

A financeirização do consumo e o problema da geração de demanda agregada nos EUA

Lídia Brochier*

Resumo: O presente artigo parte do conceito de financeirização para analisar como esse processo se relaciona com o consumo. Examina-se o consumo financeirizado na economia dos Estados Unidos, onde ele se apresenta de maneira mais abrangente e profunda. Muitas são as causas atribuídas à expansão do consumo e do endividamento nas últimas décadas, entre as quais estão a estagnação do crescimento dos salários no mercado de trabalho norte-americano associada ao processo de desregulamentação financeira que se desdobra em inovações que ampliam o crédito ao consumidor e contribuem para a expansão dos gastos das famílias – principalmente por meio do mercado hipotecário nos anos 2000 –, as próprias características culturais e sociais do país (a mentalidade do enriquecimento rápido e o consumismo) e as modificações na política monetária do Fed. A partir dos fatores que explicam a dinâmica do consumo e do contexto da crise financeira, aborda-se o problema da geração de demanda agregada no país e conclui-se com o questionamento de quais seriam a sustentabilidade e as limitações desse padrão de crescimento puxado pelo consumo financeirizado.

Palavras-chave: financeirização – consumo – Estados Unidos – endividamento – crise – demanda agregada.

Abstract: This paper departs from the concept of financialization to analyze how this process relates to the consumption. It examines the ‘finance-led’ consumption on the U.S. economy, where it presents itself in its deepest and broader manner. There are many causes to which the increased consumption and indebtedness is attributed, among them we can quote the stagnant wages at U.S. labor markets associated with the process of financial deregulation revealed through innovations that extend consumer credit and contribute to broaden household’s expenditure – mainly through the mortgage market in the 2000’s –, besides the cultural and social features of the country (fast enrichment spirit and consumerism) and the changes of Fed’s monetary policy. Based on the factors that explain the consumption dynamics and on the crisis context, it addresses the aggregated demand creation problem in the country and it concludes with the issue of what would be the sustainability and the limitations of this financialized consumption-led growth pattern.

Key-words: financialization – consumption – United States – indebtedness – crisis – aggregated demand.

Sessões Ordinárias

Área 5 – Dinheiro, finanças internacionais e crescimento

Subárea 5.2 – Economia e finanças internacionais

* Mestranda em economia pelo instituto de economia da UNICAMP.
Email: lidiabrochier@gmail.com.

1 Introdução

A análise do consumo agregado sempre apresentou grande complexidade, tanto do ponto de vista teórico quanto do empírico. Keynes no livro III da *Teoria Geral* enfatiza as dificuldades que a análise dessa variável implica.

Na macroeconomia em geral, dá-se muita importância ao estudo do investimento, sendo a atenção dispensada ao consumo infinitamente menor.

Porém, dado o padrão de crescimento das economias ocidentais, principalmente dos Estados Unidos, no período recente e a crise que o atingiu, nota-se a necessidade de explorar a influência do consumo – e as modificações desse consumo – nesses países e a sua relação com um processo mais geral que tem dominado muitos aspectos do capitalismo, a ‘financeirização’.

Os dados mostram que não há como menosprezar a relevância desse componente da demanda agregada. Nos Estados Unidos, o consumo das famílias compõe aproximadamente 72% do PIB¹. No Brasil, o consumo das famílias já está em torno de 60% do PIB².

Considerando-se isso, o presente artigo procura analisar, por meio de uma revisão bibliográfica, como o fenômeno da financeirização atinge o consumo e como o consumo tem tido um papel relevante nesse capitalismo liderado pelas finanças.

Para isso, numa primeira seção, analisa-se a relação entre consumo e financeirização. Tanto o processo histórico de desregulamentação das finanças tem influência sobre o modo como as famílias consomem quanto esse consumo modificado auxilia na expansão do sistema baseado cada vez mais em ganhos fictícios.

Em seguida, avalia-se como o consumo financeirizado vinha se expandindo na economia dos Estados Unidos³, que é onde o fenômeno se apresenta com maior clareza e profundidade, até a eclosão da crise financeira de 2007-2009. A partir disso, de maneira especulativa, questiona-se qual a viabilidade desse padrão de crescimento baseado no ‘consumidor em última instância’⁴, visto que a crise expôs a grande fragilidade das bases em que se apoiava o crescimento da economia estadunidense.

Além disso, procura-se analisar a relação entre esse consumo financeirizado e o problema do processo de geração de demanda agregada nos EUA. Muitos economistas têm

¹ Guttman & Plihon (2008).

² IPEA (2011).

³ Vale ressaltar que é difícil separar a abordagem teórica do processo de financeirização do processo empírico que se dá na economia dos Estados Unidos, visto que boa parte da bibliografia que aborda o tema não faz tal separação analítica.

