da demanda agregada.

Stockhammer (2013) ainda perfila dois argumentos para explicar como a desigualdade pode ter causado a crise. Em um deles, torna explicitamente funcionalista a relação entre desigualdade e o aumento do endividamento das famílias. Afirma que o

⁸⁸ Alguns autores ligados ao *mainstream* do pensamento econômico também avançaram hipóteses sobre o aumento da desigualdade ter causado a crise. Rajan (2010) talvez seja a principal referência nesse caso. No entanto está fora do escopo deste capítulo a interpretação *mainstream* acerca dos desenvolvimentos da economia norte-americana nos anos 2000. Para uma avaliação de Rajan (2010) feita por um economista heterodoxo, ver Barba (2011). Para uma resenha, ver van Treeck (2014).

⁸⁹ O autor menciona um possível efeito positivo da redução salarial, que seria o ganho de competitividade das exportações norte-americanas. Porém, desconsiderada a possibilidade de isso ser relevante, pois afirma que a parcela salarial da renda nacional caiu em todos (*sic*) os países (Stockhammer, 2013: 8).

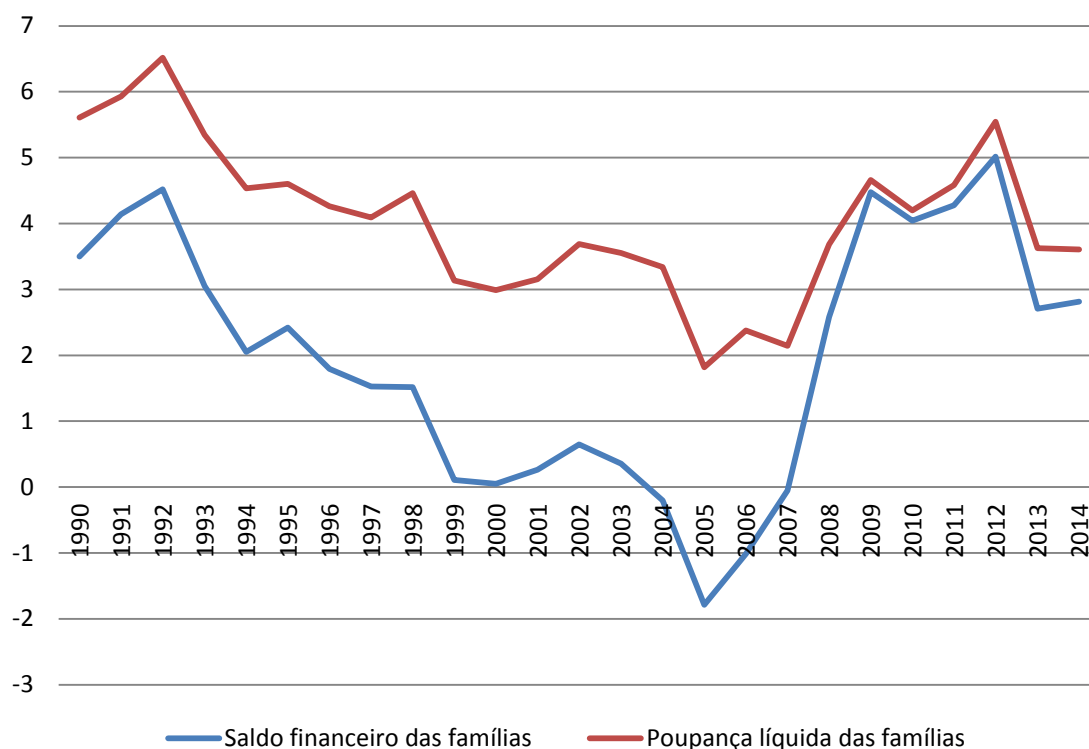
aumento da desigualdade fez surgir um modelo de crescimento puxado pelo endividamento (*debt-led model*), que explica o endividamento das famílias a patamares insustentáveis e, portanto, conduziria à crise. Aqui é adequado o comentário já feito a Barba e Pivetti (2012), de que não existe tal relação funcional. A correlação observada entre o aumento da desigualdade e maior endividamento não implica causalidade. Além disso, não deixa de ser curioso notar a contradição em afirmar no mesmo texto que o aumento da desigualdade reduziu a demanda agregada, via seu efeito no consumo induzido, e que também causou um crescimento insustentável do endividamento das famílias – que em última instância culminou na crise -, sem mencionar o efeito expansionista sobre a demanda agregada de tal endividamento.

O seu último argumento nos parece bastante *sui generis*. Stockhammer afirma: “*rising inequality has increased the propensity to speculate as richer households tend to hold riskier assets than other groups*” (Stockhammer, 2013: 2). Isso parece colocar um peso demasiado forte no indivíduo, em vez de analisar as instituições (bancos, *hedge funds*, fundos de pensão, bancos de investimento, etc) e o contexto de desregulamentação financeira e pouca supervisão por parte das autoridades. Além disso, não se especula com renda, mas com riqueza. Dada a singularidade do ponto levantado, podemos citar o próprio autor: “[i]t is surprisingly difficult to find in-depth discussion of the link between rising inequality and financial speculation” (Stockhammer, 2013:19). Ou ainda, após afirmar que se trata de um argumento bastante “intuitivo”, afirma “[h]owever, there are few empirical studies on this topic” (Stockhammer, 2013:14).

3.3 A macroeconomia dos saldos reavaliada

O último ponto a ser discutido nesse capítulo é o comportamento da poupança das famílias (ou dos saldos financeiros, que, como visto no capítulo anterior, é a poupança menos o investimento residencial), que apresentou tendência de queda desde os anos 1990, conforme gráfico abaixo.

Gráfico 3.2: Saldo e poupança líquida das famílias (%PIB): 1990 - 2014



Fonte: BEA. Elaboração própria.

Em primeiro lugar, muitos autores (Barba e Pivetti, 2009, por exemplo) chamaram atenção para esse fenômeno contraditório que se deu entre o aumento da desigualdade e a queda da taxa de poupança. O fato de que os rendimentos dos grupos mais abastados cresceu substancialmente mais do que a renda dos mais pobres, deveria provocar um aumento da propensão marginal a poupar das famílias, e não uma diminuição, pois aqueles possuem maior propensão a poupar do que estes. Supor que houve uma redução da poupança dos mais ricos, devido ao efeito-riqueza advindo da valorização acionária, não parece plausível. Para que isso acontecesse, a propensão marginal a poupar dos mais ricos teria de cair de forma irrealista para mais que compensar o efeito positivo sobre a propensão marginal a poupar agregada de uma maior desigualdade na distribuição de renda e uma redução da parcela salarial na renda.

Alguns fatores concorreram para esse fenômeno. Em primeiro lugar, de fato o endividamento dos grupos preteridos na distribuição de renda reduziu a poupança desses grupos, contribuindo para a queda da poupança. Outro fator, destacado por Serrano (2008a: 97) diz respeito aos ganhos de capital e a forma como são

contabilizados nas Contas Nacionais oficiais dos EUA. Os ganhos de capital não aparecem como aumento da renda disponível das famílias, porém a tributação em cima desses ganhos é computada como uma redução da renda das famílias. Portanto, por menor que seja a tributação em cima dos ganhos de capital, qualquer situação na qual ocorre valorização acionária terá como efeito a redução da renda disponível das famílias. Esse fator deve ter desempenhado um papel mais relevante nos anos 1990, pois houve a bolha da “nova economia” e a tributação sobre estes ganhos era maior do que nos anos 2000. Outro fator “contábil” destacado por Serrano (2008a) é a redução do pagamento de dividendos por razões tributárias. O aumento dos lucros retidos pelas empresas, portanto, não aparece como aumento da renda disponível das famílias, por mais que eles gerem valorização acionária das empresas e, portanto, enriqueçam as famílias detentoras de ações.

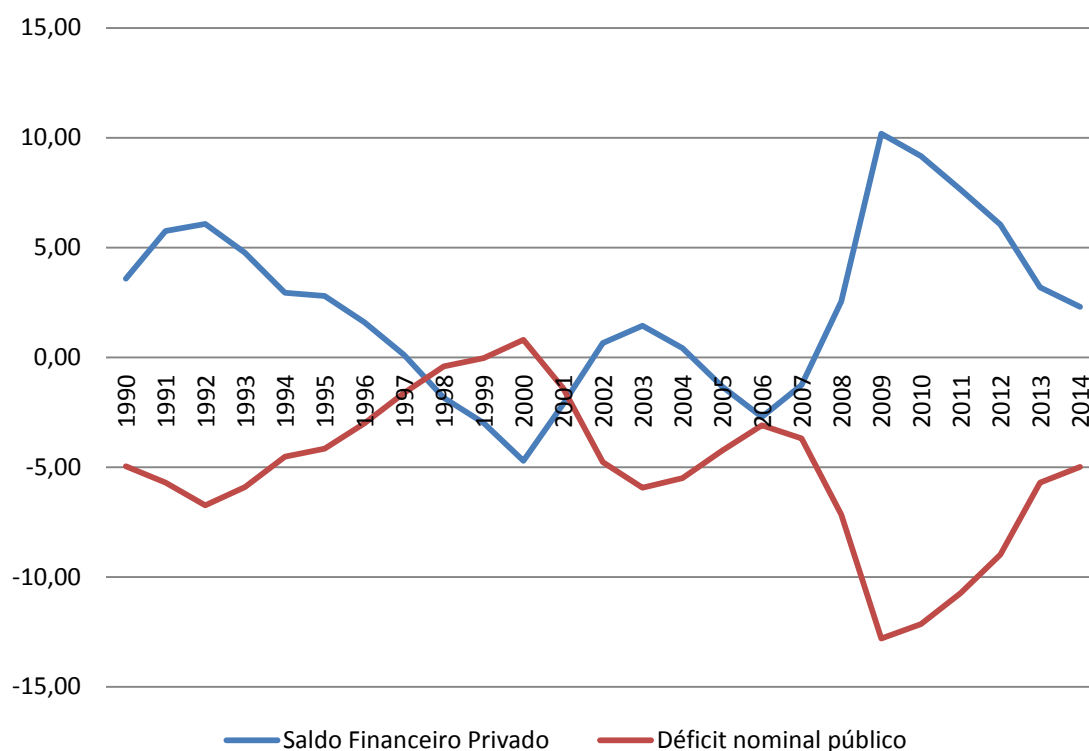
Não podemos nos esquecer do já aludido caráter passivo dos saldos financeiros da família, objeto de crítica no capítulo 1. Nos anos 1990, uma política fiscal de busca de superávits contribuiu para reduzir o saldo financeiro das famílias. E poucos autores percebem que, por conta caráter estrutural do déficit externo americano, e do crescimento do consumo menor que o do resto da demanda agregada, o setor externo também contribuiu para redução do saldo das famílias (Serrano, 2008a: 96)⁹⁰.

Portanto, algumas questões relativas à computação dos dados, alguma redução factual da poupança das famílias e o seu caráter endógeno explicam a grande redução verificada nas contas nacionais.

Além disso, é interessante analisar o comportamento do saldo financeiro na crise. No gráfico abaixo, além da série do saldo financeiro privado em proporção do PIB, temos o déficit nominal público.

⁹⁰ Uma exceção é Blecker (2011) que, apesar de fazer a análise do setor externo a partir do seu saldo, afirma que a redução da poupanças das famílias deve ser vista pelo menos em parte como resultado do déficit externo.

Gráfico 3.3: Saldo financeiro privado e déficit nominal público (% PIB): 1990-2014



Fonte: BEA. Elaboração própria.

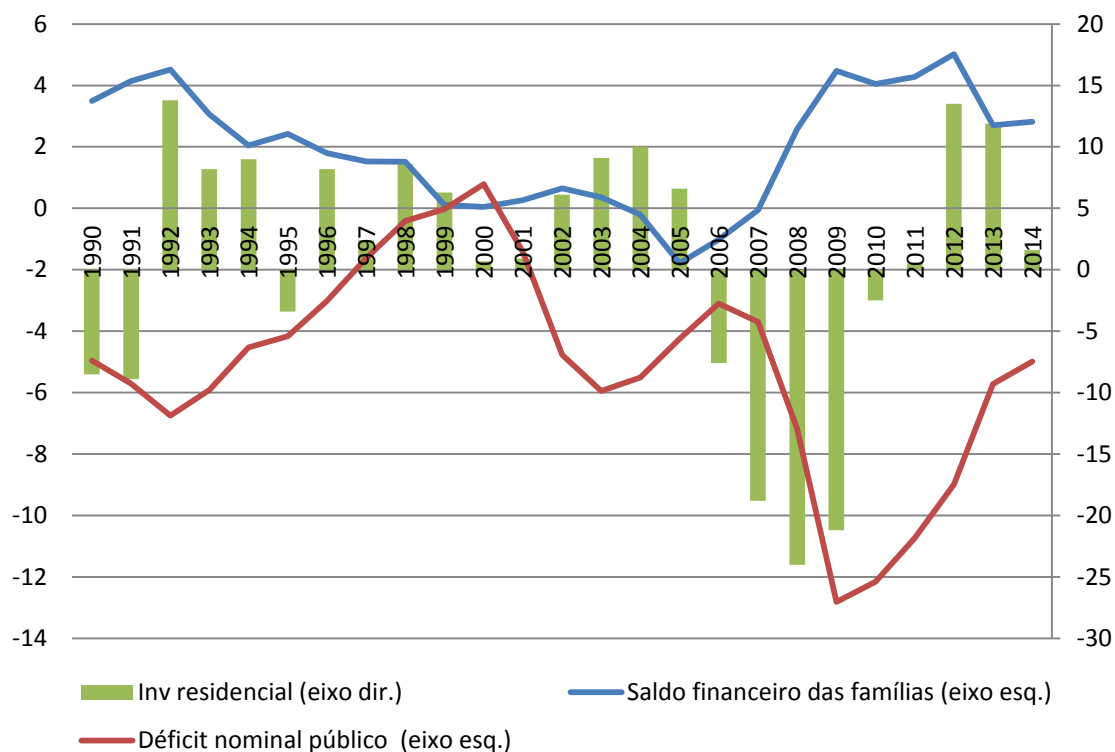
Sabemos, pelo capítulo anterior, que ampliação do déficit público nos anos de 2008, 2009 e 2010 foi, em grande medida, uma decisão autônoma de política econômica. Isso ressalta um fato normalmente negligenciado por Godley e seus seguidores: o caráter endógeno do saldo financeiro privado. À medida que o déficit nominal público se amplia, o saldo financeiro privado também aumenta. E, quando a política fiscal reverte e se direciona à austeridade, também por meio de uma decisão autônoma de política econômica, o saldo financeiro simetricamente se reduz, acompanhando a tendência do déficit nominal.

No gráfico abaixo, evidenciamos um dos componentes do saldo financeiro privado: o saldo financeiro das famílias. Com isso, além do caráter endógeno do saldo, outro fator também negligenciado por Godley se destaca: os gastos privados autônomos. A evolução do investimento residencial se mostra um elemento explicativo importante para o comportamento do saldo das famílias e, portanto, do saldo privado agregado⁹¹. O

⁹¹ É importante notar que, se os gastos em investimento residencial fossem integralmente apropriados pelas empresas privadas norte-americanas, o saldo financeiro privado não se alteraria. Porém, na prática, sempre há vazamentos de gastos na forma de importações e impostos pagos. Portanto, a redução do saldo das famílias causado por maior investimento residencial é menos do que compensado pelo aumento do saldo das empresas privadas, *coeteris paribus*.

colapso do investimento residencial explica o aumento do saldo financeiro das famílias, ainda antes do aumento do déficit nominal.

Gráfico 3.4: Saldo financeiro das famílias e déficit nominal público (%PIB), e taxa de crescimento do investimento residencial: 1990-2014



Fonte: BEA. Elaboração própria.

Dada a importância dos gastos autônomos, e o seu caráter endógeno, os saldos financeiros privado ou das famílias não podem ser o instrumental de análise. São – se muito – algo a ser explicado.

