

O consumo alavancado, propiciado pelas inovações financeiras, e suas conseqüências para instabilidade capitalista*

Clara Siqueira Neves da Rocha

Mestre em Economia pelo IE-UFRJ

5. Dinheiro, Finanças internacionais e Crescimento

5.1. Economia Monetária e Financeira

– Sessões Ordinárias –

RESUMO

O presente trabalho discute o papel do consumo alavancado pelo endividamento de famílias na dinâmica econômica capitalista. As transformações estruturais vivenciadas pelo sistema financeiro, especialmente a partir dos anos 1970, e as inovações financeiras delas decorrentes trouxeram consigo uma abundância de liquidez que alterou sensivelmente as condições de financiamento do consumo, permitindo o crescente endividamento de famílias para financiar um robusto aumento de gastos contra a renda disponível. Contudo, essa alavancagem veio acompanhada de fragilização financeira. Neste contexto, o trabalho inicia-se com uma abordagem financeira dos determinantes do consumo, com o intuito de analisar a dinâmica de gastos das famílias. Em seguida, constata que o excesso de endividamento, propiciado pelo aumento de liquidez, que veio acompanhado de relações financeiras carentes de sólidas bases, tem impactos sobre as condições de as famílias arcarem adequadamente com seus compromissos financeiros, com conseqüências negativas tanto sobre sua dinâmica de gastos como sobre o próprio sistema financeiro. Assim, o desempenho da economia passou também a estar sujeito a uma maior variabilidade. Conclui-se que o consumo alavancado, proporcionado pelo novo arranjo financeiro, ao invés de aumentar a estabilidade sistêmica, eleva a fragilidade financeira da economia e afeta também a dinâmica de gastos das famílias, tornando a economia potencialmente mais instável, o que permite a constatação de que a variável consumo tornou-se um elemento importante para a explicação da instabilidade financeira e econômica.

ABSTRACT

This dissertation examines the role of consumption leveraged over the capitalist dynamic. The structural changes experienced by the financial system, especially since the 1970s, and the financial innovations accompanying this process brought abundant liquidity that has changed the conditions for financing consumption, allowing the increasing the indebtedness of households to finance the increased spending against available income. However, the leverage was accompanied by financial fragility. In this context, this work begins with a financial approach of the determinants of consumption, in order to analyze the dynamics of household spending. Then it notes that excessive debt, prompted by financial relationships that have poor bases, have impacts on the conditions of the families to deal properly with their financial commitments, with has negative consequences both on the dynamics of household spending as on the financial system itself. As a result, also the performance of the economy is subject to greater variability. Thus, the work concludes that the consumption leveraged has increased systemic instability, allowing to realize the role of the consumption to explain the economic and financial instability.

* Artigo baseado na dissertação de mestrado “Investimento, Consumo e Inovações Financeiras: uma análise da instabilidade capitalista.”, IE-UFRJ, 2010.

Introdução

A crise financeira norte-americana que eclodiu em 2007 e difundiu-se no ano seguinte veio expor a fragilidade de uma argumentação até então dominante quanto ao funcionamento dos mercados financeiros e da economia capitalista. Trata-se da noção de que os mercados seriam dotados de capacidade de auto-regulação, de modo que a interferência do Estado, como interventor ou regulador, seria desnecessária, senão contraproducente. Estendidos aos mercados financeiros, os argumentos liberalizantes superestimam sua capacidade de ajuste, negligenciando a possibilidade de surgimento de problemas imanentes à dinâmica capitalista, como a instabilidade financeira (MINSKY, 1982). Assim sendo, a crise americana colocou em questão essa concepção quanto ao funcionamento dos mercados financeiros e, principalmente para os fins desse trabalho, abriu espaço para que se discuta o papel do endividamento de famílias na dinâmica econômica.¹

Tradicionalmente, na teoria pós-keynesiana, enfatiza-se o investimento como a variável de gasto mais relevante para explicar a variabilidade do desempenho do produto da economia. Em se assumindo, em consonância com MINSKY (1986), a economia capitalista como um sistema financeiro e produtivo integrado, de fato, o investimento detém papel proeminente.² Contudo, frente ao modo como o sistema financeiro tem evoluído e, com ele, as relações financeiras que se estabelecem entre as diversas unidades econômicas, sejam elas famílias, firmas, instituições financeiras ou governos, restringir-se apenas ao estudo desse componente de gasto não parece suficiente para captar os múltiplos aspectos que as relações financeiras impõem ao sistema, especialmente em décadas recentes. Parece interessante ampliar o foco e examinar também a dinâmica que se estabelece entre a variável consumo das famílias e o sistema financeiro.

Segundo Cynamon e Fazzari (MS), o bom desempenho da economia dos EUA ao longo da década de 1990 em relação à maioria dos países desenvolvidos explica-se em grande medida pelo desempenho da demanda agregada, fortemente inflamada pelo endividamento,

¹ Ainda que não seja o objetivo deste trabalho discutir a recente crise norte-americana, o que demandaria uma investigação diversa da realizada, esta crise encontra-se claramente subjacente à análise a qual este artigo se propõe. Assim, em diversos momentos do texto, informações relativas à economia norte-americana são evocadas.

² Ao focalizar seu estudo no entrelaçamento entre a estrutura financeira e o comportamento da economia, Minsky (1986) integra as relações financeiras à explicação do emprego, da renda e dos preços. Assim, o autor propõe que a economia seja apreendida como um sistema financeiro e produtivo integrado, de modo que a compreensão da dinâmica econômica impõe que se analisem os aspectos financeiros e produtivos, não isoladamente, mas em suas inter-relações. Além disso, a instabilidade financeira é retratada, por Minsky, como uma faceta dos ciclos econômicos, permitindo caracterizar a economia capitalista como inerentemente instável

especialmente de famílias. A ausência de quedas bruscas na taxa de consumo durante as recessões norte-americanas ocorridas neste período – conhecido por Grande Moderação (CYNAMON; FAZZARI, MS, p. 1) – mitigou os efeitos negativos de choques de demanda, como por exemplo a queda dramática dos gastos com investimento que se seguiu ao estouro da bolha tecnológica no final dos 1990. Contudo, afirmam os autores, há um lado negro neste processo: os gastos cresceram robustamente em relação à renda disponível, ao passo que renda norte-americana estagnou e concentrou-se. Como decorrência houve crescimento da relação dívida-renda disponível em todas as faixas de renda da economia norte-americana e aumento de sua fragilidade financeira.

Tendo isso em vista, o presente artigo parte dos impactos das transformações estruturais vivenciadas pelo sistema financeiro, especialmente a partir dos anos 1970, sobre os gastos das famílias para, com isso, analisar seus resultados sobre a dinâmica do sistema econômico. O processo ao qual se faz referência é a abundância de liquidez propiciada pelas transformações do sistema financeiro e as inovações financeiras delas decorrentes, como a securitização de ativos e o uso de derivativos, sendo importante destacar que a alavancagem do consumo propiciada por essa nova configuração do sistema financeiro vem acompanhada de fragilização financeira. Frente ao excesso de liquidez que marca esse processo e altera sensivelmente as condições de financiamento do consumo, estuda-se o que se passa com as condições de famílias arcarem adequadamente com seus compromissos financeiros, focalizando-se as conseqüências para a dinâmica de seus gastos e, assim, para a estabilidade do sistema financeiro e do próprio sistema produtivo.