⁴ Guttman (2008; 2009).

apontado à explosão do consumo na ‘era do consumidor’ como mais um mecanismo de compensação da demanda e questionam a continuidade desse padrão e a possibilidade do surgimento de uma nova fonte de demanda nas condições atuais da economia.

2 A financeirização⁵ do consumo

Entre outros fatores, a financeirização do consumo, que ocorre mais fortemente nos Estados Unidos⁶, significa que as famílias e os consumidores em geral se preocupam mais com motivos financeiros ao tomar as decisões de gastar ou poupar. Além disso, com o endividamento crescente do consumidor, essas decisões de consumo se descolam da renda corrente. Em outras palavras, a financeirização permite que o crescimento dos gastos se descole do crescimento da renda disponível (Bibow, 2010).

Nas palavras de Bhaduri, Laski & Riese (2006), as facilidades de crédito para financiar os gastos de consumo das famílias é uma das formas de sentir o impacto do virtual sobre a economia real, ou seja, o impacto da financeirização.

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

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

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

⁵ As definições do que seria o processo de financeirização pelos diversos autores se aproximam em muitos pontos. De uma forma geral, tal fenômeno é entendido como a permeação das finanças nos diferentes aspectos e setores da economia. As finanças passam a influenciar e moldar as decisões dos agentes – mesmo daqueles que não estão diretamente ligados a elas.

Tem-se como característica fundamental da financeirização a relação entre o setor financeiro e os demais setores da economia e como o anterior passa a influenciar crescentemente os últimos – indicando um nexos causal que vai das relações financeiras para as relações reais. É como se as finanças passassem a definir, pelo menos em parte, o processo de produção, as tomadas de decisão dos agentes e até mesmo as políticas macroeconômicas. O que não significa que as relações reais deixam de fazer parte do processo de criação e valorização da riqueza.

Ver Epstein (2005), Braga (2000), Stockhammer (2010), entre outros.

⁶ Ver seção 2.1.

Primeiramente, tem-se o crescimento do número de agentes que se preocupa com a variação dos preços dos ativos porque detêm riqueza na forma financeira.

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

Em segundo lugar, o consumo se torna uma variável mais instável devido às flutuações introduzidas pelo efeito riqueza⁷. Desse modo, “o consumo deixa de ter o comportamento relativamente estável previsto pela função-consumo keynesiana e passa a apresentar um comportamento típico das decisões de gasto dos capitalistas” (Belluzzo & Coutinho, 1998, p. 139).

Vale notar, ainda de acordo com esses dois autores, que essa financeirização do consumo não significa que parte do consumo deixa de estar vinculada à renda corrente, pois isso já havia ocorrido com a generalização do crédito ao consumidor. O que se dá nesse processo é o aumento da capacidade de endividamento de um grupo cada vez maior de consumidores.

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

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

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

Montgomerie (2007) ressalta que a financeirização e o consumo induzido pelo endividamento (*debt-led consumption*) se entrelaçam na medida em que condições sociais, econômicas e políticas são satisfeitas. Os fatores políticos e econômicos se combinam com as práticas culturais para expandir os níveis de endividamento do consumidor.

⁷ Ver seção 2.1. 3.

No caso dos Estados Unidos, a estagnação da renda dos salários associada à crescente oferta de crédito serviu para integrar a renda das famílias, assim como seus hábitos de gastos, à expansão dos mercados financeiros. É interessante considerar que as características culturais – como a busca pelo enriquecimento rápido e o consumo de massa, esse último derivado do contexto do pós-guerra – também contribuíram para atrelar o comportamento do consumidor aos movimentos dos mercados financeiros (Montgomerie, 2007).

2.1 A financeirização do consumo nos Estados Unidos

Os estudos sobre a financeirização, em geral, focam mais na questão de como ela afeta as decisões das firmas e, conseqüentemente, o investimento. Segundo Bibow (2010), a tradição keynesiana-minskyiana apresenta o consumidor, as famílias, como passivos recebedores de renda. A experiência dos Estados Unidos nas últimas três décadas, culminando na crise, mostra que o papel dos consumidores foi muito mais ativo como motor dos gastos na economia do que se poderia supor⁸.

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

Somam-se a isso mais dois fatores: a posição dos EUA na economia mundial e a política monetária do *Federal Reserve* (Fed). Quanto ao primeiro fator, nota-se que o padrão de crescimento puxado pelo consumo vigente até a crise financeira de 2007-9 tem relação com a posição que os Estados Unidos ocupam na economia mundial. As políticas adotadas por esse país para não perder a hegemonia que detém no sistema monetário e financeiro internacional, traduziram-se, entre outras coisas, em elevados déficits em conta corrente – dado que os países emergentes procuram acumular reservas para manter suas moedas

⁸ O desenvolvimento do sistema de crédito dos Estados Unidos é um processo antigo, não é à toa que esse país tem hoje o mercado financeiro mais amplo e profundo do mundo (mesmo em crise). Nas origens desse sistema também se encontram as origens do sistema de crédito ao consumidor, atualmente o mais desenvolvido do mundo.