CAPÍTULO 4: POLÍTICA ECONÔMICA EM TEMPOS DE CRISE: A REAÇÃO DO GOVERNO NORTE-AMERICANO À CRISE *SUBPRIME*

Neste capítulo é discutida a resposta do governo norte-americano à crise *subprime*. Com isso pretende-se atingir um duplo objetivo: mostrar que as operações de compra de ativos e salvamento do sistema financeiro não causaram uma “redução de espaço fiscal”⁹² e, portanto, a reversão da política fiscal em direção à austeridade é fruto de uma decisão estritamente política. Para tanto, na primeira seção discutiremos muito resumidamente a ação do Fed, posto que o foco do capítulo está na política fiscal. Em seguida faremos um balanço das operações para-fiscais do Tesouro, analisando sua natureza, seus custos e seu retorno financeiro. Na segunda seção, será discutida a política fiscal estrito senso. Em seguida discutiremos a relação do governo federal com os entes subnacionais, destacando o comportamento pró-cíclico desses. Por último, são tecidos alguns comentários finais a respeito das perspectivas de curto prazo da economia norte-americana.

4.1 Operações não convencionais do Fed: um breve resumo

Dada a complexidade e abrangência da intervenção do poder público americano frente à crise *subprime* deve-se, inicialmente, organizar o conjunto de iniciativas tomadas pós 2007 segundo suas características principais. A tabela 4.1 traz uma síntese das operações de crédito feitas pelo Fed⁹³. Como se pode ver, há operações executadas exclusivamente pelo FED e uma operação conjunta com o Tesouro, que será discutida na seção seguinte.

Inicialmente é importante identificar operações de liquidez estrito senso levadas a cabo pelo FED e que não se diferenciam em sua essência de outras operações de política monetária – mais especificamente de operações de redesconto. Em realidade, mesmo o tradicional redesconto sofreu alterações a partir de agosto de 2007 o (*term Discount Window Program*), no qual o “*FED extended the maximum maturity of*

⁹² É importante deixar claro que numa abordagem das finanças públicas que siga a visão das finanças funcionais, jamais haverá “falta de espaço fiscal” para governos que emitam dívida na sua própria moeda. No entanto, no debate público norte-americano a respeito dos rumos da política econômica, as finanças funcionais estão longe de ser uma visão majoritária. Por conta disso, é muito comum que déficits públicos crescentes ou elevados níveis de endividamento sejam usados como argumentos para se praticar políticas de austeridade.

⁹³ Os *swaps* cambiais representam uma exceção a essas operações do Fed, pois visavam estabilizar os mercados de câmbio fora dos EUA.

emergency loans available to depositary institutions ... and diminished the discount rate Premium charged on this facility.” (Cecioni, Ferrero e Secchi, 2011: 8). Não explicitaremos tais operações por entender que são mudanças de operacionalidade em um mecanismo já tradicional do FED. As outras iniciativas enumeradas envolvem a utilização de novas sistemáticas operacionais e/ou parceiros elegíveis dentro do setor financeiro.

Ainda que semelhantes em sua essência é importante destacar o TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*), parceria entre o Fed e o Tesouro, e as iniciativas sob a égide exclusiva do Tesouro no âmbito do TARP (*Troubled Asset Relief Program*). Neste caso há participação do Tesouro, mas, por se tratar de programas que envolvem compra de ativos, se distinguem claramente das políticas fiscais expansionistas tradicionais, como as medidas contidas no ARRA (*American Recovery and Reinvestment Act*), a serem discutidos adiante. Por mais que o TARP e TALF, e mesmo as operações de garantia de liquidez do Fed, tenham motivado uma retórica, por vezes inadequada, de utilização de largas somas de recursos fiscais para salvação do sistema financeiro e que ao fim algum seus programas representem algum custo fiscal, sua natureza é diversa do gasto público usual.

Tabela 4.1 Operações de crédito do Fed durante a crise *subprime*

Redesconto/mercado aberto	Crédito direto	Fed + Tesouro
Term Auction Facility (TAF)	Commercial Paper Funding Facility	Term Assest Backed Security Loan Facility (TALF)
Term Securities Loan Facility (TSLF)	AB Comercial Paper Money Market Funding Facility (AMLF)	
Primary Dealer Credit Facility	Swap Cambial	
Single-Tranche Open Market Operation programme		

Fonte: sítio na internet do Fed: www.federalreserve.gov. Elaboração própria

A tabela 4.1 mostra uma série de operações do tipo “redesconto” que o FED realizou ainda em 2007, antes, portanto, da fase mais crítica da crise subprime. Essas

operações tiveram seu início em 2007 e se encerraram em fevereiro de 2010 sendo pagas integralmente pelos tomadores.

O programa *Term Auction Facility* (TAF) é uma dessas iniciativas que permitiu ao FED atender a instituições bancárias, tendo como contrapartida colaterais utilizados nas operações normais de redesconto, por meio de operações de leilão com prazos de 28 a 84 dias. Essas operações se estenderam entre dezembro de 2007 a março de 2010 totalizando um valor de quase US\$ 3,7 trilhões. Inicialmente os lances dos tomadores era superiores em cerca de três vezes a oferta do FED para leilão e com taxa de juros mínima superior a *federal fund rate* (FFR, taxa de juros do sistema interbancário norte-americano). Entretanto, já em 2008 a razão cai para um valor em consonância com a oferta do FED e, em 2009, é persistentemente menor, com a taxa mínima convergindo para as FFR. Como operação normal de prestador de última instância essas operações são exclusivas de política monetária não resultando em gasto fiscal.

O programa *Term Security Loan Facility* (TSLF) tratou de uma troca de ativos variados e menos líquidos de “*primary dealers*”⁹⁴ por títulos do tesouro. Além dos títulos usualmente aceitos, em 2008, com a retração de liquidez, o FED passou aceitar uma diversidade de ativos⁹⁵ como colateral para operações de redesconto, tais como crédito para estudantes, empréstimos para automóveis, *home equity loans* e dívida de cartão de crédito, desde que tivessem uma boa avaliação de risco. E a partir de 17 de setembro de 2008, ou seja, após a quebra do Lehman Brothers, passou a realizar *swaps* de títulos com *rating* Aa/AA, A e Baa/BBB⁹⁶. O programa foi eficiente na provisão de liquidez ao mercado com a normalização das operações ao seu final, segundo informações do próprio Fed:

“*The TSLF was announced on March 11, 2008, and the first auction took place March 27, 2008. TSLF auctions against Schedule 1 collateral were suspended effective July 1, 2009. TSLF auctions against Schedule 2 collateral closed on February 1, 2010. All securities loans made under the facility were repaid in full, with interest, in accordance with the terms of the facility*” (Fed, 2014a).

As iniciativas que analisamos a seguir superam o escopo considerado normal das intervenções de um Banco Central e, em alguma medida, ainda que em caráter

⁹⁴ São as instituições que compram títulos públicos diretamente do governo para revender no mercado secundário. Atuam, portanto, como *market-makers* para os títulos públicos.

⁹⁵ Antes, apenas títulos públicos e *mortgage-backed* e *asset-backed securities* garantidos pelas GSE's com avaliação de risco AAA eram elegíveis.

⁹⁶ O programa também contava com a negociação de um contrato de opção futura para os *swaps* de dívida.

emergencial, demonstram como uma autoridade monetária pode agir de forma estabilizadora dentro de um sistema financeiro securitizado no qual tenha ocorrido uma relevante desintermediação financeira/bancária.

O *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Facility* (AMLF) foi um programa que apoiou indiretamente o sistema de *shadow banking* por meio de garantia de liquidez aos ativos com lastro em *commercial papers*. A crise financeira iniciada em 2007 levou a uma elevação dos saques de tais fundos cuja contrapartida, a venda maciça de ativos, poderia levar a grandes perdas patrimoniais, com impactos sobre o sistema financeiro como um todo. Assim o Fed passou a apoiar instituições do sistema financeiro tradicional na compra de tais ativos:

“The AMLF was designed to provide a market for Asset-Backed Commercial Papers (ABCP) that Money Market Mutual Funds (MMMFs) sought to sell. Under the program, the Federal Reserve provided nonrecourse loans to U.S. depository institutions, U.S. bank holding companies, U.S. broker-dealer subsidiaries of such holding companies, and U.S. branches and agencies of foreign banks. These institutions used the funding to purchase eligible ABCP from MMMFs. Borrowers under the AMLF, therefore, served as conduits in providing liquidity to MMMFs, and the MMMFs were the primary beneficiaries of the AMLF.” (Fed, 2014a)

Os ativos baseados em *commercial papers* por sua vez foram usados como colateral dos empréstimos do Fed, num programa operado pelo *Federal Reserve Bank of Boston*, tendo seu início no momento mais crítico da crise, 19 de setembro de 2008 e sendo encerrado em fevereiro de 2010.

Quando observamos os dados referentes a tais empréstimos podem-se observar alguns fatos peculiares, como, por exemplo, a concentração das linhas de crédito em um número reduzido de conglomerados financeiros. Segundo os dados do Fed, foram realizados 1.133 operações de crédito para apenas 6 instituições sendo que uma delas o Suntrust, da Georgia, teve acesso a apenas 7 empréstimos e o Credit Suisse de Nova York, 2. Apenas o JP Morgan/Chase (banco e *broker dealers*) foi responsável por 569 operações. Claramente, essa iniciativa teve importância em um período relativamente curto de tempo oferecendo uma linha de crédito a taxas de juros competitivas para os bancos. Entretanto, na entrada do segundo trimestre de 2009 perde qualquer vantagem de custo para os bancos frente a outros instrumentos de captação como *commercial papers* financeiros e até mesmo depósitos a prazo. Em termos da equação financeira do

Fed, as taxas cobradas aos bancos sempre estiveram acima da captação por *treasury bonds* no mesmo período, garantindo a instituição um *spread* positivo⁹⁷.

O *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF)⁹⁸ representa uma “radicalização” no apoio ao *shadow banking*. No caso anterior os fundos ganharam liquidez através do sistema bancário. Nesse caso, o Fed criou um fundo de investimento capitalizado por meio do *Federal Reserve* de Nova York, ou seja, uma instituição com características de *shadow banking*, para poder aumentar a liquidez do *shadow banking system*. Segundo a própria descrição do Fed:

“Under the program the Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) provided three-month loans to the CPFF LLC, a specially created limited liability company (LLC) that used the funds to purchase commercial paper directly from eligible issuers. The commercial paper that was eligible for purchase was highly rated, U.S. dollar-denominated, unsecured and asset-backed commercial paper with a three-month maturity. To manage its risk, the Federal Reserve required issuers whose commercial paper was purchased by the CPFF LLC to pay fees at the time of each purchase. Additionally, at the time of the initial registration, each issuer was required to pay a facility fee equal to 10 basis points of the maximum amount of commercial paper that it could issue to the CPFF LLC” (Fed, 2014b)

Essa experiência aponta para um potencial via de intervenção estabilizadora do Fed fora de sua alçada original e demonstra como a capacidade da autoridade monetária, agora ampliada, em estabelecer um piso para o valor dos ativos evitou perdas patrimoniais generalizadas.

Outro ponto interessante surge quando se identificam os vendedores de *comercial papers* para o fundo criado pelo Fed. Há um número expressivo de instituições financeiras que captaram através destes fundos, ou seja, indiretamente o estabelecimento do CPFF teve um impacto positivo sobre a liquidez do sistema bancário como um todo, e não apenas do *shadow banking*, mostrando a intrínseca ligação entre os dois circuitos de intermediação financeira.

Contando com o financiamento do Fed, e comprando títulos de grandes corporações produtivas e financeiras (e também pacotes de títulos), a iniciativa do CPFF foi um sucesso não apenas no destravamento deste mercado como também em termos

⁹⁷ Em adição a este programa foi criada também outra iniciativa para garantir liquidez aos fundos de investimento que, no entanto, não chegou a fazer operações ativas. Deduz-se, portanto, que o AMLF foi considerado capaz de cumprir sua missão adequadamente.

⁹⁸ Foi criado em 7 de outubro de 2008 começando a operar em 27 de outubro desse mês e encerrando suas operações em 1 de fevereiro de 2010, com seu último título vencendo em abril e sua dissolução ocorrendo em agosto desse ano.

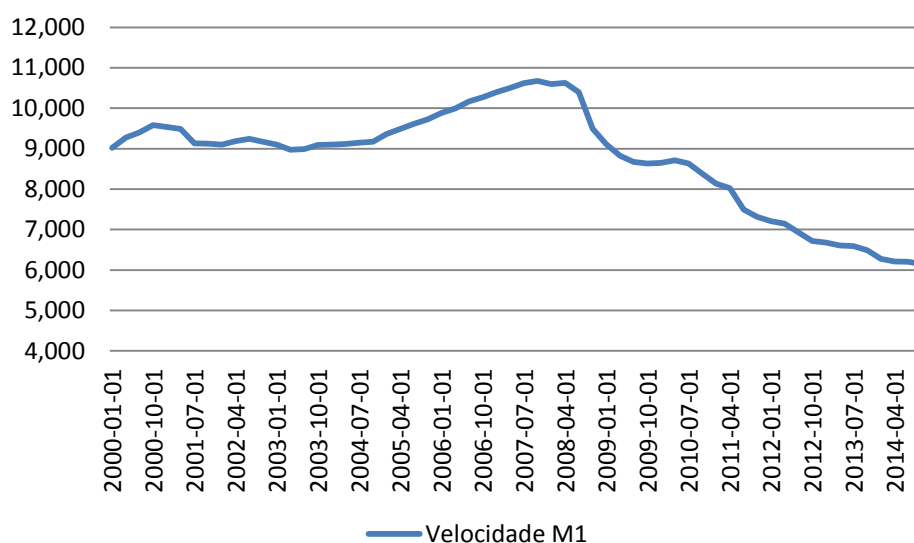
operacionais, ou seja, só de cobranças de *fees* (comissões) dos emissores de *commercial papers* o FED arrecadou cerca de US\$ 850 milhões.

Uma das principais formas de atuação do Fed no período foi a expansão do seu balanço, na forma dos chamados *Quantitative Easing* (QE)⁹⁹ 1, 2 e 3. O QE nada mais é do que a criação eletrônica de reservas por parte do Fed, com as quais ele compra ativos financeiros dos bancos. O QE foi uma estratégia utilizada pelo Fed para continuar fazendo uma política monetária ativa e expansionista após atingir o *zero lower bound* (ZLB), ou seja, quando a sua meta para a taxa de juros do interbancário (*fed funds rate*) passou a estar no intervalo entre 0 e 25 pontos básicos (Palley, 2015). Com essa estratégia, o objetivo passa a ser baixar a taxa de juros de longo prazo da economia, por meio de compras de títulos do Tesouro de longo prazo de maturação e títulos privados, para tentar estimular a demanda agregada.

Em novembro de 2008, com o acirramento da crise, o Fed começou a primeira rodada de QE, com a compra de US\$ 600 bilhões em *mortgage-backed securities*, e, em março de 2009, expandiu sua compra de títulos para um total de US\$ 1,75 trilhão, entre MBS, garantidas pelas GSEs, e títulos de longo prazo do Tesouro. De acordo com Fullwiler e Wray (2010), um ano depois, em março de 2010, o Fed havia comprado 20% do estoque de MBS garantidas pelas GSEs e de títulos do Tesouro. Essa grande expansão da base monetária foi acompanhada de uma redução da velocidade da moeda na economia.

⁹⁹ A análise do QE segue, em linhas gerais, o que é apresentado em Eatwell (2013).

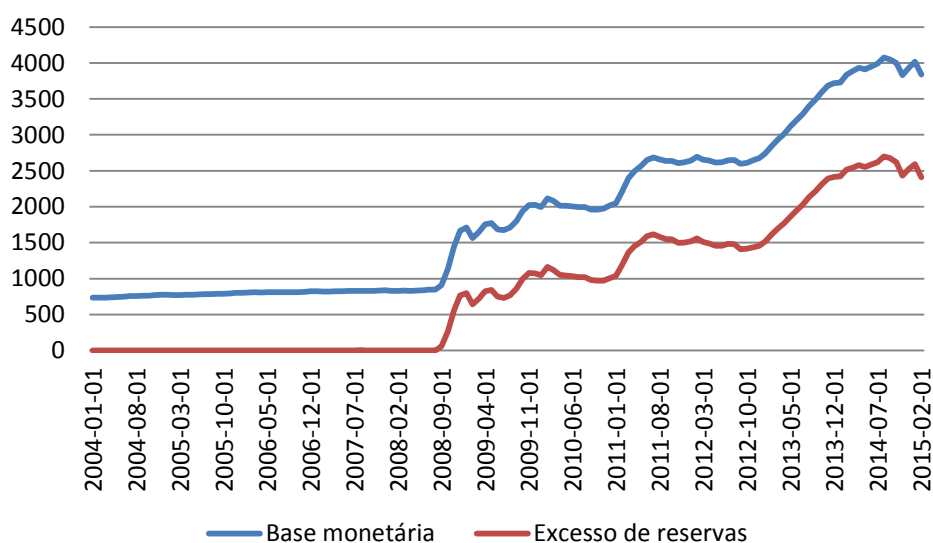
Gráfico 4.1: Velocidade de circulação da moeda (M1): 2000-2014



Fonte: FRED. Elaboração própria.