1. Uma abordagem financeira dos determinantes do consumo das famílias.

Registre-se que a análise à qual o trabalho se propõe impõe o estudo da função consumo das famílias a partir de seus determinantes financeiros, o que toma um rumo diverso da tradicional análise do investimento, por não contar com uma teoria estabelecida para se apoiar. Diante disso, analisam-se na primeira parte do trabalho os desdobramentos do tratamento teórico que a função consumo recebeu após a formulação que Keynes propôs na TG e algumas contribuições mais recentes que tratam da relação entre riqueza financeira e consumo.

Segundo Cynamon e Fazzari (2008, p. 2), por muitos anos a teoria macroeconômica keynesiana praticamente ignorou o financiamento do consumo. Em grande parte, isso se explica por Keynes ter considerado que o consumo responde “passivamente” a mudanças na renda. Mesmo a perspectiva de Minsky, ainda que proveja importantes *insights* em relação à

emergência de fragilidade financeira, ao focar exclusivamente no investimento, considera o “comportamento do consumo secundário” (Minsky, 1986, p. 191), conforme apontam os dois autores, Cynamon e Fazzari. De fato, em décadas anteriores aos desenvolvimentos dos mercados financeiros tratados neste trabalho, a variável consumo apresentava trajetória relativamente estável e seu crescimento refletia o crescimento dos salários reais. Além disso, as formas de financiar o consumo eram ainda bastante restritas, como visto mais adiante.

Contudo, o crescente endividamento de famílias, refletindo o aumento robusto de gastos com consumo contra a renda disponível, verificado em décadas recentes, não permite que se ignorem mais os determinantes financeiros do consumo. Um ambiente social que encoraja o aumento de gastos, somado às inovações financeiras que transformaram fundamentalmente o modo com os consumidores poderiam financiar seus gastos e à circunstâncias históricas favoráveis, incentivou fortemente o acesso de famílias ao endividamento ao longo das últimas décadas. Assim, as inovações no financiamento do consumo e a evolução do modo como famílias encaram o comprometimento de sua renda disponível com dívidas alteraram o papel do setor consumidor na instabilidade financeira (CYNAMON; FAZZARI, MS, p. 12).

Diante disso, nesta parte são analisados os desdobramentos do tratamento teórico que a função consumo recebeu após a formulação que Keynes propôs na TG e algumas contribuições mais recentes que tratam da relação entre riqueza financeira e consumo.

Em *The Macrodynamics of Advanced Market Economies*, Eichner (1987) relata os desdobramentos da função consumo que se seguiram à ruptura teórica proposta pela TG com relação à teoria marginalista. Em grande medida, esses desdobramentos foram decorrências de estudos quantitativos facilitados por técnicas econométricas, baseados na especificação proposta por Keynes para a função consumo. Diferentemente da função investimento, o fato de a função consumo apresentar apenas um determinante principal – a renda disponível – mostrou-se importante em um período no qual técnicas sofisticadas para tratar de regressões múltiplas ainda não estavam disponíveis.

O período imediato ao pós-Segunda Guerra Mundial foi marcado por tentativas de testar a regularidade subjacente ao modelo keynesiano de demanda agregada, a partir dos dados anuais disponíveis. Os resultados foram, sem exceção, consistentes com a especificação da função consumo de Keynes (EICHNER, 1987). Contudo, com a sofisticação das técnicas econométricas percebeu-se que aqueles resultados não eram suficientes para validar empiricamente a função keynesiana.

Segundo Eichner (1987), foram três os desdobramentos seguintes que marcaram o progresso da pesquisa em relação à função keynesiana de consumo entre 1939 e 1970: (1) no início dos anos 1960, o uso do modelo de equações múltiplas para explicar a função consumo agregado das famílias, por Daniel Suits; (2) o reconhecimento de que os determinantes de curto prazo do consumo são diferentes dos de longo prazo; e (3) os refinamentos da abordagem de Suits por novos modelos econométricos no fim dos anos 1960.

Além de a sofisticação estatística ter comprometido os resultados anteriores, a disponibilidade de dados trimestrais americanos mostrou que as mudanças no consumo não se correlacionavam perfeitamente com as mudanças na renda disponível.³ Assim, em linha com os desdobramentos (1) e (3) fez-se necessário modificar a formulação original keynesiana de duas importantes formas:⁴ (i) dividir o consumo agregado em seus componentes principais (bens duráveis, bens não-duráveis e serviços) e derivar equações separadas para cada um; e (ii) introduzir outros fatores na função consumo, além de renda disponível, como variáveis explicativas. Em conformidade com seus objetivos, na parte seguinte, o presente trabalho volta sua atenção à segunda modificação (ii).

1.1. A inclusão de novas variáveis na função consumo.

A inclusão de novas variáveis na equação da função consumo não invalida o modelo keynesiano básico, em se admitindo que Keynes argumentou que a renda é a mais importante, mas não a única variável explicativa. Apenas se a renda disponível fosse eliminada totalmente da função consumo ou se apresentasse uma influência pequena, marginal, nos gastos de consumo poder-se-ia aceitar uma argumentação nesse sentido

Minsky (1986) aponta que, em grande medida, os gastos das famílias respondem a mudanças na renda, mas que esse comportamento é, em parte, atenuado tanto pela riqueza das famílias quanto pelo endividamento. Segundo o autor, a formulação do consumo baseada demasiadamente na renda encontra explicação no fato de a riqueza das famílias e o crédito ao consumidor serem uma parte muito menos significativa da economia no período em que Keynes fez seus registros, comparativamente a anos mais recentes.

Assim, embora outras variáveis tenham sido incluídas na função consumo, a renda disponível continuou a ser seu determinante principal. Segundo Eichner, as variáveis com maior evidência empírica sugeridas para serem incluídas na função consumo são: (a) ativos

³ Essa disponibilidade de dados decorre dos desenvolvimentos da base de dados dos EUA (NIPA).

⁴ Para mais sobre os desdobramentos recentes do tratamento destinado à função consumo, especialmente em relação às diferenças entre seus determinantes de curto prazo e de longo prazo, ver Bunting (2009), (2004), (2001), (1998) e (1989).

líquidos das famílias; (b) seus estoques de bens adquiridos previamente; (c) condições do mercado de crédito; e (d) fatores psicológicos. Abaixo essas variáveis são analisadas uma a uma.

Apontar os ativos líquidos das famílias (a) como variável explicativa do consumo revela que a capacidade das famílias em adquirir bens no mercado depende, além da sua renda corrente, do montante previamente obtido e adicionado a suas poupanças – na forma de depósitos bancários e de outros ativos líquidos. Esses recursos permitem às famílias evitar constrangimentos no orçamento impostos pela renda corrente.