A partir das reformas de 1933 (*Glass-Steagall Act*) e de 1935 (*Bank Act*) inicia-se a formação de uma *economia do endividamento*, caracterizada pelo contínuo financiamento do gasto excedente a partir da emissão de dívida pelo sistema bancário. Não demorou muito para que essa economia do endividamento se estendesse ao consumo das famílias graças ao ambiente favorável do pós-guerra (Guttman & Plihon, 2008).

subvalorizadas frente ao dólar e dado que estão realizando pesados investimentos sem ter um sistema doméstico de incentivo ao consumo bem desenvolvido⁹.

No que se refere à política monetária do Fed, é interessante perceber que, após o choque dos juros de Volcker, as taxas de juros no país apresentaram uma tendência de declínio persistente e contínua, com algumas oscilações importantes, o que também parece ter influenciado no endividamento e nos gastos crescentes das famílias.

Nas subseções seguintes esses fatores são abordados com um pouco mais de detalhe.

2.1.1 A desregulamentação e as inovações financeiras

As mudanças institucionais que ocorreram nos Estados Unidos nos últimos 25 anos, de acordo com Cynamon & Fazzari (2008), tiveram um lado positivo ao permitir que as famílias distribuíssem e amortecessem seu consumo, a partir da redução das restrições ao crédito. Por outro lado, as inovações financeiras também permitiram que os consumidores fizessem mais empréstimos e incentivaram maiores gastos.

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

Quanto às inovações no ramo das hipotecas, os atos de 1980 e de 1982, respectivamente – *Deposit Institutions Deregulation and Monetary Control Act* e *Depository Institutions Act* – foram fundamentais para que os bancos passassem a introduzir hipotecas com taxas reajustáveis nas quais os riscos de preço ficariam com o mutuário em vez de com o prestamista (Guttman & Plihon, 2008).

Com o objetivo de tornar tais hipotecas mais atraentes e reduzir o pagamento de juros nos meses iniciais, os bancos colocavam taxas de juros mais baixas no início do contrato de empréstimo, as quais eram reajustadas para níveis mais altos posteriormente (Bibow, 2010; Guttman & Plihon, 2008; Montgomerie, 2007).

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

⁹ Ver seção 2.1.5.

empréstimos eram uma espécie de segunda hipoteca que poderia ser utilizada para realizar gastos de qualquer natureza.

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

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

A crise do mercado acionário de 2000 teria impulsionado esse movimento. Nas palavras de Wray (2009), com essa crise os investidores estavam buscando fontes alternativas de lucro. Com a política monetária de juros baixos do Fed, os mercados tradicionais de títulos de curto prazo já não ofereciam os retornos requeridos. Os investidores procuravam riscos e retornos maiores, o que encontraram nas hipotecas subprime e em outros ‘produtos acessíveis’, que tinham uma análise de crédito descuidada e com poucas exigências.

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

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

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

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

2.1.2 A estagnação dos salários e o endividamento crescente do consumidor

Outra questão frequentemente retratada como causa da financeirização do consumo é a relação entre a estagnação do crescimento dos salários nos mercados de trabalho dos Estados Unidos e a facilitação do crédito ao consumidor que elevou o endividamento.

Guttman & Plihon (2008) destacam que é palpável considerar o impulso na demanda, advindo dos gastos empresariais e governamentais, como originado no consumo das famílias, dado que esse é o maior componente da demanda agregada nos Estados Unidos – representando aproximadamente 72% do PIB do país.

De acordo com Bibow (2010), os gastos com consumo foram particularmente volumosos durante um período em se verificava uma desigualdade crescente de renda e de riqueza, sendo mais provável um comportamento agregado oposto ao que se verificou. Porém, segundo Brown (2008), a desigualdade numa economia a torna mais dependente da expansão do crédito ao consumidor para que se tenha crescimento.

Aí surgem diversas explicações para o comportamento, a princípio atípico, dos americanos – o aumento do endividamento e do consumo com salários estagnados.

Em primeiro lugar, os norte-americanos são conhecidos pela sua mentalidade de enriquecimento rápido (Belluzzo & Coutinho, 1998; Montgomerie, 2007; Cynamon & Fazzari, 2008). Com a estagnação dos salários, emergiria o fenômeno chamado de *consumo defensivo*. Isto é, os indivíduos procuram manter seu padrão de vida¹⁰, estabelecido em outro contexto, consumindo mais por meio do endividamento. Sem levar isso em consideração, torna-se difícil entender porque os americanos usam dívidas para financiar o consumo ao mesmo tempo em que suas rendas continuam estagnando (Montgomerie, 2007).

¹⁰ A questão das taxas de juros também ajuda a explicar porque os indivíduos tentam manter seu padrão de consumo. Ver seção 2.1. 4.