O resultado imediato da expansão da base monetária no QE não foi a expansão do crédito, tal qual esperado pela Autoridade Monetária, mas sim um acúmulo de reservas em excesso. Entendendo-se excesso de reservas pelo quanto que os bancos depositam como reservas junto ao Fed além dos depósitos compulsórios, instituídos por regulação.

Gráfico 4.2.: Base monetária e excesso de reservas (US\$ Bilhões): 2004 – 2015/fev



Fonte: FRED. Elaboração própria.

Em novembro de 2010 foi anunciada mais uma rodada de expansão da base monetária, constituindo o QE2. Até a metade do ano de 2011, o Fed comprou mais US\$ 600 bilhões em títulos do Tesouro. Em setembro de 2012, o Tesouro anunciou compras mensais de US\$ 40 bilhões em títulos lastreados em hipotecas, que foram ampliados em mais US\$ 45 bilhões para compras de títulos de longo prazo do Tesouro, em dezembro do mesmo ano. Essa terceira rodada de QE ficou conhecida como QE3 ou “QE infinito”, devido ao seu caráter de ação contínua. Cada rodada de expansão da base monetária correspondeu a um aumento do excesso de reservas, conforme pode ser visto no gráfico acima. A explicação para tal fato passa por dois fatores complementares. O primeiro é o fraco crescimento do crédito bancário no pós-crise. O segundo fator foi a modificação da política do Fed em relação às reservas¹⁰⁰, que passou a remunerá-las em outubro de 2008. Desta forma, os bancos acabaram por deixar os recursos adquiridos pela expansão monetária na forma de uma aplicação remunerada e segura junto ao Fed.

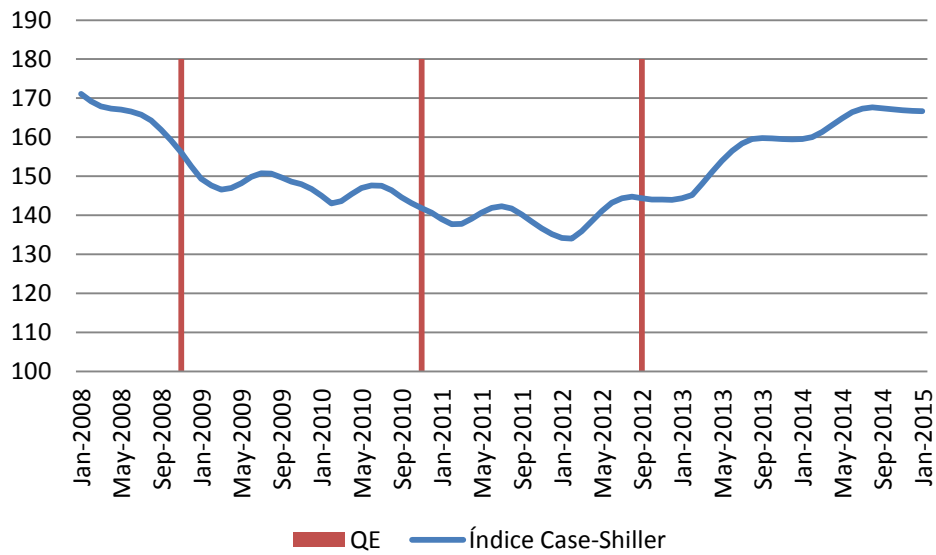
A justificativa para o QE, de acordo com Palley (2015) seria que, ao comprar títulos públicos de longo prazo e títulos privados, o Fed ajudaria a elevar o preço desses ativos e, conseqüentemente, reduzir suas taxas de juros. Haveria inúmeros canais pelos quais esse efeito poderia ocorrer¹⁰¹. Assim, a demanda agregada seria estimulada por uma menor taxa de juros para os tomadores de crédito e por um efeito-riqueza para os detentores de tais títulos.

De acordo com a explicação avançada ao longo da tese para o crescimento da economia norte-americana durante um período de bolha imobiliária, nos interessa saber que possíveis efeitos os QEs podem ter tido na nossa variável chave. Ou seja, é útil saber como reagiu a taxa própria de juros dos imóveis. Em primeiro lugar, não há nenhuma relação aparente entre os QE e a comportamento dos preços dos imóveis. Mesmo depois das duas primeiras expansões da base que ampliaram as reservas do Fed em cerca de US\$ 1,5 trilhão, os preços continuaram a cair. E, por sua vez, a recuperação desses preços começou antes do terceiro QE.

¹⁰⁰ O *Financial Services Regulatory Relief Act* de 2006 autorizou o Fed a pagar juros sobre as reservas bancárias a partir de outubro de 2011. Com a eclosão da crise *subprime*, quando o *Emergency Economic Stabilization Act* foi aprovado em outubro de 2008, a data para se iniciar a remuneração das reservas foi antecipada para o mesmo mês de outubro de 2008. Segundo Lavoie (2010), após a quebra do Lehman Brothers em setembro de 2008, o Fed perdeu o controle sobre as *fed funds rate*. Com isso, a remuneração das reservas passou a ser mais um instrumento para que o Fed conduza a *policy rate* para a meta. Na prática, portanto, as reservas passaram a serem remuneradas pela própria *fed funds rate*.

¹⁰¹ Palley (2015) cita: sinalização quanto a taxas futuras de curto prazo; canal de risco de *duration*; canal de liquidez; e canal de ofertas em mercados segmentados.

Gráfico 4.3: índice Case-Shiller de preços de imóveis e a data de lançamento dos QEs



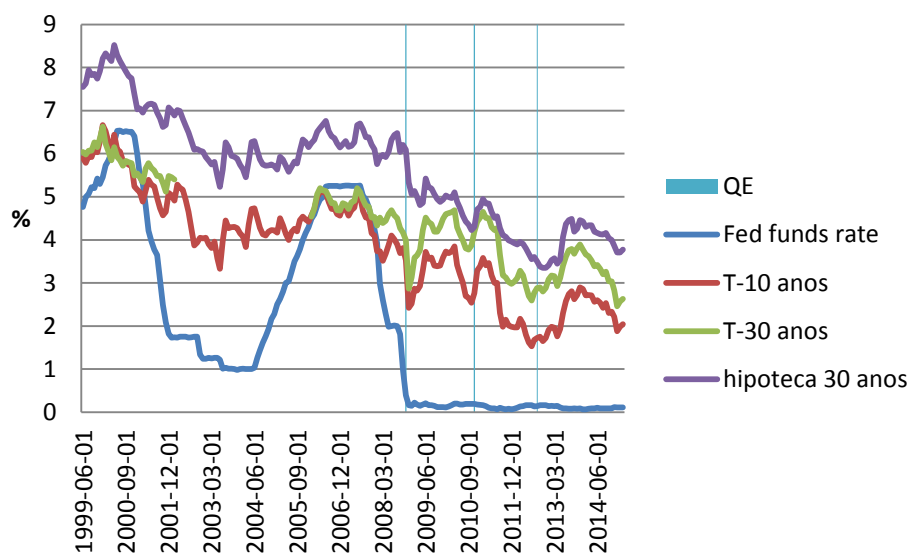
Fonte: Federal Reserve e FRED. Elaboração própria.

Resta saber, se o QE conseguiu, então, afetar as taxas nominais das hipotecas, o outro componente da taxa própria de juros dos imóveis. Em seguida ao primeiro QE, o *spread* dos empréstimos de 30 anos das hipotecas caiu em relação ao *Fed Funds Rate* e aos títulos de 10 e 30 anos do Tesouro, parecendo, portanto, ter havido alguma espécie de “correção” desses *spreads*, de acordo com o gráfico 4.5 abaixo. Em seguida ao segundo QE, apenas o *spread* em relação a *Fed Funds Rate* reduziu, após um rápido aumento inicial. Os outros dois permaneceram relativamente estáveis nos primeiros meses, depois passando a aumentar. Após o terceiro QE, a taxa nominal de juros hipotecaria e os *spreads* caem mais um pouco. Cerca de um ano após o terceiro QE, a taxa nominal das hipotecas sobe bruscamente e depois volta cair lentamente. O mesmo movimento ocorre com o *spread* em relação ao *Fed Funds Rate*, porém os *spreads* com relação aos títulos de longo prazo aparentam uma tendência de aumento.

É difícil afirmar precisamente se os QEs causaram a redução das taxas nominais das hipotecas. Estas apresentam uma tendência de redução desde a crise das *saving and loans* da primeira metade dos anos 1980. Além disso, a capacidade do Fed de determinar a taxa de juros de curto de prazo se dá pela sua disposição em comprar e vender qualquer quantidade de títulos públicos de curto prazo na taxa escolhida como meta. Não foi disso que se trataram os QEs, nos quais a quantidade de títulos a ser comprada era pré-determinada e conhecida pelo mercado. Logo, o efeito sobre os títulos públicos parece não ter sido permanente e foi bastante influenciado por movimentos

especulativos. Já em relação aos títulos privados, os QEs parecem ter tido algum sucesso em manter seus preços. De todo modo, os dois primeiros QEs são consistentes com a redução da taxa nominal de juros das hipotecas. No entanto estas voltaram a subir antes mesmo do anúncio do início do processo de *tapering* em dezembro de 2013¹⁰².

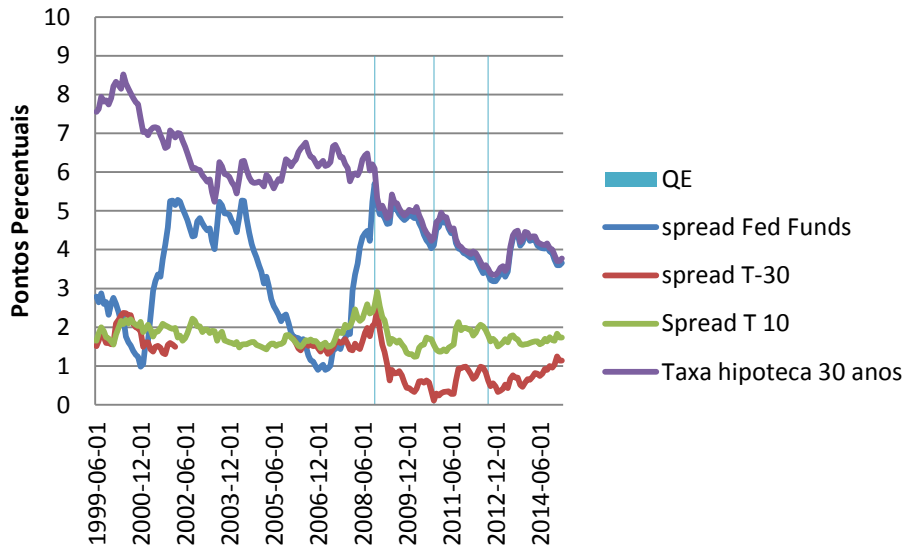
Gráfico 4.4: Fed funds rate, taxa de juros de títulos do Tesouro (10 e 30 anos) e de hipoteca de 30 anos (as três linhas verticais representam os três QEs).



Fonte: FRED. Elaboração própria.

¹⁰² Neste mês, o Fed anunciou que a cada encontro do FOMC (*Federal Open Market Comittee*) as operações mensais de compra do QE3 seriam reduzidas em US\$10 bilhões. E a esta política de redução da intervenção foi dado o nome de “*tapering*”.

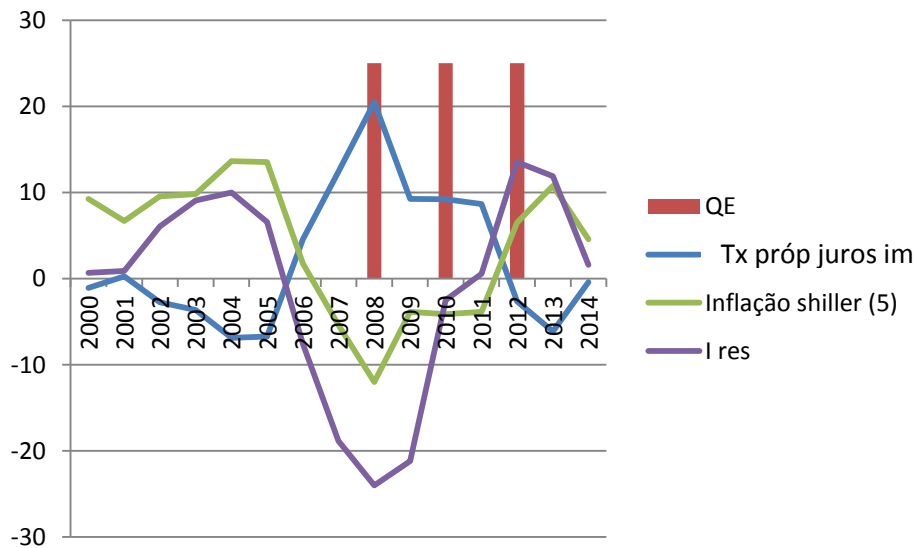
Gráfico 4.5: taxa nominal de juros de hipotecas de 30 anos e *spread* desta com a *fed funds rate* e com taxas de títulos do Tesouro (10 e 30 anos) (as três linhas verticais representam os três QEs).



Fonte: FRED.

Ao que tudo indica, de todo modo, há uma aparente relação entre os QEs e o investimento residencial. O gráfico 4.6 abaixo ilustra essa percepção. O primeiro QE coincide com a reversão da tendência do investimento residencial, da deflação dos preços dos imóveis e do aumento da taxa própria de juros dos imóveis. E, à medida que houve os dois QEs seguintes, a recuperação do investimento residencial se sustentou, explicada pelo fato da taxa própria de juros dos imóveis ter ficado mais uma vez negativa. Apenas depois do terceiro *quantitative easing*, e antes do início do processo de *tapering*, esse mini-ciclo imobiliário se esgotou, prejudicando a recuperação da economia norte-americana.

Gráfico 4.6: QEs, taxa própria de juros dos imóveis, inflação de imóveis e investimento residencial



Fonte: FRED e cálculos do autor. Elaboração própria.

Até este momento centramos o foco nas operações de política monetária ainda que, como destacado, algumas iniciativas tomadas pelo FED tenham tido um grau de originalidade frente ao seu procedimento padrão, dada as próprias mudanças na natureza do sistema financeiro americano. As medidas financeiras a serem tratadas, a seguir, fogem dos parâmetros de discricionariedade da Autoridade Monetária e envolvem a participação mais direta de recursos fiscais.

4.2 Operações para-fiscais do Tesouro: compra de ativos, injeções de capital e seus custos

A resposta do Tesouro norte-americano à eclosão da crise *subprime* seguiu dois caminhos de ação complementares: (i) evitar o colapso do sistema financeiro, salvando instituições financeiras (e mesmo algumas não financeiras) e atuando diretamente nos mercados de títulos; (ii) e sustentar (ao menos tentar) a demanda agregada para evitar quedas expressivas no nível de atividade e aumento de desemprego.

É normal que a política fiscal tenha um caráter anticíclico, devido à existência de estabilizadores automáticos. Os desembolsos do governo se ampliam pelo pagamento de seguro desemprego, benefícios sociais e outros tipos de transferências. Além disso, a arrecadação fiscal se reduz com a desaceleração da economia. Esses dois fatores combinados dão um caráter anticíclico ao déficit público. Em um momento de crise,

também é usual que os governos engajem em política fiscal de caráter discricionário com desonerações, transferências em caráter extraordinário e programas de gasto público.

