Universidade Estadual de Campinas

**Projeto de Pesquisa**

**Endividamento, Crescimento e Crise da** **Economia Norte-Americana nos Anos 2000**

Lucas Azeredo da Silva Teixeira

***Campinas, setembro de 2016***

Sumário

[1. Introdução 1](#_Toc463193778)

[1.1 Contexto histórico 2](#_Toc463193779)

[1.2 Interpretações Alternativas 4](#_Toc463193780)

[2. Objetivos 9](#_Toc463193781)

[2.1 Objetivos Gerais 9](#_Toc463193782)

[2.2 Objetivos Específicos 9](#_Toc463193783)

[3. Metodologia 10](#_Toc463193784)

[4. Bibliografia 11](#_Toc463193785)

# Introdução

## 1.1 Contexto histórico

Nos anos 2000 a economia norte-americana passou por situações bastante distintas. Quando, em 2001, parecia que entraria em uma recessão, em decorrência do estouro da bolha da nova economia[[1]](#footnote-2), houve uma rápida recuperação da atividade econômica. No próprio ano de 2001 apresentou crescimento pequeno, porém positivo. Em seguida, ocorre um ciclo de 6 anos de crescimento, entre 2002 e 2007. Este ciclo, como costuma acontecer na economia norte-americana, foi puxado pelo investimento residencial (Leamer, 2007; Cagnin, 2009b). Porém, ainda antes da crise, muitos começaram a perceber que o comportamento de preços de imóveis apresentava certas peculiaridades (Cagnin, 2007): aumentaram muito e por muito tempo. Essa bolha impactou de forma significativa a demanda agregada e, consequentemente, o crescimento econômico no período. Também é fundamental para explicar a crise econômica pela qual passou a economia norte-americana e da qual ainda vêm se recuperando[[2]](#footnote-3).

Já em 2005, o investimento residencial começou a dar sinais de reversão. Desacelerou ao longo do ano, apresentando uma queda de 0,9% no quarto trimestre. Em 2006, chegou ao fim o período de juros baixos de muitos contratos de hipotecas[[3]](#footnote-4), 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. Concomitantemente, houve um 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. E, portanto, até o ano de 2007, continuou a crescer, só entrando em recessão em 2008.

Sem entrar em muitos detalhes do colapso do sistema de financiamento imobiliário e suas consequências para o resto do sistema financeiro, podemos afirmar que as condições de crédito mais apertadas e o aumento da inadimplência fez reduzir as avaliações de risco dos títulos securitizados (*mortgage-backed securities*, MBS; *collateralized debt obligations,* CDO; e *asset-backed securities,* ABS) por parte das agências de *rating*. 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. Gerou também 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, a ser analisada na seção seguinte.

Em 2007, a crise já havia atingido todo o sistema financeiro, e o investimento residencial, que havia sido um dos motores do ciclo de crescimento, já 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. 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 (Teixeira e Bastos, 2015).

Dada à severidade da crise e todas as suas ramificações por dentro do sistema financeiro, a intervenção do governo possuiu aspectos fora do comum. Foram levadas a cabo políticas fiscais de caráter mais tradicional, que visavam manejar a demanda agregada, foram antecipadas algumas medidas já previstas (como a remuneração das reservas bancárias), e também foram formuladas e implementadas políticas em caráter extraordinário (Lavoie, 2010; Blecker, 2014).

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 *yeld 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 do setor privado, pela compra de títulos públicos e de ativos lastreados em dívidas hipotecárias, garantidos pelas *Government Sponsored Enterprise*s. Entretanto, não se pode afirmar de forma unívoca que o resultado alcançado tenha sido o desejado (Eatwell, 2013; Teixeira e Bastos, 2015).

O Tesouro, que não possui entre suas atribuições 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 (Webel e Labonte, 20120; Webel, 2013).

Alguns autores afirmam que a política fiscal tradicional, no imediato pós-crise, foi fundamental para manter a demanda agregada em níveis toleráveis, ou, em outras palavras, evitar uma recessão profunda (Blecker, 2014). 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 sequencia de outras recessões (Teixeira e Bastos, 2015).