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

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

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

Quanto à questão da desigualdade de renda, autores como Van Treeck (2012) corroboram a hipótese introduzida por Rajan (2009) de que dado o aumento da desigualdade, a expansão do crédito foi necessária para impulsionar a demanda agregada e o emprego, ao mesmo tempo em que se mostrou insustentável.

2.1.3 O efeito riqueza

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

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

Quando se olha para a evolução do patrimônio líquido das famílias desde os anos 1980, a impressão é que as famílias realmente ficaram mais ricas enquanto pouparam menos (Bibow, 2010).

Porém, de acordo com Bibow (2010), o declínio da taxa de poupança ocorreu antes que a taxa de crescimento do patrimônio líquido começasse a decolar. Ou seja, a poupança estava caindo quando o endividamento aumentava apenas devagar. Em contraste, o período em que o endividamento aumentou mais rapidamente viu apenas um pequeno declínio da poupança.

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

Onaran, Stockhammer & Grafi (2011) acreditam que o efeito riqueza do aumento nos preços dos ativos imobiliários levou a um aumento do consumo, mesmo que o endividamento resultante tenha se mostrado insustentável – em retrospectiva.

Segundo esses três autores, a partir dos anos 1990, o efeito riqueza sobre o consumo foi redescoberto, motivado justamente pelo movimento que se observava nos Estados Unidos: o aumento nos gastos do consumo privado, atribuído ao aumento no valor dos ativos financeiros durante o boom no mercado de ações. Já no final dos anos 1990, tinha-se uma propensão marginal a consumir da riqueza financeira de 5%. Depois do crash do mercado de ações em 2000, a expansão inabalada do consumo passou a ser justificada pela expansão dos preços imobiliários¹¹. Ou seja, as propriedades residenciais passaram a ser as novas responsáveis pelo efeito riqueza – já que eram mais frequentemente aceitas como garantia (colateral).

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

¹¹ 12,4% da mudança na parcela do consumo de 1980 a 2007 é explicada por mudanças na riqueza imobiliária enquanto a riqueza financeira explica 5% dessa mudança (ONARAN, STOCKHAMMER & GRAFI, 2011).

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

2.1.4 O papel da política monetária na expansão do consumo

A política monetária do Fed, após o período de aperto do final dos anos 1970 e início dos 1980, começou a ser facilitada, ou melhor, afrouxada. A partir de meados dos anos 1980 até o momento atual, as taxas de juros americanas vêm num declínio constante (com algumas oscilações, obviamente). O que se constitui num período de 30 anos de redução dos juros e com taxas consideradas baixas por um período de no mínimo 15 anos.

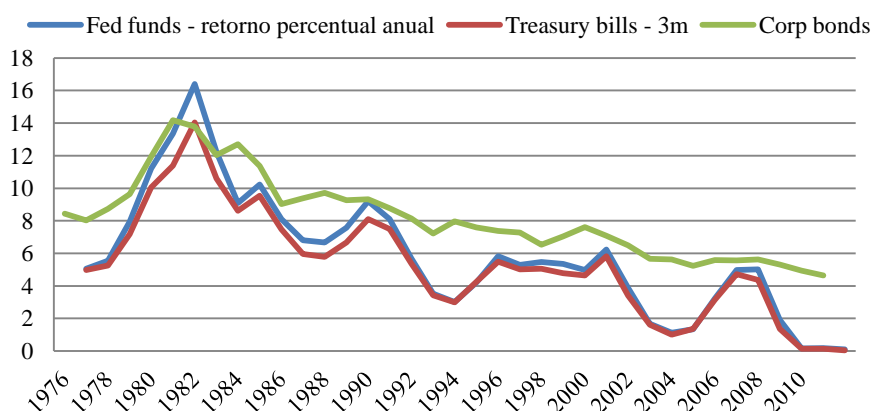
Vale ressaltar, conforme Wray (2009), que a introdução de inovações financeiras como a securitização de hipotecas não se deveu à iniciativa do setor privado de diluir e distribuir melhor os riscos, mas foi principalmente uma resposta à política monetária iniciada por Volcker em 1979.

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

Dado que as taxas das hipotecas são geralmente mais baixas que as taxas de juros de empréstimos de crédito ao consumidor, o refinanciamento de hipotecas fornece a opção aos proprietários de imóveis de usar o endividamento das hipotecas para pagar endividamentos mais caros. O papel da política monetária nisso, para Bibow (2010), não foi apenas reduzir os custos de juros de novos empréstimos potenciais e de qualquer empréstimo a taxas reajustáveis, mas também de induzir os proprietários com hipotecas de taxas fixas a refinanciar.