O que foi fora do comum na resposta à crise foi a atuação direta do Tesouro americano no resgate do sistema financeiro, por meio de compra de ativos, injeção de capital em empresas e fornecimento de garantias financeiras. Essa intervenção do Tesouro no sistema financeiro se iniciou no fim do segundo mandato do presidente G. W. Bush e sua excepcionalidade é clara desde a origem legal: todos os programas e políticas a serem discutidas a seguir estavam sob o guarda-chuva institucional do *Troubled Asset Relief Program* (ou “TARP”), que foi criado pelo Tesouro em 3 de outubro de 2008¹⁰³, a partir da aprovação de uma lei (*Public Law*, P.L., 110 – 343) no Congresso no mesmo mês de outubro sob o título de “*Emergency Economic Stabilization Act of 2008*” (EESA).

O TARP foi criado com uma dotação inicial de US\$ 700 bilhões para a compra de “ativos problemáticos” (*troubled assets*) de “instituições financeiras” (*financial institutions*). A ideia era retirar tais ativos, chamados de “lixo tóxico”, dos balanços dos bancos, melhorando sua situação financeira. De acordo com EESA, os “ativos problemáticos” foram definidos como qualquer ativo financeiro escolhido pelo Tesouro, após consulta ao Fed, que cuja compra pudesse ajudar a promover estabilidade financeira (P.L. 110 – 343: seção 3, B9). E as “instituições financeiras” também foram definidas de forma bastante flexível. São dados exemplos de instituições financeiras tais como bancos, seguradoras e cooperativas de crédito, mas a legislação não se restringe aos exemplos dados (P.L. 110-343: seção 3 B5). É importante notar, portanto, que a definição dessas duas expressões-chave foi elástica o suficiente para que o Tesouro comprasse qualquer ativo de qualquer instituição, inclusive algumas instituições não financeiras.

¹⁰³ Apenas para recordar a conjuntura desse período, a crise financeira se inicia em agosto de 2007, quando *asset-backed securities*, em especial as que tinham hipotecas *subprime* como colateral, repentinamente se tornaram ilíquidas e perderam valor de mercado. Em setembro de 2008, a crise financeira havia ampliado e o governo se viu forçado a intervir nas GSE Fannie Mae e Freddie Mac, o Lehman Brothers quebrou e a AIG quase quebrou também, o que só foi impedido por uma injeção de US\$ 85 bi do Fed. O congresso havia rejeitado o TARP por pressões políticas, o que contribuiu para exacerbar o caos financeiro. No entanto, foi forçado pelos acontecimentos a rapidamente reverter sua decisão e aprovar a lei.

O TARP foi dotado inicialmente com US\$ 700 bilhões¹⁰⁴ ¹⁰⁵ para compra de ativos cujos preços haviam desabado. Porém, pela rápida deterioração de diversas instituições financeiras, sua estratégia foi alterada e sua primeira ação foi de injeção direta de capital nos nove maiores bancos dos EUA – o que depois foi estendido para outras instituições financeiras (Blinder e Zandi, 2010). Na prática, a compra de ativos comprometeu apenas uma pequena parcela dos recursos, à medida que outras ações foram implementadas e o TARP mudou o seu foco. A tabela abaixo organiza os programas contidos no TARP de acordo com as suas características.

Tabela 4.2: Programas sob o TARP organizados por suas principais características

Operações de Crédito	Compra de Ações
Public-Private Investment Program (PPIP)	Capital Purchase Program
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)	Targeted Investment Program (TIP)
Automobile Industry Support	Asset Guarantee Program (AGP)
	Community Development Capital Initiative (CDCI)
	AIG
	Automobile Industry Support
Não Reembolsáveis	Compra de Ativos
Housing Programs	Section 7(a) Securites Purchase Program

Fonte: *U.S. Department of Treasury*. Elaboração própria.

Podemos ver na tabela acima, que apenas um dos programas foi voltado para a compra de ativos diretamente pelo Tesouro. As principais ações concentraram-se em três direções: operações de crédito para que instituições privadas ou o Fed comprassem os ativos problemáticos; injeção de capital nas empresas, na forma de compra de ações preferenciais ou de ações ordinárias (o que levou, na prática, a estatização de algumas delas); operações não reembolsáveis para aliviar a situação financeira das famílias com dívidas hipotecárias em situações críticas.

¹⁰⁴ Esse limite foi posteriormente reduzido para US\$ 475 bilhões pelo *Dodd-Frank Act* (P.L. 111-203).

¹⁰⁵ Este valor equivalia a 4,8% do PIB de 2008, o que levou a uma reação muito forte da opinião pública. Aos seus olhos, o programa teria um custo demasiado elevado para salvar a mesma *Wall Street* que havia jogado a economia na crise econômica. Em matéria do NY Times, o TARP foi chamado de “*the most expensive government intervention in history*” (NY Times, 2008). É justamente esse “elevado custo financeiro” que pretendemos avaliar neste capítulo.

Cada um desses programas específicos será apresentado a seguir¹⁰⁶, junto com uma avaliação do seu resultado financeiro para o Tesouro. Todos os programas podem ser reunidos em quatro grandes grupos: programas de resgate de bancos, programas voltado ao mercado de crédito, outros programas (relacionado ao socorro de instituições não financeiras) e programas voltados ao mercado imobiliário. A tabela abaixo apresenta uma síntese do resultado financeiro de cada um dos programas e subprogramas, atualizado até janeiro de 2015. Nela estão especificados: dotações iniciais e eventuais modificações; desembolsos; repagamentos; perdas de capital realizadas; saldo devedor; e o total recebido pelo Tesouro. Todos os programas já se encontram encerrados, não aceitando novos desembolsos. Porém, continuam valendo os contratos em vigor, enquanto os saldos devedores não tiverem sido quitados. A única exceção são os programas voltados ao mercado imobiliário, que serão mais bem explicados adiante.

¹⁰⁶ As informações sobre os programas foram retiradas do sítio eletrônico do Departamento do Tesouro dos Estados Unidos (<http://www.treasury.gov/>) e de diversos relatórios do *Congressional Research Service*, dentre estes, foi especialmente utilizado o de Webel (2013).

Tabela 4.3: TARP: resultado consolidado de todos os programas até janeiro de 2015
(em US\$ bilhões)

TARP	Empenho Original	Empenho 2010	Empenho ¹	Desembolso	Repagamento (a)	Perdas de Capital Realizadas	Saldo Devedor	Rendimento ² (b)	Total Recebido (a+b)
Bank Support Programs									
Capital Purchase Program (CPP)	204,90	204,90	205,23						
Outros			180,23	180,23	174,13	5,06	0,34	19,13	193,27
Citigroup Common Targeted Investment Program (TIP)	40,00	40,00	40,00						
Bank of America Citigroup			20,00	20,00	20,00	0,00	0,00	2,67	22,67
Asset Guarantee Program (AGP)	5,00	5,00	5,00						
Bank of America Citigroup			0,00	-	-	-	-	0,28	0,28
Community Development Capital Initiative (CDI)	0,80	0,80	0,57	0,21	0,11	0,01	0,46	0,05	0,16
Total de apoios aos bancos	250,70	250,70	250,46	245,10	239,24	5,06	0,80	35,58	274,82
Credit Market Programs									
Public-Private Investment Program (PPIP)	30,40	22,40	18,63	18,63	18,63	0,00	0,00	3,85	22,48
Term Asset Backed Securities Loan Facility (TALF)	20,00	4,30	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00	0,68	0,78
Purchase SBA 7(a) Securities (SBA)	1,00	0,40	0,37	0,37	0,37	0,00	0,00	0,01	0,38
Total dos programas de mercado de crédito	51,40	27,10	19,09	19,09	19,09	0,00	0,00	4,55	23,64
Outros Programas									
American International Group (AIG)	69,80	69,80	67,84	67,84	54,35	13,48	0,00	0,96	55,31
Automotive Industry Financing Program (AIFP)	84,80	81,80	79,69	79,69	63,13	16,56	0,00	7,30	70,43
GM			49,50	49,50	38,34	11,16	0,00	0,67	39,01
Chrysler			11,96	11,96	9,04	2,93	0,00	1,64	10,67
Ally (GMAC)			17,70	17,70	14,70	2,47	0,00	4,87	19,57
Warranty & Supplier			1,05	1,05	1,05	0,00	0,00	0,12	1,17
Treasury Housing programs under TARP									
Making Homes Affordable			29,79	10,56					
HFA Hardes-Hit Fund			7,60	5,09					
FHA Refinance			0,13	0,06					
Total dos programas imobiliários	48,7	45,6	37,52	15,71					
TOTAL			454,6	427,44	375,81	35,11	0,8	48,39	424,2
AIG Shares ³								17,55	17,55
TARP + AIG Shares	535,5⁴	475	454,6	427,44	375,81	35,11	0,8	65,94	441,75

Fonte: Tarp monthly review - janeiro 2015

1: Esses valores empenhados não são os originais de quando concebidos os programas. Assim que o programa se encerra, o empenhado é reajustado e igualado ao desembolso.

2: Essa rubrica consiste em recebimentos de juros, dividendos, garantias executadas e outros rendimentos e despesas. Destaca-se que nos *equity programs* (compra de ativos das carteiras das instituições) todos os juros e dividendos recebidos são contabilizados como "dividendos". E todos dividendos e juros recebidos dos programas de empréstimo direto (*direct loan programs*) são contabilizados como "juros". Isso é feito de acordo com as práticas contábeis do Tesouro.

3: Esses recursos se devem a ganhos de capital repassados ao Tesouro de ações da AIG que estavam em posse do Fed.

4: No Tarp original havia um fundo chamado *Small Business Lending Fund* com US\$ 30 bilhões empenhados. Posteriormente, o governo propôs criar um fundo similar fora do TARP. Não foi feito nenhum desembolso a partir desse fundo enquanto estava sob o TARP.

O primeiro programa lançado dentro do arcabouço institucional do TARP foi o *Capital Purchase Program* (CPP), ainda em novembro de 2008. Como já aludido anteriormente, esse programa não se destinou a compra dos *mortgage-backed securities* ou *asset-backed securities*, ou quaisquer outros ativos problemáticos. Em vez disso, foi feita uma injeção direta de capital nos bancos, com a compra de ações preferenciais. Com isso a situação financeira dessas instituições foi aliviada, sem, no entanto, limpar suas carteiras de ativos. Este programa sozinho foi responsável por 45% dos desembolsos do TARP e foi o único programa cuja dotação de recursos foi revisada para cima. Além disso, houve uma concentração de recursos no Citigroup, que obteve 12,2% dos desembolsos realizados pelo programa. O Tesouro não teve nenhuma perda de capital pelos desembolsos ao Citigroup e ainda obteve rendimentos, portanto o total

recebido foi maior que o desembolsado. No auxílio aos demais bancos, houve alguma perda de capital realizada pelo Tesouro e ainda há um pequeno saldo devedor, porém os rendimentos recebidos mais que compensaram. Esse programa teve um retorno positivo para as contas fiscais do governo.

O *Targeted Investment Program* (TIP) foi voltado para a compra extraordinária de ações preferenciais do Citigroup e do Bank of America. Os dois bancos repagaram o dinheiro injetado sem perda de capital para o Tesouro, com retorno financeiro positivo.

O *Asset Guarantee Program* (AGP) também foi voltado para essas duas instituições, concedendo garantias como parte da assistência excepcional que receberam. No caso do Citigroup, por exemplo, o governo deu garantias para um *pool* de US\$ 301 bilhões de ativos na carteira da instituição. Se houvesse perdas nesse *pool*, o Citigroup arcaria com os primeiros US\$ 29 bilhões. Perdas adicionais seriam compartilhadas: 10% para o Citigroup e 90% para o governo. Da parcela que caberia ao governo, os primeiros US\$ 5 bilhões seriam concentrados no TARP, os US\$ 10 bilhões seguintes seriam do FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) e qualquer perda posterior seria absorvida pelo Fed. Para ter direito a essa garantia, o Citigroup pagou comissão ao governo federal na forma de um fundo de US\$ 4 bilhões em ações preferenciais, que rendia dividendos a uma taxa de 8% (Webel e Labonte, 2010). Esse programa foi encerrado sem a necessidade de efetuar desembolsos para os \$ 5 bilhões provisionados para tanto e rendeu US\$ 4,13 bilhões em juros e dividendos para o Tesouro.

Já o *Community Development Capital Initiative* (CDCI) teve como objetivo apoiar comunidades carentes de serviços financeiros, pessoas de baixa renda e pequenas empresas. Constituiu-se numa linha especial de compra de ações preferenciais que pagassem menos dividendos, condicionada ao direcionamento de crédito para cumprir os objetivos do programa. Muitos bancos que estavam no CPP migraram para esse programa. Ainda há um saldo devedor em aberto de US\$ 0,1 bilhão, mas ele já está fechado, não podendo aceitar novos pedidos por desembolsos.

O saldo financeiro geral dos programas de apoio aos bancos foi positivo para o Tesouro, a despeito de ter realizado perdas de capital e de ainda haver saldo devedor.

Dos programas voltados ao mercado de crédito, o primeiro deles é o *Public-Private Investment Program* (PPIP), lançado em conjunto com o FDIC e o FED com o

objetivo de limpar do balanço das instituições financeiras os *legacy assets*, que consistiam em alguns *mortgage-backed securities*, *asset-backed securities* e outros títulos oriundos de securitização chamados de “*legacy securities*” e também empréstimos imobiliários problemáticos que não haviam sido securitizados, os “*legacy loans*”. A ideia do programa era, como em outros, tentar aumentar a liquidez do mercado e servir de mecanismo de sustentação de preço de alguns ativos problemáticos (os *legacy assets*). Nessa parceria público-privada, o Tesouro comprometeu recursos em igual montante ao do setor privado. Havia preocupação com um eventual prejuízo a ser absorvido pelo Tesouro dado o longo prazo de maturação dos fundos que foram constituídos. Porém todos os fundos foram encerrados, com os recursos fornecidos pelo Tesouro sendo pagos com um rendimento positivo.

O *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) foi operado pelo Fed para dar apoio ao Mercado de *asset-backed securities*. O papel reservado ao Tesouro foi apenas de compartilhar o risco com o Fed e se dispor a absorver os primeiros US\$ 20 bilhões em prejuízos de um limite estipulado de US\$ 200 bilhões. O programa consistia em linhas especiais de crédito para investidores privados comprarem ABS recém-emitidos, com o intuito de destravar o mercado de crédito. O programa foi criado em novembro de 2008, depois que as novas emissões de ABS caíram bruscamente em setembro e paralisaram em outubro, ao mesmo tempo em que os *spreads* de risco para *tranches* com avaliação AAA aumentaram bruscamente. Essas novas emissões podiam ter como colateral um *pool* de: empréstimos para compras de automóveis, dívidas de cartão de crédito, empréstimos para estudantes, dívidas de pequenas empresas, hipotecas residenciais, hipotecas comerciais e seguros. Depois, ainda foi expandido para outros tipos de ABS. Na prática, a maior parte foi de empréstimos foi relacionada a: automóveis, cartão de crédito, educação (Labonte, 2010). Segundo Sack:

“The hope was that, by providing loans directly to investors against asset-backed collateral, the TALF would help stabilize and improve the prices at which those securities could be sold, thus reducing lenders' costs of funds. With lenders' funding strains alleviated, the extension of credit to consumers and other borrowers could occur on more favorable terms” (Sack, 2010: 3).

O TALF também possuía duas características operacionais distintas dos empréstimos de liquidez normais do FED. Em primeiro lugar seu prazo era mais elevado. Além disso, fixava o preço dos títulos ABS ao aceitá-los como colateral de seus empréstimos, pois com isso evitava uma liquidação em massa de tais títulos. De acordo com Sack:

“By providing liquidity and a backstop to limit losses to investors, the TALF contributed importantly to the revival of securitized credit markets. Secondary spreads narrowed significantly, and volatility moderated. Moreover, the improvements in the secondary market helped re-start the new-issue market. Issuance of non-mortgage asset-backed securities jumped to \$35 billion in the first three months of TALF lending in 2009, after having slowed to less than \$1 billion per month in late 2008. During those initial months that the TALF was in operation, about half of the issuance in the market was financed by the facility, with this degree of support then gradually declining as market function improved” (Sacks, 2010: 4).

Foi gasto \$0,1 bilhão para cobrir custos, posteriormente pagos, e nada foi desembolsado para cobrir perdas. Como houve pagamentos de prêmios para usufruto das garantias do Tesouro, o programa rendeu US\$ 0,68 bilhão para os cofres públicos. Encontra-se encerrado.