Ainda dentro do ponto (a), Ludwing e Sløk (2002) aprofundam a análise da relação entre riqueza financeira e o consumo, abrangendo também o estudo do impacto da riqueza imobiliária, como descrito nos próximos parágrafos.

Os canais de transmissão da riqueza financeira para o consumo dão-se por meio de três efeitos: o efeito riqueza realizado, o efeito riqueza presumido e o efeito sobre as restrições de liquidez. Caso as famílias realizem os ganhos provenientes de aumentos de preços de suas ações, pelo efeito riqueza realizado o consumo é positivamente afetado. Já pelo efeito riqueza presumido acredita-se que mudanças nos preços das ações podem impactar positivamente o consumo corrente por intermédio da expectativa de que a renda e a riqueza futura serão maiores em períodos posteriores, refletindo uma valorização patrimonial. No caso contrário, de queda do preço das ações, se a “confiança das famílias” for abalada, devido a incertezas quanto à renda e riqueza futuras, reduz-se o consumo.⁵ Finalmente, o efeito sobre as restrições de liquidez: o aumento dos preços de ações, ao elevar o valor do portfólio dos agentes e, portanto, de seus colaterais, alivia os constrangimentos de crédito, permitindo aumento de consumo.

Já os canais de transmissão da riqueza imobiliária para o consumo são os quatro seguintes. Pelo efeito riqueza realizado (1), as famílias proprietárias de residências são beneficiadas pelo aumento da riqueza líquida decorrente da elevação dos preços de suas propriedades, o que pode liberar mais recursos para o consumo corrente, através do refinanciamento ou da venda das propriedades. A extração de *home equity*, ao disponibilizar empréstimos contra residências para financiar o consumo de qualquer natureza (CYNAMON; FAZZARI, MS, p. 6), permitiu às famílias converterem “[...] a valorização patrimonial de suas residências em poder de compra por meio do crédito. Assim as famílias aumentaram seus níveis de endividamento” (CINTRA; FREITAS, 2008, p. 417) e de gastos.⁶ Ainda nesse

⁵ Há, contudo, que se ressaltar que a função consumo é muito mais estável que os preços do mercado mobiliário.

⁶ Em Faulkner e Muhleison (2004) e em Ludwing e Sløk (2002) há argumentações semelhantes a esta quanto à

ponto, conforme Cynamon e Fazzari, nos anos 1990 as inovações nos mercados hipotecários norte-americanos reduziram os custos de transação e os refinanciamentos *cash-out* tornaram-se mais comuns. Há também o efeito riqueza presumido (2) através do qual, mesmo que as famílias não vendam suas casas ou não as refinanciem, tem-se o efeito da valorização patrimonial: os consumidores podem inclinar-se a consumir mais por acreditarem-se mais ricos que antes. Por outro lado, os autores indicam que, tanto para a riqueza financeira quanto para a imobiliária, a propensão marginal a consumir a partir dos ganhos presumidos é menor que a propensão a partir dos realizados. O terceiro efeito é sobre os constrangimentos orçamentários (3): para as famílias locatárias, um aumento no preço das residências pode ter um efeito negativo sobre seu consumo, na medida em que conduza ao aumento dos aluguéis.⁷ Finalmente, os efeitos sobre as restrições de liquidez (4) dependem de quão bem funciona o sistema financeiro. As propriedades, como colaterais, podem permitir que as famílias tenham maior acesso a crédito e aumentem seus gastos.

Os efeitos riqueza financeira e imobiliária sobre o consumo dependem ainda de características importantes do sistema financeiro como, por exemplo, seu tamanho e quão difundida é a detenção de ações por parte das famílias. Segundo Ludwing e Sløk (2002), sistemas financeiros baseados em mercados de capitais conduzem a maior participação das famílias no mercado de ações do que os baseados em bancos, de modo que o efeito riqueza financeira é maior sobre o consumo em sistemas financeiros baseados em mercados. Já em relação à riqueza imobiliária, a partir dos anos 1980, as mudanças nos mercados financeiros e as inovações delas decorrentes têm facilitado o acesso das famílias a essa riqueza. Mas, a conclusão dos autores é que, em geral, o consumo responde mais a mudanças no mercado de ações do que no mercado imobiliário, embora aceitem que devido à desregulação financeira o efeito riqueza imobiliária esteja ganhando importância com o passar do tempo.

Assim, o desfecho que interessa aos propósitos deste trabalho é a crescente importância do mercado de ações e imobiliário ao longo do tempo como determinante do consumo das famílias.

Retornando às demais variáveis apontadas por Eichner para a função consumo, o aumento do estoque de ativos físicos (em particular moradia, automóveis e outros bens duráveis), (b), pode significar um sinal de queda nos gastos para aquisição desses bens. Por outro lado, como os estoques deterioram-se com o tempo, há gastos ligados a sua reposição.

relação entre consumo e os ganhos de capital provenientes do mercado acionário e imobiliário, mas aplicadas à economia norte-americana.

⁷ Em relação aos proprietários dos imóveis, esse efeito é irrelevante, segundo Ludwing e Sløk (2002).

As condições do mercado de crédito (c) fornecem mais uma forma de transcender os constrangimentos orçamentários impostos pela renda corrente. Segundo Eichner (1987), essa constatação tem tornado especialmente verdadeira com o desenvolvimento, em décadas recentes, de arranjos de crédito especialmente destinados para famílias. Portanto, a disponibilidade de crédito para as famílias, medida não apenas pela taxa de juros de empréstimos a consumidores, mas também pelos termos adicionais dos empréstimos, como o montante da parcela de entrada e o período de tempo para amortizar a dívida, é um fator importante na determinação do consumo das famílias.⁸

Aqui cabe novamente retornar às inovações financeiras. Segundo Cynamon e Fazzari (MS), até o início dos 1980, as experiências de famílias norte-americanas com crédito eram largamente limitadas ao financiamento de consumo durável, principalmente de carros. Estes empréstimos eram colateralizados e requeriam substanciais entradas. As hipotecas tinham taxas de juros baixas e fixas, requeria-se cerca de vinte por cento do valor do imóvel como entrada e os preços das residências eram estáveis (FAZZARI, 2010). Contudo, a situação começou a se alterar com empresas de cartões de crédito concedendo linhas de crédito sem seguro a famílias, embora contra custos de juros substanciais (FAZZARI, 2010), além de as inovações no financiamento imobiliário terem aumentado muito a capacidade de proprietários de residências tomarem empréstimos para aquisição de qualquer tipo de bens, por meio de linhas de *equity credit* ou de refinanciamentos *cash-out*, como já apontado.

Cabe ressaltar que a relação das famílias com o financiamento do consumo pela aquisição de dívidas é algo que veio alterando-se ao longo do tempo, como mostram Cynamon e Fazzari (MS), pois o comprometimento de parte de suas rendas disponíveis com o endividamento nem sempre foi visto com bons olhos por parte das famílias. O argumento é que os consumidores endividam-se não apenas por poderem tomar empréstimos, devido ao aumento de recursos oferecidos, mas também em virtude de mudanças em normas sociais que tornaram a contração de empréstimos por parte de famílias para financiar o seu consumo uma prática “normal”. Os autores apontam que o entorno social, influenciado pela mídia e também pela observação de outras famílias tomando empréstimo em novos formatos e por esses novos mecanismos parecerem funcionar bem encorajaram as famílias a aumentarem seu endividamento para incrementar o consumo através de práticas financeiras que anteriormente não considerariam prudentes.⁹

⁸ Aqui se incluem os financiamentos destinados à moradia.