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

Gráfico 1: Taxas de juros nos Estados Unidos



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

Nesse primeiro gráfico, têm-se os diferentes rendimentos percentuais anuais. As taxas consideradas são os fundos do Fed, as notas do Tesouro Americano e os *Corporate Bonds*. Percebe-se que todas apresentam uma tendência de declínio a partir de meados dos anos 1980, sendo que os fundos do Fed e as notas do Tesouro apresentam maiores oscilações do que os *corporate bonds* até o momento atual. É possível verificar ainda que as duas primeiras taxas, a partir da resposta à crise, ou melhor, da tentativa de estimular a economia, atingiram percentuais baixíssimos, estando próximas de zero em 2011 (0,1% e 0,05% respectivamente).

A impressão que se tem é de que as taxas de juros baixas no período analisado tiveram influência sobre o comportamento do consumo agregado, mesmo que indiretamente. Assim como o choque de juros da década de 1980 também teve seu papel na maior competição entre as instituições financeiras, fazendo que os bancos procurassem fugir da regulamentação e se inserir no negócio dos fundos e dos bancos de investimento.

Em seguida, a redução dos juros acirrou essa competição, fazendo que essas instituições procurassem ramos de maior rentabilidade no ambiente de juros deprimidos, o que se desdobrou na migração para o setor imobiliário. Em última instância, a apreciação dos imóveis e a disseminação das hipotecas arriscadas se refletiram na ampliação do endividamento das famílias e na expansão do consumo.

Por mais que a política monetária do Fed possa ser interpretada como uma resposta aos acontecimentos das últimas três décadas, isso não significa que ela não tenha tido influência fundamental nos desdobramentos que se seguiram. A relação entre a financeirização do consumo e a política monetária parece ser uma via de mão dupla.

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

Logo, a financeirização do consumo parecer ter feito que a especulação com relação às taxas de juros se tornasse medida recorrente para aumentar o consumo das famílias endividadas. As famílias, nesse contexto, passam a ser agentes especulativos.

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

Isso vai ao encontro do que Keynes (1997) escreve na *Teoria Geral*. Keynes argumenta que, durante um longo período, mudanças substanciais nas taxas de juros provavelmente tenderão a alterar os hábitos sociais de maneira considerável, então afetando a propensão subjetiva a gastar. O autor não acreditava que as flutuações usuais de curto prazo na taxa de juros teriam grandes efeitos diretos sobre os gastos.

Dado o patamar de juros baixos por aproximadamente 15 anos, e considerando-se esse período como longo prazo, a política monetária parece ter influenciado de modo decisivo a disposição a consumir dos norte-americanos.

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

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

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

Na realidade, tais movimentos já estão sendo observados. O Brasil é um bom exemplo de economia que está cada vez mais voltada ao seu mercado interno, com níveis crescentes de consumo. Além disso, pode-se observar um volume crescente do comércio entre as economias do chamado eixo Sul-Sul.

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

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

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

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

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

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

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

3 A crise e o problema de geração de demanda agregada

3.1 Os efeitos da crise sobre o consumo

Com a crise subprime, tem-se uma retração do consumo e do crédito ao consumidor, pois como já exposto, boa parte da expansão dos gastos nos anos 2000 se deveu à possibilidade de realizar gastos, de qualquer natureza, a partir da valorização dos imóveis e dos esquemas de hipotecas que permitiam retiradas do capital imobiliário.

Nota-se então o esgotamento, com o estouro da ‘bolha’ imobiliária, seja ele temporário ou não, de uma das bases da expansão do consumo nos Estados Unidos, qual seja: a dinâmica financeira, de subavaliação dos riscos e má precificação dos ativos.

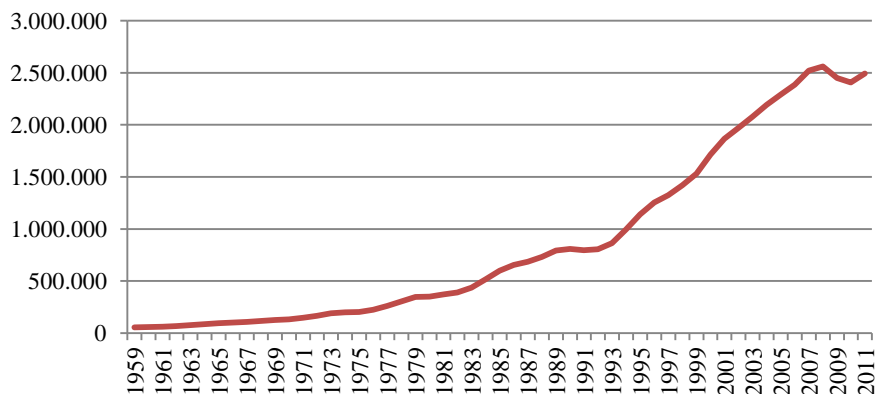
Como muitos autores ressaltam, a continuidade do crescimento baseado no endividamento excessivo só ocorre enquanto continua havendo crescimento, ou seja, a alavancagem e os rendimentos obtidos a partir dela levam a um ‘ciclo virtuoso’¹². Porém tal ciclo, tal expansão que se autovalida, autorreforça, cessa no momento em que as expectativas são revertidas (Wray, 2009; Kregel, 2008).