O último programa voltado diretamente ao mercado de crédito foi o *Section 7(a) Securites Purchase Program*, cujo objetivo era o de comprar títulos lastreados em *pool* de ativos garantidos pela *Small Business Administration* (SBA). Seu foco era ampliar a oferta de crédito para pequenas empresas e foi o único programa por meio do qual de fato o Tesouro comprou ativos financeiros. Todos os recursos desembolsados foram pagos com rendimento positivo ao Tesouro.

Os programas voltados ao mercado de crédito não ensejaram nenhuma perda de capital ao Tesouro e ainda proveram rendimentos. Seu saldo financeiro foi positivo.

Os outros programas talvez sejam os mais singulares, pois envolveram uma virtual estatização de algumas empresas. A assistência a AIG, gigante do ramo de seguros, foi chamada de *Systemically Significant Failing Institution Program*. Por mais que o Tesouro não tenha nenhuma obrigação institucional com o setor de seguros, o risco sistêmico era tal que a intervenção se mostrou necessária e terminou por ocorrer em setembro de 2008, ainda antes da criação do TARP e lhe rendeu cerca de 80% das ações com direito a voto da AIG. Nesta operação, o Tesouro entrou com US\$ 67,84 bilhões, no total, e o Fed de Nova York com US\$112 bilhões. No âmbito do TARP, mais ações preferências foram compradas para suplementar a o esforço inicial. No seu auge, o governo possuiu 92% das ações ordinárias, ou seja, com direito a voto, da AIG. Isso constituiu, de fato, uma estatização da empresa. O Tesouro vendeu suas ações ao longo do tempo e, em dezembro de 2012, encerrou a sua participação na empresa. A intervenção feita na esfera do TARP anotou um prejuízo de 13,5 bilhões em perdas de capital. Lembrando que 1/3 das ações do governo estava em posse do Fed, deve-se salientar que a receita da sua venda não é contabilizada junto ao TARP. No entanto

\$17,5 bilhões de ganhos de capital foram repassados ao Tesouro pelo Fed, auferidos quando este também liquidou sua posição. Levando-se em consideração esse montante, a intervenção na AIG passa a ser um sucesso financeiro (Webel, 2013).

Outra operação que chama atenção é o *Automobile Industry Support*¹⁰⁷, que levou a uma reestruturação da GM e da Chrysler. Tal reestruturação levou a criação de novas empresas com forte presença do Estado como acionista – inclusive o governo canadense auxiliou nesse resgate. Esse programa começou com empréstimos a essas empresas (que depois foram convertidos em participação acionária) e culminou com injeção direta de capital, o que levou a constituição de novas empresas: *New GM* e *New Chrysler*. O governo norte-americano chegou a ter participação acionária de 60,8% da nova GM, enquanto o governo canadense teve 11,7% de participação. Em 9 de dezembro de 2013, o Tesouro terminou de liquidar sua posição na empresa. Com isso, realizou perdas de capital de US\$ 11,16 bilhões. Os rendimentos recebidos foram bastante modestos e, portanto, o saldo da intervenção foi uma perda de cerca de US\$ 10,5 bilhões.

Na nova Chrysler o governo teve participação acionária, porém não se tornou majoritário. O Tesouro americano teve participação de 9,9% no capital da nova empresa, enquanto o governo canadense teve participação de apenas 2,5%. Em maio de 2011, o Tesouro vendeu suas ações para a Fiat, com perdas de capital de quase US\$ 3 bilhões de dólares, e a nova Chrysler antecipou em 6 anos o repagamento das suas dívidas. Restam ainda US\$ 1,3 bilhões devidos pela antiga Chrysler, sem perspectivas de serem pagos, pois a nova empresa não tem responsabilidade por essa dívida.

Devido ao risco de falência dessas empresas, o governo preparou um programa de socorro à cadeia de fornecedores para que pelo menos as dívidas em aberto fossem saldadas. Esse foi o único subprograma do socorro ao setor automotivo que não apresentou prejuízo. O principal foi pago, com remuneração para o Tesouro.

O Tesouro também teve de socorrer o braço financeiro dessas duas empresas. Para a Chrysler Financial foram emprestados em janeiro de 2009 US\$ 1,5 bilhões, que foram integralmente pagos em junho do mesmo ano. No caso da GMAC, braço financeiro da GM, o governo interveio de forma mais intensa, tornando-se proprietário

¹⁰⁷ Originalmente, foi proposto um programa específico para indústria automobilística fora do TARP. Essa assistência financeira foi aprovada na câmara dos deputados, porém foi recusada no Senado. O Tesouro se aproveitou das regras bastante flexíveis do TARP para resgatar as empresas desse ramo (Webel e Canis, 2012).

de 74% do seu capital votante. No processo de reestruturação, essa empresa mudou de nome para Ally Financial. Em dezembro de 2014, o governo terminou de vender sua participação acionária nessa empresa, realizando US\$ 2,47 bilhões em perdas de capital, e com isso efetivamente encerrando o programa de resgate da indústria automobilística.

Esses outros programas foram os únicos, dentre os que tinham previsão de reembolso, que deram prejuízo para o Tesouro. Dos US\$ 147,5 bilhões desembolsados, apenas US\$ 125,7 bilhões retornaram ao Tesouro, em forma de repagamento ou de rendimentos.

Os *Housing Programs* possuem uma característica bastante diferente em relação aos demais programas do TARP. São os únicos que não resultam em ativos com valor de mercado ou previsão de algum retorno financeiro para o Tesouro. Esses programas foram lançados no começo do governo Obama, quando os preços dos imóveis já estavam despencando e a crescente inadimplência do crédito imobiliário estava levando a execução das hipotecas e o conseqüente despejo das famílias endividadas. O objetivo, portanto, era evitar essa situação, renegociando contratos e facilitando o crédito para compra de imóveis. Com isso esperava-se evitar o despejo de famílias que apenas reforçaria a espiral negativa de preços, pois quanto maior o número de casas abandonadas em certa região, maior a queda dos preços dos imóveis. A recuperação no valor desses ativos é uma condição central para o próprio equilíbrio patrimonial das famílias e para a recuperação da atividade de construção civil, fundamental para a retomada do crescimento econômico, conforme visto no capítulo anterior.

É o único grupo de programas do TARP ainda em aberto. Para atingir tal objetivo, foram constituídos três programas.

O primeiro programa, o *Home Affordable Modification Program* (HAMP), foi lançado ainda em fevereiro de 2009 e é a pedra angular do *Making Home Affordable Program*. Esse programa paga diretamente aos detentores dos créditos hipotecários para reduzirem as prestações pagas pelas famílias endividadas. O prazo de solicitação para auxílio foi estendido até dezembro de 2016. Os outros programas foram o *Principal Reduction Alternative* (PRA), para proprietários com a razão entre dívida/ valor do imóvel acima de 115%; o *Home Affordable Unemployment Program* (UP), que concedia um alívio financeiro temporário para os proprietários desempregados; o *Second Lien Modification Program* (2MP) provia mecanismos para os credores

modificarem a segunda hipoteca¹⁰⁸, de quem já teve a primeira hipoteca modificada pelo HAMP; por último, há o *Home Affordable Foreclosure Alternatives Program* (HAFA), que provê assistência financeira de US\$ 10 mil para os proprietários de casas hipotecadas que sofram uma penhora das suas casas e precisam abandoná-las.

A segunda linha de auxílio foi o *Hardest Hit Fund* para ajudar os estados que foram mais atingidos pela crise, seja por queda dos preços dos imóveis ou por aumento do desemprego. Foram eleitos 18 estados mais o distrito de Columbia para se beneficiarem desse fundo. Em semelhança a outros planos, foi voltado para ajudar desempregados a não sofrerem execução de seus imóveis, enquanto buscam por empregos, ou aqueles cujo imóvel agora vale menos que a dívida. Os estados beneficiados têm até 2017 para usar esses recursos.

Esses programas voltados para o mercado imobiliário desembolsaram até janeiro de 2015 US\$ 15,71 bilhões e ainda possuem dotação orçamentária para liberar quase US\$ 22 bilhões até a data em que encerram.

Em relação ao sucesso do TARP, este poderia ser avaliado sob diversas óticas. Os últimos programas descritos, por exemplo, voltados para aliviar a situação financeira das famílias endividadas, podem ser analisados do ponto de vista social, ou seja, da capacidade do governo em prover certo alívio a famílias sob estresse financeiro pelas condições extremamente desfavoráveis no mercado de trabalho e pelos elevados níveis de endividamento e comprometimento da renda com prestações de dívidas. Nesse sentido, apesar do mercado imobiliário ainda não haver se recuperado, esses programas conseguiram ajudar a 7 milhões de famílias a evitar a penhora, e conseqüente despejo, de suas casas.

O TARP também poderia ser avaliado do ponto de vista do salvamento do sistema financeiro. Desse ponto de vista, depois do desastre do ano de 2008, o risco sistêmico em grande medida foi prevenido. Grandes empresas tiveram a falência eminente evitada, impedindo o contágio do resto do sistema. Inclusive, empresas não diretamente auxiliadas também se beneficiaram¹⁰⁹. E ao evitar a falência dessas empresas, evitou a liquidação em massa que se seguiria dos ativos problemáticos que

¹⁰⁸ Lembrando que era comum, enquanto os preços dos imóveis subiam, que famílias fizessem uma segunda hipoteca sobre o valor de mercado do imóvel que excedesse o valor da dívida da primeira hipoteca. Essa era a extração de *home equity* mencionada nos capítulos anteriores.

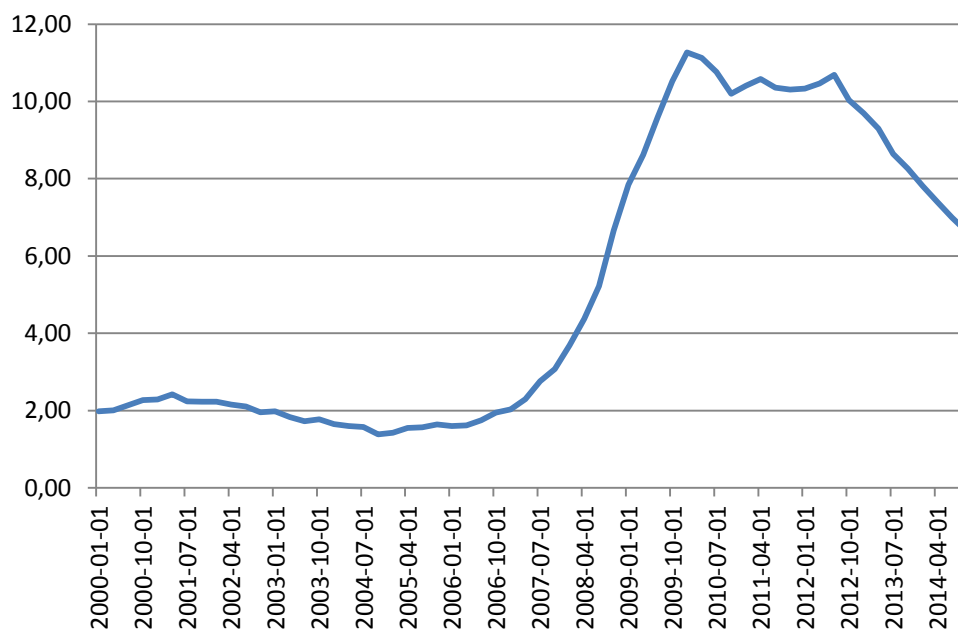
¹⁰⁹ Canis e Weibel (2013) citam o caso da Ford que renegociou contratos com *United Auto Workers* (UAW) na esteira das negociações da GM e da Chrysler.

estavam nos seus balanços, o que prejudicaria a todos os agentes econômicos que possuíssem ativos semelhantes em suas carteiras (Blinder e Zandi, 2010).

Do ponto de vista investigado nessa tese, nos interessa verificar de que forma os programas do TARP podem ter afetado o comportamento da demanda agregada no período. Blinder e Zandi (2010) fazem algumas estimativas econométricas para avaliar o impacto macroeconômico de todo o pacote financeiro, incluindo aí as ações engendradas pelo Fed sozinho. Segundo os autores, o efeito do pacote financeiro foi maior do que o do pacote de estímulo fiscal, tendo evitado uma queda de 5% do PIB no ano de 2009 e um pico de desemprego de 13%. Esses números parecem um tanto quanto exagerados, porém foge do escopo desse trabalho uma avaliação de eventuais problemas dos métodos estáticos aplicados. Isso não impede, no entanto, de tentar fazer alguma avaliação qualitativa ao menos das formas que demanda agregada possa ter sido influenciada.

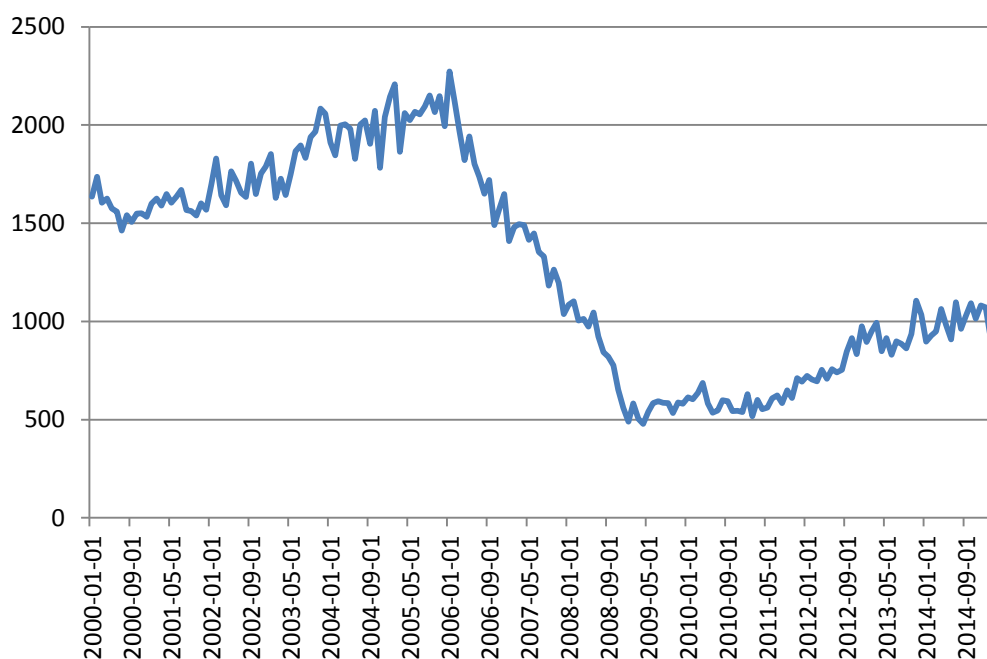
Em relação ao mercado imobiliário, os preços dos imóveis começaram a se recuperar a partir do começo de 2012, de acordo com o índice Case-Shiller. Essa recuperação dos preços reduziu a taxa própria de juros dos imóveis, permitindo alguma recuperação do investimento imobiliário, que, no entanto, estava num patamar muito baixo. Olhando os dados de fluxos de casas novas (uni-familiares) e a taxa de inadimplência das hipotecas, sequer se pode reivindicar que os programas governamentais na área habitacional de alguma forma estabilizaram o mercado imobiliário, conforme pode ser visto nos dois gráficos a seguir. De todo modo, também é difícil mensurar em que medida a mudança na taxa própria de juros decorreu diretamente da política habitacional do governo ou da economia como um todo, mesmo porque, até janeiro de 2015, esses programas tinham desembolsado apenas 41,9% dos recursos comprometidos.

Gráfico 4.7: Taxa de inadimplência em hipotecas residenciais (#inadimplentes/#total): 2000-2014



Fonte: FRED. Elaboração própria.

Gráfico 4.8. Fluxo de novas casas (em 1.000 unidades): jan/2000 a mar/2015



Fonte: FRED. Elaboração própria.

Do ponto de vista do mercado de crédito como um todo, a avaliação se torna ainda mais difícil. Os programas parecem ter estabilizado as condições oferta de crédito, ao evitar o colapso do mercado de títulos securitizados lastreados em crédito ao

consumidor, educacional, para compra de automóveis, ou hipotecário. Porém o crédito tem uma característica de ser “puxado” pela demanda. Não adianta prover condições favoráveis de oferta de crédito, caso não haja famílias ou empresas querendo se endividar. De fato, de acordo com os dados do *Flow of Funds* do Fed, o fluxo líquido de novas dívidas imobiliárias só se tornou positivo em 2014, indicando a lenta recuperação desse segmento.