⁹ Cynamon e Fazzari (MS) citam como exemplo os anos seguintes a Crise de 1929 nos quais a tolerância de famílias ao comprometimento de sua renda com o endividamento era muito baixo. Com o passar do tempo, a

Por fim, destaca-se que os gastos com consumo são também influenciados por fatores psicológicos (d). Se as famílias tiverem confiança que a economia continuará a se expandir, provendo rendas altas e segurança quanto à manutenção dos empregos, é provável que se inclinem a adquirir itens como automóveis e outros bens duráveis.

2. Os resultados em termos da dinâmica econômica capitalista.

Esta parte investiga se e como a abundância de liquidez, marcante no processo de mudanças ocorridas no sistema financeiro, especialmente a partir dos anos 1970, impacta o financiamento do consumo e se a estrutura financeira fragilizada, que acompanhou o processo de aumento de liquidez, afeta as condições de segurança do sistema financeiro e do próprio sistema produtivo, com conseqüências sobre a estabilidade econômica.

Em termos mais concretos, as formas de que as famílias dispõem para honrar seus compromissos financeiros (renda disponível, apelo ao mercado de crédito e alteração de suas posições de liquidez) são investigadas nesse contexto de abundância de liquidez e fragilidade financeira e constata-se suas conseqüências em termos de gastos, com especial atenção para os efeitos da destruição da riqueza financeira sobre os gastos. Finalmente são abordados os efeitos interativos da volatilidade do consumo e do produto da economia.

Ao longo do texto, os argumentos expostos anteriormente, no que concerne aos determinantes financeiros do consumo, são retomados com o intuito de investigar os impactos sobre a estabilidade econômica dos novos arranjos financeiros. Para introduzir esse assunto, parece oportuno abordar a investigação de Fisher (1933) quanto às causas e conseqüências do sobre-endividamento. Apesar de escrita na década de 1930, a conclusão do autor parece não ter perdido sua atualidade e relevância, uma vez que afirma que “dinheiro fácil” parece ser a mais importante causa do sobre-endividamento, pois “Quando um investidor acha que pode ganhar cem por cento ao ano tomando emprestado por seis por cento, ele será tentado a tomar empréstimo e a investir ou especular com o dinheiro emprestado” (FISHER, 1933, p. 348, tradução nossa).

Em se supondo correto considerar a liquidez decorrente das inovações financeiras, como um exemplo de “dinheiro fácil”, vê-se que essa disponibilidade de recursos provê novo impulso à alavancagem do sistema econômico, instigando a tendência ascendente que parece inata ao sistema capitalista. Mais importante pelo instante é a constatação de Fisher (1933) quanto ao papel do endividamento para a explicação de *booms* e depressões, pois alguns

percepção de risco alterou-se e endividar-se passou a ser visto como uma prática “normal” para acessar bens de consumo.

distúrbios econômicos podem ter suas consequências intensificadas na presença de endividamento excessivos, como explorado adiante.

2.1. Qual o destino do aumento de liquidez?

Muito embora as inovações financeiras pareçam prover uma oferta “infinita” de crédito, por permitir um nível de alavancagem inalcançável aos bancos em suas operações tradicionais em virtude das restrições impostas pela regulação (WRAY, 2008),¹⁰ segundo Kregel (2007), em anos recentes, uma parte insignificante desses ativos tem se destinado ao financiamento de firmas, restringindo-se ao consumo ou ao mercado imobiliário, assim como na década de 1920.

Maki (2000) aponta que diversos estudos¹¹ indicam que, sendo o consumo negativamente relacionado com restrições de crédito, a desregulação financeira dos 1980, ao aliviá-las, explica em grande medida o aumento de consumo naquela década (LUDVIGSON, 1999), caracterizado por forte carga de endividamento (CAROL; DUNN, 1997). Some-se a essa explicação um entorno social que incentiva o consumo e encoraja as famílias a comprometerem uma maior porção de sua renda em novos arranjos financeiros ligados às inovações financeiras.

Percebe-se que, dos determinantes financeiros do consumo já apontados, as condições do mercado de crédito e o acesso a outras fontes de recursos financeiros têm se mostrado um elemento relevante para compreender a trajetória recente do consumo, especialmente sua maior vinculação à carga de endividamento das famílias.

Tomando o exemplo da economia norte-americana, exposto na introdução, o crescimento da economia dos EUA por quase um quarto de século encontrou explicação na força indutora do consumo alavancado. Mas, como contrapartida, essa força de crescimento tornou-se mais dependente da capacidade de famílias em arcarem com seus compromissos financeiros.

2.2. As formas de famílias arcarem com o endividamento e as consequências sobre seus gastos.

Tomando o argumento de que a abundância de recursos tem se destinado mais fortemente à alavancagem do consumo, em detrimento ao investimento, parece interessante investigar as formas disponíveis às famílias arcarem com o endividamento e com os

¹⁰ Para mais sobre inovações financeiras e expansão de liquidez, ver Wray (2008), Brown (2007) e Kregel (2008a).

¹¹ Ver Bacchetta e Gerlach (1997) e Ludvigson (1999).

compromissos financeiros dele decorrentes a fim de analisar suas conseqüências sobre os gastos com consumo.

Especialmente em virtude dos processos apontados ao longo deste texto, o consumo recebe destaque como importante componente da demanda agregada¹², de modo que a estabilidade do sistema econômico parece estar vinculada também ao comportamento desse componente de gasto, além do investimento, como destacado pelo exemplo do desempenho da economia dos EUA em anos recentes. A estabilidade dessa componente da demanda agregada tem dois aspectos relevantes vinculados ao endividamento das unidades econômicas: de um lado, o comportamento de gastos de famílias e, de outro, o comportamento das instituições financeiras.

Nos parágrafos abaixo, abordam-se três formas de famílias arcarem com o endividamento e enfocam-se suas conseqüências, em termos de seu nível de gastos. A primeira das três é a renda disponível corrente (a). Em seguida, ao analisar as outras duas formas – o apelo ao mercado de crédito (b) e a alteração de posições de liquidez (c) –, aborda-se também o comportamento das instituições financeiras e suas repercussões sobre o desempenho da economia.