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

Analisando-se os dados referentes ao crédito ao consumidor nos Estados Unidos, poder-se-ia pensar que o padrão de crescimento da economia dos Estados foi pouco abalado pela crise. Nos gráficos abaixo, tem-se respectivamente a evolução do volume do crédito ao consumidor desde 1959 até 2011 e a variação do crescimento do crédito em relação ao período anterior de 2006 a 2011.

¹² Wray (2009).

Gráfico 2: Evolução do crédito ao consumidor (em milhões de dólares)

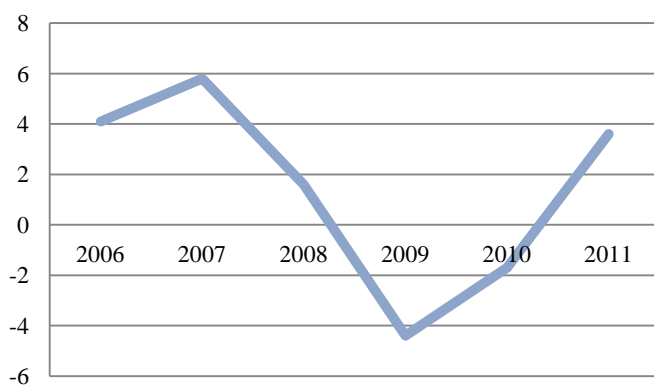


Fonte: elaboração própria com base nos dados do U.S. GPO - Table B77.

No gráfico 2, pode-se observar que a redução do volume de crédito gerada pela crise foi ínfima se comparada ao crescimento exponencial desse montante durante meio século. Fica claro que a partir dos anos 1990, o volume do crédito passou a aumentar de maneira mais acelerada, diminuindo apenas durante a crise – primeiro momento em que houve queda no volume emprestado. Nota-se também que já em 2011 esse volume volta a crescer, ultrapassando o total de 2006.

A recuperação do crédito ao consumidor fica mais evidente no gráfico 3. Em 2010, o crédito volta a crescer e em 2011 esse crescimento passa a ser positivo.

Gráfico 3: Crédito ao consumidor nos EUA (crescimento ano a ano em %)



Fonte: elaboração própria com base nos dados do FED statistical release - G19.

Na tabela 1, onde se pode observar a distribuição do crédito ao consumidor entre os principais detentores nos Estados Unidos de 2007 a 2011, é nítida a mudança na participação das instituições, dadas as medidas impostas pela crise. Percebe-se aí que boa parte do crédito volta a ser enquadrado dentro dos bancos comerciais. Em 2007, tinha-se boa parte desse crédito no conjunto de ativos securitizados, já em 2011 restam apenas 17% do valor de 2007 sob essa rubrica. Isso reflete a grande quantidade de crédito que se encaixava nas operações

fora do balanço dessas instituições. Outra questão que fica visível a partir dessa tabela é a importância do papel do governo como provedor de crédito no contexto de crise – aumentando sua participação no crédito ao consumidor em mais de 300% de 2007 a 2011.

Tabela 1: Crédito ao consumidor em circulação					
	2007	2008	2009	2010	2011
Mudança percentual anual	5,8	1,6	-4,4	-1,7	3,6
Rotativo	8,1	1,7	-9,6	-7,5	0,4
Não rotativo	4,4	1,5	-1,2	1,5	5,1
Volume total (US\$ bi)	2.522,5	2.561,8	2.450,1	2.408,3	2.494,2
Rotativo	941,9	957,5	865,5	800,2	803,8
Não rotativo	1.580,7	1.604,3	1.584,6	1.608,1	1.690,5
Maiores detentores					
Bancos comerciais	804,1	878,6	855,3	1.098,7	1.100,6
Companhias financeiras	584,1	575,8	487,8	518,6	506,3
União de crédito	235,7	236,2	237,2	226,5	223
Governo federal	98,4	111	186	316,4	425,1
Instituições de poupança	90,8	86,3	77,5	86,8	92
Negócios não financeiros	58,6	59,8	57,2	56	56,8
Conjuntos de ativos securitizados	683,7	646,4	577,9	131,7	116,9
Fonte: adaptação do Federal Reserve statistical release G19.					

Bibow (2010) atenta para o fato de que a profundidade da queda dos gastos nos EUA, parcialmente compensada pelos gastos do governo e pelas exportações líquidas, deveria nos alertar sobre a insustentabilidade dos desenvolvimentos na economia desse país. Mas, de acordo com o próprio autor, as perdas de capital sofridas entre 2007 e 2008 deixaram a riqueza líquida apenas levemente abaixo da média de longo prazo, já mostrando recuperação em 2009.