Numa avaliação geral destes programas pode-se concluir que em termos de impacto macro foram capazes de conter, ou pelo menos minimizar, a dramática crise que se instaurou a partir de Setembro de 2008, seja no mercado financeiro/crédito, automobilístico ou habitacional. Entretanto, seu papel foi mais de contenção e saneamento sendo incapazes de alavancar uma sólida recuperação da economia Norte Americana.

Do ponto de vista das finanças públicas, apesar das grandezas nominais elevadas que envolveram os programas sob o guarda-chuva institucional do TARP, o crescimento da dívida bruta associada não levou a um aumento equivalente da dívida líquida, posto que apenas 3,7% dos recursos desembolsados foram aplicados em linhas não reembolsáveis, o restante tendo gerado ativos com valor de mercado ou créditos a serem pagos. E mesmo o aumento da dívida bruta foi irrisório, se for analisado o TARP durante toda sua existência. Em janeiro de 2015, sem considerar dívidas pendentes, que podem vir a ser quitadas, e desembolsos que podem ser feitos no futuro, o prejuízo para o Tesouro foi apenas de US\$ 5,2 bilhões¹¹⁰. Isso não parece ser a “mais cara intervenção do governo na história” propalada pelo NY Times (2008). Tampouco parecem plausíveis os argumentos pró-austeridade que apontam o enorme crescimento da dívida pública devido ao salvamento de *Wall Street*. Por lei, todo dinheiro que retornou ao Tesouro na esfera do TARP, seja por repagamento de dívidas¹¹¹, venda de participação acionária ou rendimentos, foi usado para abater a dívida pública. Logo, nesse horizonte temporal, o crescimento da dívida bruta causada pelo TARP também foi irrelevante, da

¹¹⁰ Não por outra razão que as previsões de custo do TARP foram sendo reduzidas ao longo do tempo. Em 2009, o *Congressional Budget Office* (CBO) estimou os custos do TARP em US\$ 356 bilhões. Em março de 2010, esse número caiu para US\$ 109 bilhões. Em maio de 2013, já era previstos apenas US\$ 21 bilhões de custos (Webel, 2013).

¹¹¹ De acordo com Blinder e Zandi (2010), as instituições resgatadas tiveram um elevado custo para poder acessar os recursos do TARP, na forma de maior supervisão regulatória e restrições para a distribuição de dividendos e pagamento dos executivos. A lei P.L. 111-5 impôs restrições às remunerações dos executivos das empresas socorridas pelo TARP. Esses custos, portanto, deram incentivos para que as dívidas com o Tesouro fossem quitadas o mais rápido possível.

ordem de 0,03% do PIB de 2014. Se levarmos em consideração a intervenção feita na AIG antes do TARP ser criado e os ganhos de capitais auferidos nessas operações que foram repassados ao Tesouro pelo Fed, o programa passa a ter um retorno positivo de US\$ 14,31 bilhões. No fim das contas, num intervalo de pouco mais de 5 anos, o TARP contribuiu para reduzir a dívida pública norte-americana.

4.3 Política fiscal de estímulo à demanda agregada

Uma vez analisadas as políticas de resgate do sistema financeiro, levadas a cabo pela Autoridade Monetária e pelo Tesouro, cabe agora a analisar a política fiscal mais tradicional, cujo objetivo é administrar a demanda agregada e, com isso, influenciar diretamente o produto da economia.

Como já mencionado anteriormente, faz parte do rol de ações da política fiscal o funcionamento de certos estabilizadores automáticos. O objetivo dessa seção, no entanto, é avaliar as políticas engendradas com o propósito específico de enfrentar a crise *subprime*. Essas políticas podem ser agrupadas em dois conjuntos de ações, tomadas em momentos distintos: a restituição de imposto de renda em caráter extraordinário, no primeiro semestre de 2008, ainda no governo de G.W. Bush; e o *American Recovery e Reinvestment Act* de 2009, com validade de dois anos, aprovado no primeiro mês do governo Obama, com algumas extensões temporárias de desonerações fiscais e alguns programas de transferências para desempregados, nos anos de 2011 e 2012. O impacto da política fiscal na demanda agregada, portanto, será analisado tendo como cenário a implementação desse conjunto de políticas.

Em fevereiro de 2008 - portanto antes da crise atingir seus momentos mais dramáticos, com a sequencia de eventos que culminou com a quebra no Lehman Brothers em setembro do mesmo ano - foi aprovado no congresso o *Economic Stimulus Act* de 2008 (P.L. 110-185, 2008). Dentre as medidas desse pacote, havia duas em especial para tentar impactar a demanda agregada da economia. A primeira foi uma restituição de impostos em caráter extraordinário para pessoa física. O governo enviou pelo correio cheques para as famílias de no mínimo US\$ 300,00 e no máximo US\$ 600,00, por contribuinte elegível, e mais US\$ 300,00 por filho até 17 anos. O critério de elegibilidade era possuir uma renda anual de até US\$ 75 mil por ano. A partir desse patamar havia uma redução da restituição a ser recebida. No segundo trimestre de 2008,

a arrecadação com imposto de renda caiu, de acordo com os dados do BEA, quase US\$ 200 bilhões. Desses, US\$ 100 bilhões são considerados consequência dessa restituição de imposto de renda (Broda e Parker, 2008). A outra medida foi uma desoneração para incentivar as empresas a depreciar seu capital mais rapidamente e, com isso, tentar estimular o investimento.

O ARRA, por sua vez, aprovado em fevereiro de 2008, foi um pacote fiscal, com duração estipulada em 2 anos, consistindo em US\$ 787 bilhões entre desonerações e incentivos fiscais¹¹², gastos e transferências. Destes, US\$ 288 bilhões foram alocados para desonerações e incentivos fiscais para pessoas físicas e empresas; US\$ 275 bilhões em gastos diretos; e US\$ 224 bilhões em transferências e programas sociais (Tcherneva, 2011). Uma das críticas a esse programa, é que foram incluídos dentro do pacote certas medidas que seriam implementadas de qualquer forma, e, portanto, não representam um esforço fiscal adicional para tentar tirar a economia da recessão. Um exemplo disso seriam os US\$ 70 bilhões previstos em alívio fiscal no *Alternative Minimum Tax* (Blecker, 2014). A partir do começo de 2011, com o fim oficial do ARRA e a maioria republicana que se formou no congresso norte-americano, o governo Obama não conseguiu passar novos programas de gastos públicos significativos, apenas foi possível prorrogar alguns gastos e transferências sociais para os desempregados e certas medidas de desoneração.

Outro aspecto do ARRA que deve ser levado em consideração, e que não aparece nos dados do governo, que consolidam as esferas federais, estaduais e municipais, são as transferências que o governo federal efetuou para os entes subnacionais. Essas transferências foram de fundamental importância, pois praticamente todos os estados norte-americanos, com exceção de Vermont, possuem alguma espécie de lei de responsabilidade fiscal (McNichol, Oliff e Johnson, 2010: 2). Segundo Waisanen (2010), até dezembro de 2008, 30 estados americanos operavam com regimes de equilíbrio entre taxação e gastos. E, desses 30, 23 tinham limites para gastos¹¹³.

Por conta disso, os gastos dos entes subnacionais possuem uma natureza pró-cíclica. No contexto da recessão iniciada com a crise *subprime*, a pior desde a grande

¹¹² De acordo com Blecker (2014), diversas dessas desonerações e incentivos fiscais foram fruto de acordos políticos para se obter votos dos senadores mais conservadores, tanto republicanos, quanto democratas centristas.

¹¹³ De acordo com o autor, A adoção destas medidas se concentrou em dois períodos: no final dos anos 1970/início dos 1980 e no início dos anos 1990 e refletiram a mudança fiscal iniciada no período e que teve como marco a ascensão da ideologia neoliberal com o governo Reagan.

depressão, a combinação de queda de arrecadação tributária com as leis de orçamento equilibrado tiveram como consequência medidas de aumento da carga tributária e corte de gastos com uma contribuição pró-cíclica para o conjunto da economia. Em termos locais, desde 2008 até final de 2010, segundo Johnson, Oliff e Williams (2010), 31 estados reduziram seus gastos com saúde, 29 com assistência para idosos e deficientes, 34 com educação básica, 43 com educação superior, entre outras áreas. Além disso, 44 estados e DC reduziram salário, demitiram funcionários e concederam licenças não remuneradas. Estados e governos locais eliminaram 407.000 empregos desde agosto de 2008. Deve-se destacar uma importante informação sobre a relação dos distintos níveis de gasto nos EUA: no período 2001-2007 a participação dos gastos estaduais no gasto consolidado foi em média 67,2%. Esses números mostram a porque políticas fiscais restritivas dos governos locais podem afetar bastante o conjunto da economia.

Esse tipo de comportamento pró-cíclico só não foi mais intenso graças a transferência num período de dois anos de US 140 bilhões de recursos Federais para estados e municípios dentro do âmbito do *American Recovery and Reinvestment Act* a partir de fevereiro de 2009. Como pode ser visto na tabela abaixo, mesmo com essas transferências, o gasto dos estados e municípios teve queda real de 2,7% no ano de 2010. Com o fim desses recursos, a crise dos Estados e seus efeitos deletérios macroeconômicos e sociais se fazem sentir mesmo depois que a economia norte-americana formalmente saiu da recessão. Em 2011, esses gastos caíram 3,3%, e caíram novamente 1,2% no ano de 2012. Apenas depois de que o crescimento se estabilizou num patamar pouco superior a 2% ao ano, esses gastos passaram a apresentar algum resultado positivo.

Tabela 4.4: Taxa real de crescimento dos gastos dos estados e municípios (%)

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1,5	0,3	1,6	-2,7	-3,3	-1,2	0,5	1

Fonte: BEA.

À luz desse conjunto de informações, e com auxílio da tabela 2.13, podemos buscar compreender o impacto do governo na demanda agregada e no PIB. A percepção geral é que em nenhum momento os gastos públicos em consumo e investimento foram realmente expansivos. No ano de 2008, no qual a economia entrou oficialmente em

recessão, os gastos cresceram apenas 0,55% em proporção do PIB. E em 2009 e 2010, anos do grande pacote de estímulo fiscal do Obama, o ARRA, o resultado também foi desanimador: 0,65% e 0,02%, respectivamente. Já as transferências líquidas desempenharam um papel um pouco mais expansionista. Em 2008, cresceram 1,44%, representando o bom funcionamento dos estabilizadores automáticos e das desonerações do governo Bush. Em 2009, as transferências líquidas foram realmente expansionistas, crescendo 3,85% em proporção do PIB. Em 2010, no entanto, essas transferências já forneceram uma menor contribuição para retirar a economia da recessão, crescendo 0,36%.

De forma geral, podemos ver que a política fiscal só foi de fato expansionista nos dois anos de recessão, 2008 e 2009, e no primeiro ano de recuperação, 2010. E, mesmo assim, menos expansionistas do que a simples análise do déficit público leva a crer. Em 2011, com o fim do prazo de validade do pacote de estímulo fiscal do Obama e com o partido Republicano formando a maioria no congresso, formou-se um consenso pró-austeridade. O resultado foi que a política fiscal, tanto em relação aos gastos em consumo e investimento, quanto em relação às transferências líquidas, passou a ser contracionista.

4.4 Perspectivas econômicas de curto prazo e observações finais

Nesse capítulo analisamos a resposta dada ao governo americano aos desafios apresentados pela crise *subprime*. Dada à severidade da crise e todas as suas ramificações por dentro do sistema financeiro, a intervenção do governo possuiu aspectos fora do comum. Não apenas foram levadas a cabo políticas fiscais de caráter mais tradicional, que visavam manejar a demanda agregada, mas também foram formuladas e implementadas políticas em caráter extraordinário.

Como vimos, o Fed foi além das atribuições comuns de uma autoridade monetária e estendeu suas linhas de redesconto para instituições financeiras não bancárias, que estão, portanto, fora do seu escopo regulatório imediato. Adicionalmente, ao se deparar com taxas de juros nominais de curto prazo tão próximas de zero quanto possível e um aumento dos *spreads* ao longo da *yield curve*, o Fed mudou sua forma de intervenção. Passou a empreender uma política de compra de ativos em larga escala, que ficou conhecido como *Quantitative Easing*. O objetivo dessa política era baixar as

taxas de juros de títulos de longo prazo do governo e privados, pela compra de títulos públicos e de ativos lastreados em dívidas hipotecárias, garantidos pelas GSEs. Entretanto, não se pode afirmar de forma unívoca que o resultado alcançado tenha sido o desejado.

O Tesouro, que não possui entre suas atribuições em tempos normais qualquer mandato para regular ou intervir no mercado financeiro, também apresentou inovações dentre seus instrumentos e objetivos de política fiscal. Com o objetivo de auxiliar no resgate do sistema financeiro, evitar quebra de empresas e deflação de ativos, o Tesouro lançou o TARP, que concedeu e garantiu empréstimos, injetou capital em empresas, levando inclusive a estatização de algumas delas, comprou ativos financeiros e buscou auxiliar famílias com dificuldades financeiras para pagar suas hipotecas e manter suas casas. Apesar da propalada retórica de ser a “mais cara intervenção do governo na história”, como vimos, o programa deu um prejuízo muito pequeno. Ou ainda, se levarmos em conta algumas operações feitas antes do início oficial do programa, podemos considerar que o Tesouro teve um resultado financeiro positivo. Portanto, para aqueles que no debate público tanto se preocupam com a dívida bruta do governo, podemos afirmar que o TARP ajudou a reduzi-la, mesmo que isso sequer estivesse listado no rol dos seus objetivos. Se o TARP foi um sucesso em resgatar e estabilizar o sistema financeiro, seu impacto na demanda agregada não foi muito significativo.

Do ponto de vista da política fiscal mais tradicional, podemos afirmar que, no imediato pós-crise de 2008, foi fundamental para manter a demanda agregada em níveis toleráveis, ou, em outras palavras, evitar uma recessão profunda. Porém, um ano depois do fim da recessão, formou-se um consenso político pró-austeridade, que levou a uma retração em termos reais dos gastos do governo que não tem precedentes, se comparado ao comportamento do gasto público na sequência de outras recessões (Blecker, 2014).

Como vimos, sequer é necessário adotar uma perspectiva teórica de finanças funcionais para perceber que o resgate do sistema financeiro não pode ser visto como um impeditivo a uma política fiscal expansionista. Porém, isso não deve se traduzir numa visão mais otimista sobre o papel do governo numa retomada mais forte do crescimento, no futuro próximo.

Frente a uma situação emergencial que ameaçava de forma direta a ordem econômico-financeira doméstica e internacional, um consenso político se criou para dar apoio a uma intervenção estatal vigorosa, fazendo uso, inclusive, das lições acumuladas

em crises anteriores. Tal consenso emergencial não se estendeu a uma ampliação da intervenção pública, seja em termos de regulação econômica, seja para a ampliação do gasto público com o objetivo de acelerar o crescimento econômico após o fim da recessão. Ao contrário, a partir de 2010 o componente público tem se reduzido persistentemente. A explicação para tal fato não reside em nenhuma crise fiscal do estado e sim na persistência da ideologia neoliberal que se julgava enfraquecida pela crise financeira de 2008.

CONCLUSÃO

Ao longo dessa tese, buscamos analisar a trajetória de crescimento liderado pela demanda nos Estados Unidos nos anos 2000, em um contexto no qual a inflação de ativos constituiu um importante fator explicativo. Mais especificamente, houve uma bolha de preços de uma das formas de riqueza mais comum entre as famílias norte-americanas: os imóveis. A combinação entre as taxas de juros nominais de hipotecas e a variação de preços dos imóveis durante a bolha foi tal que a taxa de juros real relevante para aqueles que compram casas, aqui chamada de taxa própria de juros dos imóveis, tornou-se negativa no período 2002-2005, causando um boom de investimento residencial. Quando a bolha estourou, os preços dos imóveis caíram rapidamente o que causou grande aumento dessa taxa própria. O resultado foi o colapso do investimento residencial, dando início ao que veio a ser a crise *subprime* e a Grande Recessão, com a contração do produto nos anos de 2008 e 2009, e o baixo crescimento que se segue até os dias de hoje.