(a) De encontro às teorias que propõem uma relação negativa entre crescimento de crédito ao consumidor e consumo futuro, Maki (2000) afirma crer que a relação seja positiva. O aumento da tomada de empréstimos pode indicar de que os indivíduos revisam positivamente suas expectativas de rendas futuras, inclinando-se a realizarem gastos em itens de alto valor, pois segundo Antzoulatos (1996), quando as expectativas das famílias sobre a renda futura são favoráveis, elas se dispõem a tomar mais empréstimo contra a renda futura. Em outras palavras, as famílias tornam-se mais otimistas quanto à possibilidade de pagar suas dívidas e, portanto, dispõem-se a se endividar. Sob essa argumentação, o forte crescimento do crédito ao consumidor não implica necessariamente que os consumidores estejam aproximando-se de seus limites de capacidade de endividamento. Se esse fosse o caso, poder-se-ia argumentar em favor da relação negativa entre crescimento de crédito e consumo futuro, mas essa seria uma análise estática que ignora mudanças nas expectativas de renda futura das famílias. Ao contrário, o crescimento do crédito pode indicar que os consumidores estejam otimistas quanto ao crescimento futuro de suas rendas e que os empréstimos são antecipações desse possível crescimento (MAKI, 2000).

¹² Segundo Maki (2000), no ano 2000 os gastos de consumidores compunham cerca de dois terços do produto doméstico bruto dos EUA, além de terem sido fonte do forte crescimento econômico vivenciado no país. No final dos anos 2000 o consumo mantém sua importância no produto americano (ARESTIS; KARAKITSOS, 2008), ainda por volta dos dois terços.

Logo, a demanda por crédito é mais alta quando as famílias estão otimistas quanto a rendas prospectivos e é só quando concluem que suas expectativas são demasiadamente favoráveis que o endividamento passa a parecer excessivo. O risco do tomador de empréstimo capta essa preocupação de famílias com relação ao cumprimento de suas obrigações financeiras e seu conteúdo subjetivo permite que a incerteza quanto aos recebimentos das rendas esperados reflita-se em sua tolerância ao endividamento. Sob esse ponto de vista, altos encargos de serviços dívidas¹³ não são uma força negativa em si mesma, devendo ser vistos como um problema na medida em que se constate que as expectativas de renda, como base na qual os empréstimos foram feitos, são, de fato, excessivamente positivas.

Sendo esse o caso, os encargos relativos às dívidas podem comprometer parte substancial da renda das famílias com seus custos e pôr em risco a saúde financeira desses agentes econômicos. Aumentados os encargos proporcionalmente à renda disponível, em consequência do maior endividamento, esta, no instante de arcar com os custos da dívida, devem também ser aumentada para, com isso, evitar que as famílias tornem-se inadimplentes, que seus gastos sejam sacrificados,¹⁴ que posições de liquidez precisem ser alteradas ou,¹⁵ ainda, que necessitem recorrer ao mercado de crédito. Tendo isso em vista, o aumento do endividamento em proporção à renda disponível pode tornar as famílias mais sensíveis a variações na renda ou na expectativa de suas rendas futura (MAKI, 2000). Por exemplo, a constatação de que a expectativa de renda futura estava incorreta pode tornar um balanço, antes considerado condizente com a expectativa inicial, inadequado em termos da proporção de endividamento com o qual o agente acreditava poder arcar. Com isso, percebe-se que caso o crescimento do crédito ao consumidor decorra de expectativas de renda irrealistas ou, o que é a mesma coisa sob outro ponto de vista, que a imprevisibilidade do futuro surpreenda famílias negativamente, pode-se encontrar aí uma fonte de variabilidade do consumo.¹⁶

Mesmo sem a presença de endividamento, a frustração de expectativas de renda das famílias pode provocar contração de gastos, em virtude da menor disponibilidade de recursos para gastar. Mas, a existência de compromissos financeiros amplia a contração de consumo,

¹³ Maki (2000) utiliza o termo encargos dos serviços de dívidas para representar os pagamentos requeridos para servir à dívida em relação à renda pessoal disponível das famílias.

¹⁴ Olney (1999) revela que durante a Grande Depressão as famílias lutaram contra a inadimplência reduzindo seu consumo para honrar seus pagamentos, refletindo as consequências fortemente punitivas ligadas à inadimplência nos anos 1930.

¹⁵ Mudanças nas posições de liquidez aplicam-se mais propriamente às famílias cujas rendas são mais altas. Supõe-se que as famílias de rendas mais baixas não dispõem de muitos recursos sobressalentes acumulados em relação aos seus gastos.

¹⁶ Segundo o modelo de Carroll e Dunn (1997), incertezas quanto ao futuro, em especial quanto à renda proveniente do emprego induzem os consumidores a adiarem compras de bens duráveis até que as condições de seu balanço melhorem.

propagando os efeitos do choque inicial causador da contração de renda. É claramente plausível, segundo Maki (2000), que as famílias com endividamento cortem gastos mais agudamente em relação àquelas que não tomaram empréstimos, caso a renda torne-se menor do que o esperado.¹⁷ Tendo isso em vista, acredita que os encargos de dívidas podem ser úteis como um indicador de vulnerabilidade financeira a choques externos.¹⁸

(b) A análise da dinâmica da atividade econômica financiada por endividamento impõe que se analise o comportamento das instituições financeiras, para com isso abordar a segunda alternativa elencada anteriormente de que as famílias dispõem para arcar com seus compromissos financeiros: o acesso ao mercado de crédito.

Alterações na PL (preferência por liquidez) dos bancos – que refletem suas estratégias de balanço, na busca por combinar rentabilidade e liquidez de acordo com o grau de incerteza sobre suas decisões – têm efeitos sobre o produto e sobre o emprego, pois influenciam a precificação de ativos e a disponibilidade de recursos para o financiamento do investimento e do consumo (BROWN, 2005). Os resultados, em termos do produto da economia, de mudanças na disposição das instituições financeiras de conceder recursos às famílias são em seguida destacados.

Brown (2005) propõe três motivos para que os bancos falhem em acomodar a demanda por crédito: a falta de solvabilidade dos tomadores de empréstimo (seja efetiva ou apenas avaliada pelos bancos), a escassez de reservas (ou reservas excessivamente custosas) e, finalmente, o desejo de manter um portfólio mais líquido. Apenas o primeiro motivo e o último são diretamente abordados nos parágrafos abaixo.

A maior disponibilidade em conceder recursos decorre da percepção otimista quanto à capacidade das famílias em arcarem com suas dívidas, pois a aspiração dos bancos por emprestar está ligada a sua exposição aos riscos da atividade bancária.¹⁹ Um aumento sistemático da razão dívida-renda de um tomador de empréstimos deve vir, tipicamente, acompanhado por redução de sua classificação de crédito, incidindo sobre o risco de crédito ao qual o banco expõe-se, pois a probabilidade de *default* é regulada principalmente pela

¹⁷ Os gastos a serem cortados imediatamente em resposta a problemas financeiros parecem ser, segundo Carroll e Dunn (1999), aqueles com bens não-duráveis e serviços, pois como as condições dos financiamentos de bens duráveis dificilmente são alteradas depois do contrato firmado, o ajuste do consumo a choques na renda recai sobre aqueles gastos. Olney (1999) também aponta que para se esquivar da inadimplência, a opção de corte de gastos atinge os bens não-duráveis. Já Ludwig e Sløk (2002) indicam que os gastos com bens de consumo duráveis são postergados, enquanto os com bens de consumo não-duráveis são preservados. Mas, onde quer que seja feito o ajuste, a constatação é que o consumo sofre retração.