## 1.2 Interpretações Alternativas

Para os economistas ligados as correntes que compõem o *mainstream* do pensamento econômico a crise foi, com poucas exceções, uma grande surpresa. Os economistas ligados a correntes teóricas alternativas, por sua vez, pareciam estar mais atento ao que de fato estava acontecendo. Sintomático disso é a afirmação de Braga (2009), segundo o qual essa foi, provavelmente, a crise mais previamente anunciada de todo o pós-guerra. Não teriam faltado estudos apontando que a economia norte-americana estava se “afogando” em dívidas, questionando a sustentabilidade desse processo, do ciclo de preços de imóveis e do próprio crescimento econômico. O que surpreendera de fato foi a extensão da crise, o montante de dívidas privadas acumuladas e o rastro deixado no sistema financeiro por essa ampliação do crédito. Um dos processos que mais chamou atenção foi o crescente endividamento das famílias norte-americanas.

Não obstante, pode-se afirmar que 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 (Godley, 1999).

Antes da “grande recessão”, essa abordagem já era aplicada à economia americana há pelo menos 10 anos, mas estava longe de ser consensual, como o próprio Godley percebia (Godley *et al*., 2007), estando restrita basicamente aos economistas ligados ao Levy Institute. Porém, com a eclosão da crise, esta corrente ganhou notoriedade. Na visão de muitos, estes possuiriam, não apenas, o arsenal teórico para compreender a crise, como a haviam previsto. Com isso, economistas de filiações diversas dentro do campo heterodoxo passaram a adotar a macroeconomia da consistência entre fluxos e estoques. Criou-se um quase consenso dentre economistas keynesianos que o futuro do campo estaria justamente nesta abordagem teórica.

Outra parcela da literatura heterodoxa que ganhou destaque foi a dos modelos de financeirização, que, por sua vez, propõem uma fusão entre a macroeconomia dos saldos de Godley e a tradição kaleckiana-steindliana (Hein, 2011). Os autores proponentes dessa abordagem tentam formalizar a influência da financeirização sobre distribuição funcional da renda, investimento privado e consumo das famílias para assim mostrar o impacto deste fenômeno na alteração dos regimes de crescimento que as economias podem passar. É interessante notar que, por virem da tradição de modelos neo-kaleckiano, o ritmo de acumulação de capital é enfatizado como a força motriz do crescimento econômico. Logo, quando muda o padrão de crescimento de alguma economia, sempre buscam a explicação do que pode ter afetado o investimento.

Para os autores ligados a abordagem da financeirização, a conexão entre investimento e crescimento é bastante direta (Stockhammer, 2004: 719). Como entendimento da dinâmica do crescimento econômico coloca o peso central na acumulação do capital, normalmente deixa de fora o papel dos gastos autônomos, como o investimento residencial e o consumo de duráveis que pareceu desempenhar papel bastante relevante para explicar o comportando da economia norte-americana nos anos 2000 (Teixeira, 2011 e 2015).

Nesta literatura, 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 a 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 crescessem. 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.

Outro ponto comumente apresentado por esses autores ligados à abordagem da financeirização é que o aumento da desigualdade foi uma das causas da crise[[4]](#footnote-5), 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[[5]](#footnote-6). 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 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 componentes de gasto. 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 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.

O seu último argumento pode ser sintetizado na seguinte frase “*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. Cabe destacar também que não se especula com renda, mas com riqueza.

Além disso, há diversos outros autores que deram contribuições para o entendimento dos impactos macroeconômicos de bolhas de ativos e para as políticas econômicas adequadas para se lidar com crises do tipo enfrentada pela economia norte-americana. Essas contribuições já foram mapeadas, mas ainda precisam se integradas de forma consistente.

Blinder e Zandi (2010) e Geithner (2014), por exemplo, defendem que a resposta adequada à crise *suprime* de 2008 era salvar os bancos e o sistema financeiro. Isso seria o suficiente para destravar o crédito e impulsionar os gastos privados, tirando a economia da crise. Mian e Sufi (2014), por sua vez, criticam essa interpretação, que chamam de “*banking view*”. Afirmam que a crise causou uma redistribuição de riqueza, pois a maior parte das famílias tinha uma riqueza líquida pequena, dado que teriam como principal ativo os imóveis, porém, em geral, hipotecados. Já as poucas famílias mais ricas teriam grande participação de ativos financeiros na sua riqueza e pouca dívida. Ao salvar os bancos, apenas a riqueza das famílias mais abastadas foi protegida. A política econômica mais adequada, portanto, seria salvar as famílias endividadas. Isso salvaria de forma indireta os bancos credores e recuperaria de forma mais rápida a capacidade de gastos em consumo de duráveis e em investimento residencial, necessários para reativar o crescimento da economia norte-americana.