Para completar a análise proposta ao longo dessa tese, o primeiro passo foi realizar uma avaliação crítica da macroeconomia dos três saldos de Godley. A metodologia de Godley se tornou quase consensual dentre os economistas interessados em entender a trajetória da economia norte-americana nos anos 2000. A crítica aqui feita cumpre o papel de elucidar quais são as deficiências teóricas gerais dessa abordagem e quais são seus problemas específicos quando aplicada à economia norte-americana. Com isso, buscamos esclarecer porque lançamos nesta tese uma visão dissidente sobre o tema. A crítica também serve para apontar o caminho que escolhemos seguir: uma análise baseada no nível e na taxa de crescimento dos diversos componentes da demanda agregada, levando em consideração de forma explícita a inflação de ativos.

O instrumental teórico que lançamos mão para tal finalidade foi o supermultiplicador *sraffiano*. Além disso, foi feita uma extensão ao modelo para lidar diretamente com o *boom* de preços de imóveis. Esta extensão consistiu em expressar a taxa de crescimento do investimento residencial e do consumo de duráveis como função da taxa própria de juros dos imóveis. A explicação da relação entre a taxa de crescimento do investimento residencial e a taxa própria de juros de imóveis é bastante direta. Como esta mede o custo em imóveis de se comprar imóveis, pode ser usada

como um indicador do que vai acontecer com a construção de novas residências. Em especial, no período em que essa taxa de juros fica negativa, como resultado da bolha imobiliária, o investimento residencial cresce mais, devido às oportunidades de grandes ganhos de capital.

Já o consumo de duráveis é afetado de forma indireta pela taxa própria de juros dos imóveis. O ciclo de preços e investimento imobiliário aumentou muito a oferta e a demanda por crédito por parte dos consumidores. Parte desse crédito foi direcionado para o consumo de duráveis. Então, a relação entre o consumo de duráveis e a taxa própria de juros dos imóveis, serve como um indicador da relação entre bolha de preços de imóveis e o consumo financiado por crédito. A expansão do consumo financiado por crédito mais do que superou o efeito contracionista do aumento da desigualdade pessoal e funcional da renda, presente em todo o período.

Além do foco na inflação de ativos, também avaliamos os outros elementos que compõem ou influenciam o comportamento da demanda agregada. O gasto público e as transferências foram expansionistas na fase ascendente do ciclo, entre 2002 e 2007, no desenrolar da crise, nos anos de 2008 a 2010. Porém, a partir do momento em que a economia saiu da recessão, criou-se um consenso pró-austeridade que restringiu o raio de ação da política fiscal, que se tornou contracionista nos quatro anos seguintes.

Em relação ao setor externo, a principal conclusão é que a sua contribuição ao crescimento foi diferente do que usualmente se crê. Isso ocorre porque a análise convencional é feita sobre os déficits externos. Enquanto, de forma coerente com a contabilidade do crescimento apresentada no capítulo 1, analisamos o crescimento das exportações e o coeficiente de conteúdo importado. Com isso, verificamos que, apesar da tendência crônica da economia norte-americana apresentar déficits externos, no geral, a contribuição do setor externo ao crescimento foi positiva.

Estabelecida a nossa interpretação, foi possível escrutinar outras interpretações feitas para o mesmo período da economia norte-americana. Barba e Pivetti (2012) centram sua análise apenas nas relações entre distribuição, consumo e investimento, ignorando de forma imprópria o papel desempenhado pelo governo e pelo setor externo. Já Stockhammer (2004; 2013) e Hein (2013) foram criticados na sua tentativa de conectar a teoria da financeirização com a análise do crescimento e da crise da economia norte-americana. Em especial, foram criticadas a abordagem acerca dos determinantes do investimento produtivo e a interpretação do aumento da desigualdade

como causa da crise econômica. E a macroeconomia dos saldos de Godley foi reavaliada à luz dos dados, de forma a ressaltar o caráter endógeno dos saldos e, portanto, seu baixo poder explicativo.

Por último, no quarto capítulo, avaliamos a política econômica empreendida pelo governo norte-americano em resposta à crise, tanto a conduzida pelo Fed, quanto a conduzida pelo Tesouro. Após a decisão controversa de deixar quebrar o Lehman Brothers, em agosto de 2008, a ação conjunta de ambos conseguiu evitar o colapso do sistema financeiro. Porém, do ponto de vista do nível de atividade econômica, se, por um lado, foi possível evitar uma recessão mais longa e mais profunda, por outro lado, a guinada em direção à austeridade fiscal tem tolhido um maior crescimento da economia norte-americana. Dada a atual correlação de forças no sistema político norte-americano, os prognósticos de curto prazo não são os mais otimistas, sem perspectiva de uma retomada de crescimento acelerado.

APÊNDICE A: PROPENSÃO MARGINAL A GASTAR NO ESTADO ESTACIONÁRIO¹¹⁴

Como tradicionalmente é feito na abordagem *new Cambridge* vamos trabalhar como o setor privado agregado. Vamos aproveitar e mostrar a equivalência de se apresentar as normas em relação à renda disponível ou ao produto, desde que a carga tributária líquida de transferências e juros se mantenha constante. Sendo R ¹¹⁵ a riqueza financeira líquida do setor privado e NAFA a aquisição líquida de ativos financeiros, de acordo com macroeconomia dos saldos temos:

$$NAFA = \Delta R \quad (a.1)$$

Sendo $(C+I)$ o gasto privado agregado e YD , a renda disponível do setor privado, temos que a aquisição líquida de ativos é dada por:

$$YD - (C + I) = NAFA \quad (a.2)$$

Assumimos que o setor privado deseja manter uma determinada razão k' entre a sua riqueza financeira líquida e a sua renda disponível (YD), que pode ser expressa em termos da razão k entre riqueza financeira líquida e produto (Y), utilizada ao longo do capítulo 1:

$$k' = \frac{R}{YD} = \frac{R}{(1 - t')Y} = \frac{k}{(1 - t')} \quad (a.3)$$

Enquanto k for constante, a taxa de crescimento da riqueza financeira líquida e da renda disponível precisam ser as mesmas, para que as famílias mantenham a norma desejada:

$$\frac{\Delta R}{R} = \frac{\Delta YD}{YD} = \frac{\Delta Y}{Y} \quad (a.4)$$

Ou

$$\frac{NAFA}{R} = \frac{\Delta YD}{YD} = \frac{\Delta Y}{Y} \quad (a.4')$$

Isso implica que a aquisição líquida de ativos depende do crescimento da renda e da norma estoque-fluxo k :

¹¹⁴ Esse apêndice é baseado na formulação de Dixon (1982-83).

¹¹⁵ Assim como Godley e seus seguidores, desconsideraremos ganhos e perdas de capital.

$$NAFA = \frac{R \Delta YD}{YD} = k' \Delta YD = k'(1 - t')\Delta Y = k \Delta Y \quad (a.5)$$

Logo, como o crescimento da renda disponível pode ser expresso em termos de sua taxa de crescimento, temos:

$$NAFA = k' g YD = k g Y \quad (a.6)$$

Ou, como fizemos ao longo do capítulo, e usando letras minúsculas para expressar as magnitudes normalizadas pela renda disponível, temos:

$$nafa' = k' g = \frac{k g}{(1 - t')} = \frac{nafa}{(1 - t')} \quad (a.7)$$

A partir de a6 e a2 podemos escrever uma função gasto privado a partir da norma estoque fluxo k:

$$(C + I) = (1 - k' g)YD = \left(1 - \frac{k g}{(1 - t')}\right)(1 - t')Y \quad (a.8)$$

Numa economia em crescimento, existe uma acumulação líquida positiva de ativos financeiros. Godley, no entanto, costuma trabalhar com seus modelos em estado estacionário, que chama de forma pouco precisa de “*steady state*”. Com a taxa de crescimento igual a zero, temos que NAFA será igual a zero e os gastos privados iguais à renda disponível:

$$(C + I) = YD = (1 - t')Y \quad (a.9)$$

E, portanto, a propensão marginal a gastar é igual à unidade. A explicação para esse resultado vem da hipótese basilar do modelo de que a preocupação primordial do setor privado é manter uma determinada razão constante entre sua riqueza financeira líquida e sua renda disponível. Portanto, uma vez alcançada a razão desejada, todo incremento de renda precisa necessariamente ser gasto, para que não se amplie a riqueza. E Godley tinha perfeita clareza dessa característica do seu modelo:

“the conventional (elementary) assumption that consumption is some proportion, less than one, of disposable income, obviously cannot describe a steady-state since it implies (...) that the real stock of wealth is increasing without limits” (Godley, 1996: 16).

APÊNDICE B: PROPENSÃO MARGINAL A GASTAR A PARTIR DA RENDA E DA RIQUEZA NO ESTADO ESTACIONÁRIO

O mesmo resultado apresentado no apêndice anterior pode ser demonstrado num modelo no qual a função gasto privado depende da renda e também da riqueza:

$$(C + I) = q_1 YD + q_2 R = q_1 (1-t')Y + q_2 R \quad (b.1)$$

Já vimos que, em um estado estacionário, a variação da riqueza financeira líquida tem de ser igual a zero. Logo, podemos estabelecer a relação entre a função gasto e a norma estoque-fluxo

$$\begin{aligned} \Delta R = NAFA = YD - (C + I) &= YD - (q_1 YD + q_2 R) = \\ &= Y - T' - (q_1 (1-t')Y + q_2 R) = 0 \end{aligned} \quad (b.2)$$

$$R/YD = (1 - q_1) / q_2 = k' = k / (1-t') = R / (1-t')Y \quad (b.3)$$

A partir da primeira parte da igualdade expressa na equação b.3 podemos colocar a função gasto privado expressa em b.1 toda em termos de renda disponível.

$$\begin{aligned} C &= q_1 YD + q_2 ((1 - q_1) / q_2) YD = \\ &= q_1 (1-t')Y + q_2 ((1 - q_1) / q_2) (1-t')Y \end{aligned} \quad (b.4)$$

$$q_1 + q_2 ((1 - q_1) / q_2) = 1 \quad (b.5)$$

$$(C + I) = YD = (1-t')Y \quad (b.6)$$

No modelo em termos de renda e riqueza, chegamos a situação na qual, independente do valor da propensão marginal a gastar a partir da renda de curto-prazo (q_1), no longo prazo a propensão marginal a gastar necessariamente é igual a 1 para que se mantenha a característica básica do modelo: a estabilidade da razão entre a riqueza financeira líquida e a renda disponível do setor privado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- ARESTIS, P.; KARAKITSOS, E. (2004). *The Post-Bubble US Economy: Implications for Financial Markets and the Economy*, Palgrave Macmillan, 2004.
- BARBA, A. (2011). The US congress inquiry on the financial and economic crisis. *Contributions to Political Economy*, 30.
- BARBA, A.; PIVETTI, M. (2009). Rising household debt: its causes and macroeconomics implications – a long period analysis. *Cambridge Journal of Economics*, v 33.
- BARBA, A.; PIVETTI, M. (2011). Changes in income distribution, financial disorder and crisis. *In* Brancaccio, E.; Fontana, G (organizadores). *The global economics crisis: new perspectives on the critique of economic theory and policy*. New York: Routledge.
- BARBA, A.; PIVETTI, M. (2012). Distribution and accumulation in post-1980 advanced capitalism. *Review of Keynesian economics*, inaugural issue.
- BARBOSA-FILHO, N.; RADA, C.; TAYLOR, L.; ZAMPARELLI, L.; (2008). “Cycles and trends in US net borrowing flows”. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 30 (4), Summer.
- BASTOS, C. P. (2005). O keynesianismo-conservador americano: perspectivas na entrada do século XXI. VI Congresso Brasileiro de História Econômica, Conservatória.
- BHERING, G.; SERRANO, F. (2014). A restrição externa e a ‘lei de Thirlwall’ com endividamento externo. 42º Encontro Nacional de Economia da ANPEC, Natal.
- BHERING, G; FREITAS, F.N.P.; SERRANO, F. (2015). O supermultiplicador sraffiano e o papel da demanda efetiva nos modelos de crescimento. IE-UFRJ: *mimeo*.
- BLECKER, R.A. (2011). Global imbalances and the U.S. trade deficit. *Mimeo*. Publicado em: CYNAMON, B.Z., FAZZARI, S.M., SettErfield, M. (2013). *After the Great Recession: the struggle for economic recovery and growth*. New York: Cambridge University Press.
- BLECKER, R.A. (2014). Economic stagnation in the United States: underlying causes and global consequences. *Revista de Economia Política*, v34, n 4 (137).
- BLINDER, A.; ZANDI, M. (2010) How the great recession was brought to an end. *Mimeo*.
- BORTIS, H. (1997). *Institutions, behaviour, and economic theory: a contribution to classical-keynesian political economy*. Cambridge, New York: Cambridge University Press.
- BOYER, R. (2000). Is finance-led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, v 29, n 1.
- BRAGA, J.C.S. (2009). Crise sistêmica da financeirização e as incertezas das mudanças. *Estudos Avançados*, 23 (65), 89-102.

- BRAGA, J.C.S.; Cintra, M.A.M. (2004). Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. *In* Fiori, J.L. (org). O poder americano. Petrópolis: Editora Vozes.
- BRAGA, J. (2006). Raiz unitária, Inércia e Histerese: o debate sobre as mudanças da NAIRU na economia americana nos anos 1990. 2006. PhD dissertation- Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).
- BRODA, C.; Parker, J.A. (2008). The impact of the 2008 rebate. Acessado em: www.voxeu.org
- BRENNAN, D.M. (2014). ‘Too bright for comfort’: a kaleckian view of profit realization in the USA, 1964-2009. *Cambridge Journal of Economics*, v 38.
- CAGNIN, R. F. (2007). O mercado imobiliário e a recuperação americana após 2002. Campinas. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.
- CAGNIN, R. F. (2009a). Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano. *Revista de Economia Política*, v. 29.
- CAGNIN, R. F. (2009b). O ciclo de imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008. *Estudos Avançados*, 23 (66).
- CANIS, B.; WEBEL, B. (2013). The role of TARP Assistance in the restructuring of General Motors. Congressional Research Service: Report for Congress.
- CAVERZASI, E.; Godin, A. (2013). Stock-flow consistent modeling through the ages. New York: Levy economics institute, working paper 475.
- CECIONI, M.; FERRERO, G., SECCHI, A. (2011). Unconventional monetary policy in theory and in practice. Banca D’Italia Occasional Papers, Questioni di Economia e Finanza.
- CESARATTO, S., SERRANO, F., STIRATTI, A. (2003). Technical change, effective demand and employment. *Review of Political Economy*, v 15, n 1.
- CLARK, C. (1957). The conditions of economic progress. London: Macmillan.
- COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS, (2006). The White House: Economic Report of the President.
- CRIPPS, F.; GODLEY, W. (1976). A formal analysis of the Cambridge economic policy group model. *Economia*, 43 (172), 335-348.
- CRIPPS, F.; GODLEY, W.; FETHERSTON, J.J. (1974). Public expenditure and the management of the economy: memorandum to the Expenditure Committee. Ninth report from the Expenditure Committee, Public Expenditure, Inflation and the Balance of Payments. London: Her Majesty’s Stationery Office.
- CROTTY, J. (1990). Owner-management conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 12.

CUTHBERTSON, K. (1979), *Macroeconomic Policy – The New Cambridge Keynesian and Monetarist Controversies*, Macmillan New Studies in Economics.

DIXON, R. (1982-83). On the new Cambridge school. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v 5, n 2.

DOMAR, E. (1944). The “burden of the debt” and the national income. *American Economic Review*, v 34, n 4.

DOS SANTOS, C. H. (2004). Notas sobre a crescente (e peculiar) fragilidade financeira do capitalismo norte-americano. *Economia e Sociedade*, Campinas, n 2 (23).

DOS SANTOS, C. H. (2005). A stock-flow consistent general framework for formal Minskyan analyses of closed economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 27, n.4.

DOS SANTOS, C. H. (2006). Keynesian theorising during hard times: stock-flow consistent models as an unexplored frontier of Keynesian macroeconomics. *Cambridge Journal of Economics*, v. 30.

DOS SANTOS, C. H. ; Macedo e Silva, A. C. (2009). Revisiting (and Connecting) Marglin-Bhaduri and Minsky: A SFC look at financialization and profit-led growth 2009. *Levy Economics Institute Working Paper 567*.