¹⁸ Os dados de Maki (2000) indicam que os encargos dos serviços de dívida são correlacionados com o não-cumprimento dos termos de empréstimos a consumidores e podem ser uma de suas causas.

¹⁹ Para mais sobre os riscos típicos da atividade bancária, ver Paula e Alves Jr. (2003).

suficiência de fluxos de renda em relação aos requerimentos de serviços de dívidas. Uma reação padrão dos emprestadores é o endurecimento dos padrões de crédito, refletindo o risco do emprestador. Assim, é possível que os emprestadores restrinjam os termos dos empréstimos a famílias, caso creiam que essas já se encontram excessivamente comprometidas com encargos de dívidas, com o intuito de evitar pôr em risco suas finanças, caso as perdas excedam o antecipado.

Por outro lado, não se deve esquecer, como lembra Hewitson (2004), que a avaliação do risco do emprestador tem forte conteúdo subjetivo, o que torna plausível que, em momentos de otimismo quanto às condições econômicas futuras, a percepção do risco crescente (aumento do risco do emprestador refletindo o aumento da alavancagem de famílias) seja relativizada. Em função da falta de embasamento objetivo para calçar as decisões dos bancos, a oferta de crédito pode apresentar trajetória instável, como exposto adiante.

Ainda no mesmo ponto, segundo Ludvigson (1999), o encadeamento de eventos que Bernanke, Gerther e Gilchrist (1996) chamam de acelerador financeiro²⁰, presente na atividade de investimento, também pode ser estendido para o consumo, de modo que choques adversos – reais ou monetários – podem ter seus efeitos amplificados por restrições pró-cíclicas de empréstimos para consumidores. Assim, caso esses choques venham, acompanhados por uma variação negativa nos preços de ativos que servem como colaterais de empréstimos, as instituições financeiras, preocupadas com a qualidade de seus empréstimos, podem restringir ainda mais as condições de oferta de crédito às unidades econômicas detentoras desses ativos, intensificando a repercussão negativa sobre os gastos de famílias com consumo. Bernanke, Gerther e Gilchrist (1996), citando um estudo de Kiyotaki e Moore de 1995, afirmam que essa situação pode desencadear um processo análogo à deflação de débitos de Fisher: a restrição de crédito decorrente da queda do valor dos ativos que servem como colateral, ao reduzir os dispêndios, pode causar nova queda do valor dos ativos existentes, iniciando um novo *round* de contração crédito e de gastos.

Os três autores ainda apontam mais um processo dentro dessa cadeia que pode acirrar a restrição de crédito: a “fuga para qualidade”. Famílias, comparativamente às firmas, em meio a choques adversos, podem experimentar uma maior redução de seu acesso a crédito e, com isso, serem forçadas a reduzir seus gastos mais radical e prontamente que os demais

²⁰ “A idéia de que flutuações na riqueza líquida de tomadores de empréstimo conduzem a flutuações na atividade real é o que se quer indicar por acelerador financeiro.” (BERNANKE; GERTHER; GILCHRIST, 1996, p. 3, tradução nossa).

agentes, pois aos emprestadores opções de empréstimo mais seguras podem figurar como mais interessantes nesse contexto.

Mais uma razão para o cerceamento da concessão de recursos por parte dos bancos é indicada por Paula e Alves Jr. (2003) ao chamarem atenção ao fato de que a natureza da demanda por crédito altera-se durante o ciclo econômico. Na fase expansiva solicitam-se recursos para financiar compras, ao passo que na recessão parte significativa dos recursos são demandados para arcar com renegociações de débitos passados. Por serem empréstimos mais arriscados, os bancos apresentam maior resistência em conceder recursos para esses fins, “[...] procurando diminuir sua exposição aos riscos da atividade bancária, uma vez que seu estado de confiança sobre as perspectivas da economia e dos negócios se deteriora e os riscos percebidos aumentam” (PAULA; ALVES JR., 2003, p. 145).

Percebe-se, com isso, que o efeito do acelerador financeiro deve ser mais forte quanto mais forte for a recessão econômica e mais frágeis forem os balanços dos tomadores de empréstimo. Conclui-se, portanto, que as variações na disponibilidade de crédito, ao cercearem essa alternativa para que as famílias arquem adequadamente com seus compromissos financeiros, introduzem uma fonte adicional de variação do consumo agregado (LUDVIGSON, 1999).²¹ Ante a impossibilidade de recorrer ao mercado de crédito para rolar as dívidas, resta sacrificar gastos ou alterar posições de liquidez para evitar a inadimplência.

Antes de analisar a opção de alterar posições de liquidez, cabe destacar que além de as mudanças nas condições do mercado de crédito amplificarem e propagarem choques reais ou monetários, a postura dos bancos na concessão de empréstimos pode causar os choques. Conforme já exposto, o conteúdo subjetivo presente no risco do emprestador permite que o desejo dos bancos por conceder empréstimos altere-se sem que haja necessariamente alguma mudança no nível da demanda por crédito por parte dos tomadores de empréstimo (WOLFSON, 2004) ou qualquer alteração objetiva em suas capacidades de pagamento.²² O aumento da PL por parte dos bancos causa uma escassez de recursos ainda maior que a estratégia de fuga para qualidade, descrita acima, pois a desalavancagem dos bancos contrai o fluxo de geração de novos empréstimos às famílias e firmas mesmo que a qualidade de seus ativos mantenha-se intocada. Percebe-se que os bancos têm papel importante na explicação de flutuações econômicas. Assim, constata-se um entrelaçamento causal entre as flutuações econômicas e/ou crises e a PL dos bancos. Registre-se ainda que, além da oferta de crédito ser

²¹ “[...] na fase descendente do ciclo, eles [os bancos] cumprem um papel de amplificar o quadro de crise que se instala” (PAULA, ALVES JR., 2003, p. 145).

²² Para mais sobre a PL dos bancos e as flutuações da oferta de crédito, ver Paula; Alves Jr. (2003) e Wolfson (2004).

importante para determinar o andamento do ciclo econômico, o estado de confiança que embasa a PL dos bancos é, em grande medida, determinada endogenamente ao longo do ciclo, alterando-se gradualmente, mas podendo também, como visto, sofrer fortes reveses, em função da precária base sobre a qual se assenta (WOLFSON, 2004).

(c) Finalmente, retornando às medidas à disposição das famílias para lidar com seu endividamento, tem-se a terceira e última: a alteração de suas posições de liquidez, isto é, a estratégia de recorrer a fontes secundárias de fluxo de caixa pela venda de ativos (OREIRO, 2002, p. 482). Contudo, trata-se de uma alternativa que pode ser posta em xeque pela deflação de débitos.