Nesse sentido, também se junta a contribuição de Koo (2009), feita a partir da análise da estagnação da economia japonesa nos anos 1990 e 2000. Esse autor aponta que a crise da economia norte americana, tal como a japonesa, é uma *balance-sheet recession*, na qual os agentes entram num processo de desalavancagem e fuga de dívidas, que tolhe o crescimento da demanda agregada.

Perez (2002 e 2009) afirma que esses tipos de bolha seriam reflexos do processo de destruição criativa e, portanto, seriam “bolhas úteis” (Eatwell, 2004). Apesar de constituírem processos induzidos por comportamentos irracionais dos agentes, tal como analisado por Kindleberger (1978), ao encorajar a inovação financeira, poderiam mitigar ineficiências de mercado que inibem importantes progressos econômicos e sociais (Eatwell, 2004).

Jordà, Schularick e Taylor (2014), por sua vez, apontam um processo de “hipotecarização” (*mortgaging*) das economias desenvolvidas, de uma forma geral. Ou seja, de um aumento do peso do crédito imobiliário na geração do crédito bancário e um aumento do impacto macroeconômico da dinâmica imobiliária. Para esses autores, quanto mais alavancadas forem as bolhas, mas perigosas se tornam para a estabilidade econômica.

Turner (2015) apresenta um mecanismo um pouco mais complexo. O crédito bancário nos anos 2000 nos EUA foi canalizado fortemente para hipotecas de imóveis velhos. Isso gerou uma bolha de ativos, sem inflação de demanda. A inflação baixa e estável não demandou manejo mais arrojado da taxa de juros por parte do FED e, portanto, a bolha de ativos não foi estourada. Na visão de esse autor, configurou-se na economia norte-americana um caso de bolha sem um *boom* de demanda agregada.

# Objetivos

## 2.1 Objetivos Gerais

Essa pesquisa tem como objetivo estudar o processo de endividamento, crescimento e acumulação que culminou na crise de 2008, a maior crise desde o *crash* de 1929 e a depressão dos anos 1930. Em particular pretende-se analisar de que forma a bolha de ativos que ocorreu nos anos 2000 – uma bolha de preços de imóveis – influenciou o comportamento da demanda agregada, e, com isso, explicar a dinâmica econômica do período. Para tanto, pretende-se integrar diversos elementos apontados na literatura resenhada acima para elucidar a forma que a inflação de ativos explica os elementos de tendência, ciclo e crise na economia norte-americana.

## 2.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos a seguir não necessariamente correspondem a um ordenamento da elaboração da pesquisa. Representam apenas diferentes dimensões do objeto de estudo e do trabalho de pesquisa. Tais objetivos, portanto, podem ser revistos ou ampliados à medida que se avance na revisão da literatura e na análise dos dados.

(i) Estudar de que forma a bolha de preços de imóveis influenciou a demanda agregada da economia norte-americana nos anos 2000, em particular, sua influência sobre o investimento residencial e o consumo de duráveis.

(ii) Avaliar empiricamente por meio de métodos econométricos o poder explicativo para a dinâmica do investimento residencial do índice proposto em Teixeira (2015), como uma forma de sintetizar as condições de financiamento imobiliário e a inflação de preços de imóveis.

(iii) Estudar as principais formas de intervenção do setor público durante e após a crise de 2008. Em especial, pretende-se avaliar de que forma a ação do Tesouro norte-americano pode ter causado ou não uma redução do espaço fiscal e as transformações e inovações da política econômica em tempos de crise, como, por exemplo, o *quantitative easing* feito pelo FED.

(iv) Dada a importância do investimento residencial para explicar o ciclo da economia norte-americana, e a importância dos preços dos imóveis para explicar o investimento residencial, para se avaliar as perspectivas de recuperação da economia norte-americana é fundamental entender os possíveis impactos da política fiscal e a política monetária implementadas a partir de 2008 nesses preços.