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

3.2 Os desafios do processo de geração de demanda agregada

Já no começo dos anos 2000, Palley (2002) ressaltava que a economia dos EUA enfrentava problemas no processo de geração de demanda agregada. Contudo, tal questão estaria sendo continuamente abafada pelos “mecanismos de compensação de demanda” –

dívida crescente do consumidor, boom no mercado de ações, taxas crescentes de lucro –, o que inclui as seguidas “bolhas”. Acreditava Palley (2002) naquela época, erroneamente como se viu posteriormente, que tais mecanismos haviam se esgotado.

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

Palley (2002) ainda destaca que tanto o comportamento da poupança – a queda na taxa de poupança privada – quanto do investimento foram fundamentais para manter a demanda forte no último quarto de século. Os gastos com investimento alimentaram diretamente a demanda, enquanto uma queda na taxa de poupança alimentou os gastos com consumo.

Porém, enquanto a taxa de poupança caiu a níveis históricos considerados baixos, a parcela de investimento permaneceu dentro de altas normais. Ou seja, a mudança que teve maior papel foi a dos padrões de poupança e, logo, passou a ter sua sustentabilidade questionada (Palley, 2002).

Segundo Palley (2002), a valorização no mercado de ações durante aproximadamente 20 anos – compensando os efeitos desfavoráveis da má distribuição de renda – mostrou que os mecanismos de compensação da demanda agregada podem operar por longos períodos.

Ou seja, isso permite que se adie o enfretamento do problema de geração de demanda agregada por tempo indeterminado.

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

A economia dos EUA cresceu minando as instituições que foram responsáveis por gerar estabilidade financeira e se apoiou fortemente no endividamento (Cynamon, Fazzari & Setterfield, 2012).

Considerando que dessa vez os motores de expansão da demanda agregada – consumo financiado pelo endividamento das famílias – estão impossibilitados de provocar a recuperação, volta-se a uma questão central: a distribuição de renda.

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

A partir disso, os autores questionam qual seria a fonte de demanda que mantém a economia crescendo no curto prazo e no longo prazo. A resposta é que fatores historicamente

específicos contribuíram para gerar fontes de crescimento da demanda com o tempo, mas que tais fatores, apesar de necessários, não são suficientes para levar ao crescimento de longo prazo da economia.

No caso dos EUA, como o consumo responde por aproximadamente 70% da demanda, se tal variável desacelera por qualquer motivo, os demais componentes da demanda devem crescer a taxas excepcionais para que a demanda total se mantenha crescendo em torno de 3% a longo prazo (Cynamon, Fazzari & Setterfield, 2012).

Segundo esses autores, poder-se-ia continuar estimulando o consumo por meio de novas rodadas de “empréstimo-gasto”, associadas com uma nova bolha de ativos, porém isso seria apenas uma forma nova de manter o velho status quo, tanto improvável quanto indesejável.

Cynamon, Fazzari & Setterfield (2012) ainda criticam a visão *mainstream* de que a fonte de crescimento proporcionada pelo consumo nas últimas décadas poderia ser substituída pelos investimentos porque mesmo com as taxas de juros baixíssimas, os investimentos permanecem em níveis baixos.

Logo, levando essas questões em consideração, as previsões são pessimistas, espera-se que o crescimento estagnado da demanda privada continue sendo um freio pesado à economia, aumentando o desafio da recuperação.

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

As palavras de Palley em 2002, de uma forma geral, permanecem válidas para a situação atual: “(...) *the U.S. economy now confronts the risk of systemic demand shortage*” (p.12).

4 Considerações finais

Viu-se até aqui que a economia dos Estados Unidos, assim como a economia mundial, passou por diversas transformações na segunda metade do século passado e no início do século XXI. A economia capitalista parece ter entrado em uma nova era, a era do capitalismo liderado pelas finanças. Como todo processo histórico, a chamada financeirização impacta sob diversos ângulos as relações socioeconômicas.

No que diz respeito ao consumo, pode-se dizer que a financeirização alterou o modo como essa variável macroeconômica deve ser entendida. É notável a forma como os determinantes do consumo são alterados, verificando-se, especialmente no caso dos Estados Unidos, uma crescente separação entre a capacidade de gastos das famílias e a sua renda corrente e disponível.

Com base na revisão bibliográfica feita, pode-se inferir que nos Estados Unidos, onde esse fenômeno atinge (e tem por base) o consumo de maneira mais profunda e abrangente, são muitos os fatores, estruturais ou conjunturais, que levam a um consumo financeirizado extremado.

Tanto a estagnação dos salários quanto a existência de um sistema de crédito ao consumidor antigo e bem desenvolvido parecem ter contribuído para a expansão do consumo puxado pelo endividamento. Porém esses dois fatores sozinhos não seriam suficientes para explicar os níveis elevados de gastos – que se sobrepunham à renda¹³.