Esse mecanismo revelado por Fisher (1933) é de fundamental importância para os fenômenos econômicos que interessam a este trabalho, ainda que o autor atenha-se à deflação de preços de bens como gatilho para a deflação de débitos.²³

A conjugação de endividamento excessivo e deflação de débitos acende a centelha de um processo difícil de ser revertido sem alguma intervenção externa (CARVALHO, MS), podendo apresentar consequências deletérias, pois além de o endividamento poder conduzir à deflação, a deflação pode aumentar o endividamento. Em outras palavras,

Cada dólar de dívida ainda não pago se torna um dólar maior, e se o super-endividamento inicial for grande o suficiente, a liquidação de dívidas pode não acompanhar a queda de preços que ela engendrou. Nesse caso, a liquidação derrota a si mesma. (FISHER, 1933, p. 344, tradução nossa).

As inovações financeiras provêm mais combustível a essa combinação explosiva, por dois aspectos. Em primeiro lugar, por incentivarem a alavancagem de famílias e de instituições financeiras e, em segundo, por permitirem que esse processo implemente-se sobre bases mais frágeis (KREGEL, 2008a), aumentando a probabilidade de ocorrência e mesmo o alcance destrutivo da deflação de débitos.²⁴

A tentativa de alterar o perfil dos portfólios rumo a ativos mais líquidos pode desencadear uma crise de confiança quanto à qualidade e aos riscos da classe de ativos dos quais se pretende se desfazer e deprimir seus valores, causando perdas de capital, tendo em vista que a “[...] PL crescente é [...] capaz de produzir mudança na estrutura de preços e rendimentos de valores mobiliários” (BROWN, 2005, p. 20). Some-se que o método de

²³ Para as diferenças entre o conceito de deflação de débitos para Fisher e para Minsky, ver Carvalho (MS).

²⁴ As relações financeiras baseadas em ativos securitizados e derivativos carecem de bases sólidas por serem baseadas em critérios frouxos de geração de empréstimos e por contemplarem diversas formas de “engenharia financeira” que permitem que conjuntos de títulos com alto risco de crédito sejam classificados com grau de investimento, além de em grande medida processarem-se fora das vistas e da proteção das autoridades financeiras. Para mais sobre o assunto, ver Wray (2008) e Kregel (2008a).

avaliação de portfólio de marcação a mercado também inflama o desejo de se desfazer dos ativos com preços deprimidos. Com isso, a tentativa de obter recursos líquidos para fazer frente a encargos de dívidas pode ser frustrada. Esse processo pode repercutir tanto sobre o próprio mercado financeiro, a depender da exposição das instituições financeiras aos ativos cujo valor é depreciado, quanto atingir os balanços de famílias. A redução do valor dos ativos pode tornar famílias ou bancos ilíquidos ou mesmo insolventes, caso não atinja igualmente o valor de seus passivos. No caso das famílias, adicionando-se a dificuldade de obtenção de empréstimos pela depressão do valor de seus ativos colateralizáveis, a repercussão será negativa sobre o consumo. No caso dos bancos, a situação de insolvência que pode levar a sua falência implica que os bancos restrinjam seus empréstimos a fim de reconstituir sua situação financeira, causando uma nova rodada de restrição de crédito a famílias, com os resultados sobre os gastos já destacados. Ademais, a possibilidade de falência de um banco é acompanhada pelo risco de que este problema localizado espalhe-se para outras instituições financeiras – risco sistêmico.

Nesse processo a “[...] percepção de que essas *securities* não eram tão seguras como inicialmente se acreditou” (CARVALHO, MS, p. 16) aumenta a possibilidade de novos *rounds* de venda de ativos. Assim, a redução dos preços de ativos pode incentivar outros agentes que inicialmente não se encontram em dificuldade financeira a desfazerem-se desses ativos por medo de sofrerem perdas de capital. Mas, ao venderem os ativos, acabam efetivamente realizando a perda de capital, o que a depender de sua estrutura de balanço pode colocar o agente, até então em boa condição financeira, em uma condição delicada. Estando o sistema financeiro marcado pelo aumento significativo de uma série de ativos estruturados e securitizados e derivativos, a desconfiança com relação a determinada classe de ativos pode espalhar-se para ativos semelhantes, ou mesmo não tão semelhantes, que a princípio não estavam sob suspeita, espalhando a deflação de seus preços para os balanços de instituições financeiras, de famílias e de firmas que os detenham, com as consequências já apontadas.

O resultado pode ser a percepção de que instituições financeiras e “[...] famílias, seja por retenção direta ou indireta, como por fundos de *hedge*, fundos de pensão [...], podem estar expostos a portfólios de CDOs totalmente ilíquidos” (ARESTIS; KARAKITSOS, 2008, p. 338, grifo nosso, tradução nossa),²⁵ de modo que se constata que tais ativos não valem o quanto se imaginou, revelando as bases fragilizadas sobre as quais a alavancagem erigiu-se.

²⁵ CDO é a sigla do termo em inglês “*collateralized debt obligations*”. São um tipo de ABS.

Com isso se conclui que as mudanças recentemente verificadas em mercados financeiros tornam a mudança de posições de liquidez uma alternativa menos segura para que os agentes lidem com as situações de endividamento.

Além de o processo de deflação de débitos representar perda de riqueza financeira, os novos arranjos financeiros amplificam as vulnerabilidades financeiras que, para Minsky, são sistematicamente criadas em economias capitalistas. Na próxima parte, partindo do efeito da destruição da riqueza, decorrente do processo de deflação de débitos, é possível qualificar melhor suas conseqüências em termos do comportamento do gasto de famílias e do desempenho da economia e analisar as vulnerabilidades às quais o sistema está submetido.

2.3. Efeitos da destruição da riqueza financeira sobre os gastos.

Os efeitos da desvalorização da riqueza financeira sobre o desempenho econômico dependem do peso dos ativos financeiros no patrimônio dos agentes (CINTRA; CAGNIN, 2007). Ante a constatação de Cintra e Cagnin (2007) e de Belluzzo (1997) segundo a qual as famílias passaram a deter esses ativos em proporções crescentes de seus patrimônios, percebe-se que os determinantes financeiros do consumo parecem crescer em importância na determinação do produto da economia.

O impacto da destruição da riqueza financeira sobre os gastos, além de se processar pela redução de acesso a crédito em decorrência da redução de garantias de que famílias dispõem, dá-se também pelo mecanismo dos efeitos riqueza já exposto.

Caso as famílias realizem as perdas provenientes da queda dos preços de suas ações, o consumo pode ser negativamente afetado, impactado pelo efeito riqueza realizado. Já pelo efeito riqueza presumido acredita-se que o caminho pelo qual a queda do preço das ações impacta o consumo seja por meio da “confiança do consumidor”, devido a incertezas quanto à renda e riqueza futuras, que refletem a desvalorização patrimonial, prejudicando o consumo corrente.²⁶ Há que se levar em conta ainda que, assim como as inovações financeiras têm permitido que as famílias acessem sua riqueza financeira imobiliária, como visto no caso das *home equities*, simetricamente ficam mais sujeitas a sua retração. Assim, as mudanças estruturais verificadas na indústria de empréstimos a consumidores e hipotecários, como a emergência de mercado secundário para MBS²⁷ e ABS, teriam aberto um novo canal através do qual as decisões de emprego de recursos produtivos podem ser impactadas por visões

²⁶ Mas, como já destacado, é importante ter em mente que a função consumo não apresenta a mesma volatilidade que os preços do mercado mobiliário.