DOS SANTOS C.; MACEDO E SILVA A. C. (2010). Revisiting ‘New Cambridge’: The Financial Balances in a General Stock-flow consistent applied modeling strategy. New York: Levy economics institute, Annadale-on-hudson working paper 594.

DUESENBERY, J. (1956). Innovation and growth. *American Economic Review*, v 66, pp 134-141.

EATWELL, J. (2013). Quantitative easing and systemic risk. *Palestra proferida no banco central argentino, mimeo*.

EICHENGREEN, B. (2008). Ten questions about the subprime crisis. *Banque de France, Financial Stability Review – Special issue on liquidity*, n 11.

EPSTEIN, G.A. (org.) (2005). *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar.

FAIR, R.C. (2013). *Macroeconometric Modeling*. Acessado em: [www.http://fairmodel.econ.yale.edu/mmm2/mm.pdf](http://fairmodel.econ.yale.edu/mmm2/mm.pdf)

FEDERAL RESERVE SYSTEM (2014a). Term Securities Lending Facility (TSLF) and TSLF Options Program (TOP). Sítio na internet: http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_tslf.htm

FEDERAL RESERVE SYSTEM (2014b). Commercial Paper Funding Facility (CPFF). Sítio na internet: http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_cpff.htm

FREITAS, F.N.P.; DWECK, E. (2013). Patterns of Economic Growth in the Brazilian Economy 1970-2007: a demand-led growth perspective, *in* LEVRERO, E.S.; PaLumbo,

A.; SIRATTI, A. Sraffa and the reconstruction of economics theory: volume two, aggregate demand, policy analysis and growth. Palgrave Macmillan.

FREITAS, F.N.P.; SERRANO, F. (2015). Growth rate and level effects, the stability of the adjustment of capacity to demand and the sraffian supermultiplier. *Review of Political Economy*, *forthcoming*.

FULLWILER, S., WRAY, L.R. (2010). Quantitative easing and proposals for reform of monetary policy operations. Working paper 645, Levy Economics Institute.

GODLEY, W. (1996). Money, finance and national income determination: an integrated approach. New York: Levy economics institute, working paper 167.

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

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

GODLEY, W.; IZURIETA, A. (2003a). 'Coasting on the Lending Bubble. Both in the U.K. and the U.S.' Cambridge Endowment for Research in Finance Strategic Analysis, June.

GODLEY, W.; IZURIETA, A. (2003b). 'The lending bubble not (just) the house price bubble.' Cambridge Endowment for Research in Finance Strategic Analysis.

GODLEY, W.; IZURIETA, A. (2004). Balances, imbalances and fiscal targets: a new Cambridge view. CERF Cambridge Endowment for Research in Finance, University of Cambridge.

GODLEY, W.; IZURIETA, A. (2009). The US economy: weakness of the 'strong' recovery. *PSL Quarterly Review*, v 62.

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

GODLEY, W.; MCCARTHY, G. (1998). Fiscal policy will matter. *Challenge*, v 4, n1.

GODLEY, W.; PAPADIMITRIOU, D.; Dos SANTOS, C.H.; ZEZZA, G. (2005). The United States and her creditors: can the symbiosis last? Levy Institute: Strategic Analysis.

GODLEY, W.; PAPADIMITRIOU, D.; HANNSGEN, G.; ZEZZA, G. (2007). The US economy - Is there a way out of the woods? Annandale-upon-Hudson, NY: Levy Institute, (Economics Strategic Analysis Archive, n. 07-11).

GODLEY, W.; PAPADIMITRIOU, D.B.; ZEZZA, G. (2008). Prospects for the United States and the world: a crisis that conventional remedies cannot resolve. Levy Institute: Strategic Analysis, December.

GODLEY, W., WRAY, L. R. (1999). Can Goldilocks survive. The Levy Economics Institute Policy Note, 1999/4.

- GREEN, R. (1997). Follow the leader: how changes in the residential and non-residential investment predict changes in GDP. *Real State Economics*, vol.25, 5.
- GREENSPAN, A. (2007). *A era da turbulência*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- HAAVELMO, T. (1945). Multiplier effects of balanced budget. *Econometrica*, v 13, n 4.
- HEIN, E. (2011). “Financialization”, distribution and growth. *In* Hein, E., Stockhammer, E. *A modern guide to Keynesian macroeconomics and economic policies*. Cheltenham: Edward Elgar.
- HEIN, E. (2013). Finance-dominated capitalism and re-distribution of income: a Kaleckian perspective. *Cambridge Journal of Economics*, advanced access.
- HEIN, E.; VOGEL, L. (2008). Distribution and growth reconsidered –empirical results for Austria, France, Germany, the Netherlands, the UK and the USA. *Cambridge Journal of Economics*, 32(3), pp. 479-511.
- JOHNSON, N.; Oliff, P.; WILLIAMS, E. (2010). *An Update on State Budget Cuts*. Center on Budget and Policy Priorities Report.
- KEYNES, J M (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- KLIMAN, A., WILLIAMS, S.D. (2015). Why ‘financialization’ hasn’t depressed US productive investment. *Cambridge Economic Journal*, v 39.
- KOTZ, D. (2008). Contradictions of economic growth in the neoliberal era: accumulation and crisis in the contemporary US economy. *Radical Review of Political Economics* v 40, n 2.
- KURZ, H D (2010), ‘Keynes, Sraffa and the Latter’s ‘Secret Scepticism’’, in Bateman, B, Hirai, T and Marcuzzo (eds.), pp.184-204.
- LABONTE, M. (2010). *Financial turmoil: Federal Reserve policy responses*. Congressional Research Service: Report for Congress.
- LAVOIE, M. (2010). Changes in central bank procedures during the subprime crisis and their repercussions on monetary theory. *Levy Institute: working paper* 606.
- LAZONICK, W., O`SULLIVAN, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, v 29, n 1.
- LEAMER, E. (2007). *Housing is the business cycle*. NBER working paper, n 13428.
- LEITE, F.P. (2012). *Macrodinâmica à Keynesiana: uma travessia com consistência entre fluxos e estoques a partir do encadeamento de curtos períodos do multiplicador*. Campinas: Unicamp, PhD dissertation – mimeo.
- LEITE, F.P. (2015). Taking Godley’s ratio seriously. *Metroeconomica*, v. 66, *issue* 3.
- LERNER, A. (1943). *Functional Finance and the Federal Debt*. *Social Research*, 10.

- MACEDO E SILVA, A. C.; DOS SANTOS, C. H. (2011). Peering over the edge of the short period? The Keynesian roots of stock-flow consistent macroeconomic models. *Cambridge Journal of Economics*, v. 35.
- MAKI, D. (2000). The growth of consumer credit and the household debt service burden. Federal Reserve Board, Feb. (Finance and Economics Discussion Series).
- MATA, T. (2006). The importance of being Cambridge: old school, new school and Cambridge journal in the 1970s. 11th Annual European Conference on the History of Economics.
- MCNICHOL, E.; OLIFF, P.; JOHNSON, N. (2010). Recession Continues to Batter State Budgets; State Responses Could Slow Recovery. Center on Budget and Policy Priorities Report.
- MIAN, A.; SUFI, A. (2014). House of debt: how they (and you) caused the great recession, and how we can prevent it from happening again. University of Chicago Press.
- MILBERG, W. (2008). Shifting sources and use of profits: sustaining US financialization with global value chains. Paris: CEPN/SCEP conference.
- MILBERG, W.; WINKLER, D. (2010). Financialization and the dynamics of offshoring in the USA. *Cambridge Journal of Economics*, v 34.
- MINSKY, H.P. (1975). John Maynard Keynes. New York: Columbia University Press.
- MINSKY, H.P. (1986). Stabilizing an unstable economy. New Haven: Yale University Press.
- NIKIFOROS, M. (2012). On the ‘utilization controversy’: a theoretical and empirical discussion of the kaleckian model of growth and distribution. Levy Institute: working paper n 739.
- NY TIMES (2008). Bailout plan wins approval; Democrats vow tighter rules. Edição de 04 de outubro.
- OCDE (2001). Economic Outlook. Paris: OECD Publications.
- PALLEY, T. (2013). Financialization: the economics of finance capital domination. Palgrave Macmillan.
- PALLEY, T. (2015). Monetary policy at the zero lower bound and after: a reassessment of quantitative easing and the critique of the federal reserve’s proposed exit strategy. *Metroeconomica*, v 66, n 1.
- PAPADIMITRIOU, D.; ZEZZA, G.; HANNSGEN, G. (2006a). “Can global imbalances continue? Policies for the US economy”. Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, New York: Levy Economic Institute.
- PAPADIMITRIOU, D.; ZEZZA, G.; HANNSGEN, G. (2006b). Can the growth in the US current account deficit be sustained? The growing burden of servicing foreign-owned US debts. Levy Institute: Strategic Analysis.

- PIVETTI, M. (1989). Military expenditure and economic analysis: a review article. *Contributions to Political Economy*, v 8.
- PIVETTI, M. (1991). *An essay on money and distribution*. London: Macmillan.
- PIVETTI, M. (1992). Military spending as a burden on growth: an ‘underconsumptionist’ critique. *Cambridge Journal of Economics*, v 16.
- RAJAN, R. G. (2010). *Fault lines. How hidden fractures still threaten the world economy*. Princeton: Princeton University Press.
- RANCHETTI, F (2001), ‘On the Relationship between Sraffa and Keynes’, in COZZI, T. and MARCHIONATTI, R. (eds.). *Piero Sraffa’s political economy: a centenary estimate*. London, New York: Routledge.
- SACK, B.P. (2010). Reflections on the TALF and the Federal Reserve’s role as liquidity provider. Remarks at the New York Association for Business Economics, New York, 9 de junho.
- SCHODER, C. (2014). Effective demand, exogenous normal utilization and endogenous capacity in the long run: evidence from a cointegrated vector auto-regression analysis for the USA. *Metroeconomica*, v 65, n 2.
- SERRANO, F. (1995). “Long Period Effective Demand and the Sraffian Supermultiplier”, *Contributions to Political Economy*, 14, pp. 67-90.
- SERRANO, F. (1996). *The Sraffian Supermultiplier*. Unpublished dissertation, Cambridge University, England.
- SERRANO, F. (2000). A soma das poupanças determina o investimento? IE- UFRJ, *mimeo*. Publicado em: *Archetypon*, v. 8 (23).
- SERRANO, F. (2002). Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, v 11, n 2 (19).
- SERRANO, F. (2004). Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. In Fiori, J.L. (org). *O poder americano*. Petrópolis: Editora Vozes.
- SERRANO, F (2006). Notas sobre o ciclo, a tendência e o supermultiplicador. IE-UFRJ, *mimeo*.
- SERRANO, F (2008a). A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial nos anos 2000. In Fior, J.L.; Medeiros, C.; Serrano, F. *O mito do colapso do poder americano*. Rio de Janeiro: Editora Record.
- SERRANO, F. (2008b). Los trabajadores gastan lo que no ganan: Kalecki y la economía americana em los años 2000. *Revista Circus*, v1, septiembre.
- SERRANO, F.; BRAGA, J. (2006). O mito da contração fiscal expansionista durante o governo Clinton. *Economia e Sociedade (UNICAMP)*, v. 15.
- SHAIKH, A. (2011). Three balances and twin-deficits: Godley versus Ruggles and Ruggles. *New School for Social Research: mimeo*. Publicado em: PAPANITRIU, S.

- D.B.; ZEZZA, G. (2012). Contributions to stock-flow modeling: essays in honor of Wynne Godley. New York: Palgrave Macmillan.
- SOLOW, R.M. (1983) ‘Comment on Godley’, in D. Worswick and J. Trevithick (eds), Money and the Modern World (Cambridge: Cambridge University Press), pp. 162–68.
- SRAFFA, P (1932), ‘Dr. Hayek on Money and Capital’, Economic Journal, 42, pp.42-53.
- SRAFFA, P. (1960). Production of commodities by means of commodities: prelude to a critique of economic theory. Cambridge University Press.
- STIRATTI, A. (2013). Alternative “closures” to Sraffa’s system – some reflections in the light of the changes “functional” income distribution in the United States, *in* LEVRERO, E.S.; PALUMBO, A.; SIRATTI, A. SRAFFA and the reconstruction of economics theory: volume one, theories of value and distribution. Palgrave Macmillan.
- STOCKHAMMER, E. (2004). Financialization and the slowdown of accumulation. Cambridge Journal of Economics, v 28, n5.
- STOCKHAMMER, E. (2005-6). Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle. Journal of Post-Keynesian Economics, v 28.
- STOCKHAMMER, E. (2008). Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. Competition and change, 12, 189-207.
- STOCKHAMMER, E. (2013). Rising inequality as a cause of the present crisis. Cambridge Journal of Economics, advanced access.
- STOCKHAMMER, E; ONARAM, Ö (2004). Accumulation, distribution and employment: a structural VAR approach to a kaleckian macro-model. Structural change and economic dynamics, v 15, n 4, 421-447.
- STOCKHAMMER, E; ONARAM, Ö; EDERER, S. (2009). Functional income distribution and aggregate demand in the Euro area. Cambridge Journal of Economics, v 33, n , 139-159.
- TAYLOR, L. (2008). A foxy hedgehog: Wynne Godley and the macroeconomic modeling. Cambridge Journal of Economics, v 32.
- TCHERNEVA, P.R. (2011). Fiscal policy effectiveness: lessons from the Great Recession. Working paper 649, Levy Economics Institute.
- TEIXEIRA, L. (2010). Uma investigação sobre o endividamento dos trabalhadores norte-americanos dos anos 1980 aos anos 2000. Dissertação de mestrado não publicada, IE-Unicamp.
- TEIXEIRA, L. (2011). Uma investigação sobre a desigualdade na distribuição de renda e o endividamento dos trabalhadores norte-americanos dos anos 1980 aos anos 2000. Revista Tempo do Mundo, v. 3.

- TOBIN, J. (1997). Comment by James Tobin, pp. 299–304 in Pollin, R. (ed.) *Macroeconomics of Saving, Finance and Investment*, Ann Arbor, University of Michigan Press.
- TORRACA, J. (2014). *Fragmentação produtiva e cadeias globais de valor: uma análise dos conceitos e medidas de competitividade*. GIC-IE-UFRJ, *mimeo*.
- US HOUSE OF REPRESENTATIVES (2008). Economic Stimulus Act. Public Law 110-185
- US HOUSE OF REPRESENTATIVES (2008). Emergency Economic Stabilization Act. Public Law 110-343.
- US HOUSE OF REPRESENTATIVES (2008). Dodd-Frank Act. Public Law 111-203.
- US HOUSE OF REPRESENTATIVES (2009). American Recovery and Reinvestment Act. Public Law 111-5.
- VAN TREECK, T. (2008). Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies: an ARDL-based approach. *Metroeconomica*, 12, 543-549.
- VAN TREECK, T. (2014). Did inequality cause the US financial crisis? *Journal of Economic Surveys*, v 28, n 3, 421-448.
- WAHID, A.N.M. (1992). Theory and evidence of the new Cambridge private expenditure model: a survey of the literature. *Seoul Journal of Economics*, v5, n 1.
- WAISANEN, B. (2010). *State Tax and Expenditure Limits - 2010*. Washington, D.C.: National Conference of State Legislatures.
- WEBEL, B. (2013). *Troubled asset relief program (TARP): implementation and status*. Congressional Research Service: Report for Congress.
- WEBEL, B. e Canis, B. (2012). *TARP assistance for Chrysler: restructuring and repayment issues*. Congressional Research Service: Report for Congress.
- WEBEL, B. e LABONTE, M. (2010). *Government interventions in response to financial turmoil*. Congressional Research Service: Report for Congress.
- WOLFF, E. N. (2010). Rising profitability and the middle class squeeze. *Science & Society*, v 47, n 3.
- WRAY, R. (2006). *Twins deficits and sustainability*. Policy Note. Annandale on Hudson, New York: Levy Economics Institute.
- ZELMAN, I.; McGill, D.; Speer, J; Ratner, A. (2007). *Mortgage liquidity du jour: underestimated no more*. Sector Review, Credit Suisse.
- ZEZZA, G. 2009. *Fiscal Policy and the Economics of Financial Balances*. Working Paper 569. Annandale on Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.