Na tentativa de explicar gastos tão volumosos, logo ressurge a ideia do efeito riqueza, que com o desenvolvimento dos mercados de ações, teria sido segundo muitos, o grande responsável pelo aumento do consumo. A inclusão das decisões das famílias na lógica financeira parecia estar pautando o comportamento do consumo.

Parece evidente que o efeito riqueza, na medida em que os indivíduos se sentiam mais aptos a gastar, devido ao acesso crescente ao crédito e ao aumento da riqueza percebida – primeiramente nos anos 1990 no mercado de ações e, posteriormente, nos anos 2000 no mercado imobiliário – teve influência na modificação e expansão do consumo das famílias. Contudo, o efeito riqueza que se verifica na economia dos Estados Unidos parece se adequar mais à ideia de Stockhammer (2010) de que o que ocorre na realidade é um efeito de acesso ao crédito ou, em outras palavras, uma capacidade crescente de acesso ao crédito – quando a economia está em expansão.

Mais uma vez, somente o efeito riqueza não explicaria todo o crescimento dos gastos. Aí entram a desregulamentação do sistema bancário e financeiro e as consequentes inovações financeiras que podem ser encaradas, em parte, como uma resposta à política monetária do Fed e como formas de burlar a regulamentação existente. As inovações financeiras, que atingiram o consumo principalmente por meio do setor imobiliário, somadas a todas as questões apontadas anteriormente parecem construir uma explicação razoável do por que e de como o consumo se alterou nesse país nas últimas décadas.

¹³ Os gastos pessoais como proporção da renda disponível chegaram a ultrapassar os 100% em 2005 (Cynamon & Fazzari, 2008).

Dado que o consumo financeirizado foi uma das principais fontes de demanda agregada da economia dos EUA até a crise, surge, conseqüentemente, o questionamento desse padrão de crescimento e também acerca de qual será e qual deve ser a fonte de expansão da demanda agregada, qual pode ser o motor dos gastos na presente conjuntura.

Apesar das limitações apresentadas pelo padrão de crescimento liderado pelo consumo, no contexto de financeirização, pode-se afirmar que ele serviu indiscutivelmente para manter a economia dos EUA aquecida nos anos anteriores à crise. Além disso, as falhas e insuficiências apontadas pela crise não parecem ter sido suficientes para que se procure conscientemente uma alternativa a esse padrão (como se percebe pela atitude dos policymakers em relação ao SBS), mesmo que ele tenha perdido boa parte do seu fôlego que estava apoiado no mercado hipotecário.

Por fim, apesar de a crise ter exposto que a economia não pode se expandir indefinidamente com base no consumo financeirizado alimentado por condições de crédito ‘favoráveis’ devido às estratégias predatórias das instituições financeiras para manter sua lucratividade e pela espiral de valorização dos ativos, não parece que esse padrão tenha chegado ao fim *ainda*, dada a retomada da expansão do crédito em outras bases.

Isso não significa que os EUA tenham solucionado o problema, pelo contrário, segue-se a via de crescimento mais fácil, política e economicamente. Com base nisso, duas questões permanecem em aberto e precisam ser estudadas. Primeiramente, a crise aponta que esse padrão de crescimento baseado no consumo financeirizado está fadado ao fracasso? Em segundo lugar, se tal padrão não é mais desejável, nem viável, como se podem abandonar os ‘mecanismos de compensação’ e expandir a demanda agregada de maneira sustentável?

Referências

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

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

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

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

BRAGA, J. *Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Campinas, SP: UNICAMP/IE, 2000.

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

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

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

CYNAMON, B.; FAZZARI, S. & SETTERFIELD, M. Chapter One: Understanding the Great Recession. 2012.

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

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

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

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

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

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

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

KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan, 1936. CW, VII. Edição inglesa, Great Minds Series, Prometheus Book, 1997.

KREGEL, J. Minsky’s cushions of safety: Systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. *Public Policy Brief*, n. 93, The Levy Economics Institute of Bard College, January 2008. Disponível em: <http://www.levy.org>.

MONTGOMERIE, J. Financialization and consumption: an alternative account of rising consumer debt levels in Anglo-America. *CRESC Working Paper Series*, Working Paper No.43. University of Manchester, December 2007.

MUELLBAUER, J. *Housing, Credit and Consumer Expenditure*. Paper prepared for the Kansas Federal Reserve’s Jackson Hole Symposium, August 2007.

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

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

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

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

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

Federal Reserve Statistical release:

<<http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm>>

<<http://www.federalreserve.gov/Releases/g19/>> último acesso: 21 de junho de 2012.

US Government Printing Office:

<<http://www.gpo.gov/fdsys/granule/ERP-2011/ERP-2011-table77/content-detail.html>> último acesso: 21 de junho de 2012.