# Metodologia

Será empregada revisão da bibliografia relevante para se realizar a crítica das diferentes interpretações e análises da evolução da economia norte-americana nos anos 2000. Além disso, será utilizada uma metodologia de decomposição do crescimento, tal como desenvolvida em Serrano (2008), Freitas e Dweck (2013) e Serrano e Teixeira (2013), de acordo com a qual se almeja aferir com mais precisão a contribuição dos diferentes componentes da demanda agregada ao crescimento econômico. Serão consultadas as bases de dados do Bureau of Economic Analysis, do Bureau of Labor Estatistics e do Federal Reserve Economic Data (FRED) do FED de St. Louis, dentre outras que se mostrarem relevantes.

# Bibliografia

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*.

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.

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).

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.

EATWELL, J. (2004). Useful Bubbles. Contributions to Political Economy, v. 23.

EATWELL, J. (2013). Quantitative easing and systemic risk. Palestra proferida no banco central argentino, *mimeo*.

EPSTEIN, G.A. (org.) (2005). Financialization and the world economy. Cheltenham: Edward Elgar.

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.

GEITHNER, T. F. (2014). Stress test: reflections on the financial crises. New York: Broadway Books.

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

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).

KINDLEBERGER, C. P. (1978). Manias, panics and crashes: a history of financial crises. Basing-stoke: Palgrave.

HEIN, E. (2011). “Finacialization”, 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 perpective. 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.

JORDÀ, O.; SCHULARICK, M.; TAYLOR, A. M. (2014). The great mortgaging: housing finance, crises, and business cycles. NBER working paper 2051.

KOO, R. (2009). The holy grail of macroeconomics: lessons from Japan’s great recession. Singapore: John Wiley & Sons.

LAVOIE, M. (2010). Changes in central bank procedures during the subprime crisis and their repercussions on monetary theory. Levy Institute: working paper 606.

LEAMER, E. (2007). Housing is the business cycle. NBER working paper, n 13428.

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.

PALLEY, T. (2013). Financialization: the economics of finance capital domination. Palgrave Macmillam.

PEREZ, C. (2002). Technological revolutions and financial capital: the dynamics of bubbles and golden ages. Cheltenham: Edward Elgar.

PEREZ, C. (2009). Technological roots and structural implications of the double bubble at the turn of the Century. CERF Working paper No. 31, SPRU, Sussex

RAJAN, R. G. (2010). Fault lines. How hidden fractures still threaten the world economy. Princeton: Princeton University Press.

SERRANO, F. (2008). Los trabajadores gastan lo que no ganan: Kalecki y la economia 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.

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

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.

TEIXEIRA, L. (2012), “Deficits and debts in the U.S. economy: a critique to Godley’s imbalances approach to macroeconomics.” Trabalho apresentado em workshop of theoretical and applied studies in classical political economy. Roma: Centro di Ricerche e Documentazione Piero Sraffa, 2012.

TEIXEIRA, L. (2015). O crescimento liderado pela demanda na economia norte-americana nos anos 2000: uma análise a partir do supermultiplicador sraffiano com inflação de ativos. Tese de doutorado (não publicada) submetida ao PPGE-IE-UFRJ.

TEIXEIRA, L.; BASTOS, C. M. P. (2015). Política econômica em tempos de crise: a reação do governo norte-americano à crise *subprime*. Anais do Encontro Nacional de Economia (Anpec), Florianópolis.

TURNER, A. (2015). Between debt and the devil: money, credit, and fixing global finance. Princeton: Princeton University Press.

WEBEL, B. (2013). Toubled asset relief program (TARP): implementation and status. 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.

1. Para a análise da economia norte-americana nos anos 1990 até o estouro da bolha da nova economia, ver Serrano e Braga (2006). [↑](#footnote-ref-2)
2. Para a análise do papel do investimento residencial na recuperação da economia norte-americana após 2001, ver Cagnin (2007). Para uma análise dos efeitos da bolha de preços de imóveis sobre a demanda agregada, ver Teixeira (2015). [↑](#footnote-ref-3)
3. Muitos contratos de crédito imobiliário possuíam taxas de juros reajustáveis. De forma geral, depois de alguns anos de taxas mais baixas, elas normalmente eram reajustadas com aumento considerável (Cagnin, 2009a). [↑](#footnote-ref-4)
4. 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. [↑](#footnote-ref-5)
5. 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). [↑](#footnote-ref-6)