²⁷ MBS – do termo em inglês *Mortgage-Backed Securities* – são *securities* colateralizadas por hipotecas.

incertas sobre eventos econômicos futuros, representando uma conexão entre a engenharia financeira e a demanda efetiva através do consumo.

Frente ao acirramento de suas situações de endividamento, há a possibilidade de ocorrer o que Brown (2007) chama de deflação de débitos das famílias: um esforço repentino e difundido de reduzir a porção de sua renda comprometida com serviços de dívidas, induzindo à contração da demanda por cartões de crédito, empréstimo para estudantes, entre outros, o que reflete a intenção em diminuir seus gastos financiados por dívida. Brown (2007) chama de “efeito Minsky” esse resultado do balanço endividado das famílias sobre a demanda efetiva. Logo, os impactos da deflação de débitos sobre o desempenho econômico podem ser ainda mais drásticos se, além de desencorajar o ritmo de expansão de crédito e, portanto, o ritmo de gastos em bens tangíveis e reproduzíveis financiados por dívidas, acarretar um massivo redirecionamento de fluxos de renda de famílias para o serviço da dívida, reduzindo seus gastos.²⁸ Assim, a severidade da contração econômica é marcada e pode ser intensificada pela extensão do processo de ajustamento dos balanços das famílias (BROWN, 2007).

Caroll e Dunn (1997) concluem que as alterações que acompanharam a desregulação iniciada nos 1970 tornou o consumo mais volátil e sujeito a expectativas de desemprego e de renda e, em especial, às incertezas em uma economia liberalizada e com forte presença de inovações em seus mercados financeiros.

2.4. Fragilização financeira de famílias.

A análise da instabilidade do sistema, a partir dos determinantes financeiros ligados ao consumo, exige que se analise se a engenharia financeira contribuiu para a fragilização financeira de famílias, reduzindo a capacidade da economia de absorver distúrbios econômicos sem impactar seu produto.

Assim como a taxonomia das unidades tomadoras de empréstimo de Minsky (*hegde*, *especulativa* e *ponzi*) pode ser expandida para classificar as posturas das famílias (BROWN, 2007), a HFF também pode abarcá-las. Analogamente às firmas, a HFF postula a tendência à queda da qualidade dos balanços das famílias no curso das expansões dos ciclos de negócios e que a difusão dessa deterioração pode precipitar episódios de deflação de débitos. Segundo Brown (2007), é possível supor a possibilidade de deflação de débitos como diretamente proporcional à fração de famílias que em determinado ponto no tempo pode ser classificada como *especulativa* ou *ponzi*.

²⁸ O autor aponta que os EUA testemunharam um aumento da razão de repagamento em relação às dívidas de consumidores em 1930, 1980 e 1990, todos anos de recessão.

Uma condição de estabilidade do consumo pode estar ligada à extensão da disponibilização de crédito a famílias de diferentes faixas de renda e às mudanças ao longo do tempo em sua capacidade de servir as obrigações das dívidas. O comprometimento da renda com os encargos decorrentes de endividamento pode impor sobre o balanço das famílias um estado financeiro fragilizado que pode trazer descontinuidades drásticas sobre o consumo e, conseqüentemente, sobre a demanda agregada.

Segundo Brown (2007), a disponibilidade de crédito expandida²⁹ – resultante das inovações financeiras, em especial da securitização de hipotecas e de recebimentos de consumidores – tem efeito comparável à redução da desigualdade de renda, em termos do montante consumido. As inovações, além de aumentarem o montante de crédito disponível àqueles já o acessavam, estenderam a disponibilidade de crédito aos que enfrentavam restrições, como jovens consumidores e famílias de rendas mais baixas (LUDVIGSON, 1999).^{30 31}

Mas Brown (2007) afirma que os gastos com consumo têm se tornado ainda mais dependentes de crédito do que as estatísticas agregadas costumam sugerir. A razão agregada dívida-renda disponível, por exemplo, não esclarece devidamente a distribuição de rendas e dívidas subjacentes. Se, ao longo do tempo, os aumentos na renda vêm acompanhados de sua concentração em algumas altas faixas de renda e o nível de endividamento é desproporcionalmente concentrado nos balanços de unidades econômicas que têm rendas mais baixas, então a razão agregada dívida-renda pode manter-se constante – ou até reduzir-se – mesmo que uma parte crescente do consumo esteja sendo financiada por dívida. De fato, apontam Cynamon e Fazzari (MS), desde a metade dos anos 1980 até 2007, os EUA testemunharam um processo semelhante a este. Além de o consumo americano ter crescido mais intensamente do que a renda disponível, essa se concentrou e o crescimento do endividamento foi o meio encontrado por muitas famílias para financiar o *boom* de consumo.³²

²⁹ Esse termo refere-se ao aumento das oportunidades de tomada de empréstimo para os indivíduos, sem que haja alteração de classificações de risco que lhes são atribuídas (BROWN, 2007).

³⁰ Nos EUA, em termos absolutos, as famílias de alta renda têm testemunhado a maior expansão do poder de tomar empréstimos. Mas o aumento da disponibilidade de crédito, a partir de 1987, pelo menos medido pelo crescimento percentual do limite de crédito, é mais notável para famílias de baixa e média rendas (BROWN, 2007).

³¹ Essa ampliação do mercado de crédito está ligada ao fato de a securitização ser uma técnica de diversificação, pois os ativos que servem de colateral às *securities* são um conjunto de inúmeros empréstimos, o que impede a exposição a um tomador de empréstimo único.

³² Para os EUA, Brown (2007) constata aumento da razão dívida-renda disponível da população mais pobre, entre 1995 e 2004. Para a população mais rica, a razão cai, mas principalmente em função do processo de concentração de renda.

Como resultado, a propensão agregada a consumir aumenta em decorrência do impulso causado pelo poder de tomar empréstimo de famílias situadas em vastas faixas da escala de renda, mas com ênfase especial para as famílias de renda mais baixa. Assim, nos últimos anos, é notável que a engenharia financeira venha impulsionando a demanda agregada ao aumentar o montante que pode ser tomado emprestado por famílias em todas as faixas da hierarquia de solvabilidade, principalmente as de rendas médias e baixas, exercendo um forte efeito sobre o comportamento dos gastos. Tristemente, é importante registrar que estas famílias são as mais vulneráveis à ruína financeira como resultado da tomada de empréstimos.

As famílias antes excluídas do mercado de crédito, alavancadas pela suposta democratização do acesso a crédito (WRAY, 2009), parecem estar mais sujeitas a mudanças nas expectativas de renda e dispor de menos recursos para fazer frente à frustração de expectativas, como acesso a crédito para rolar dívidas e a alteração de suas posições de liquidez. Some-se que, em realidade, de modo geral, as famílias – e principalmente as mais pobres – enfrentam maiores dificuldades para lidar com problemas provenientes do endividamento do que os demais agentes, o que agrava ainda mais a constatação acima.

Vê-se, assim, que as inovações financeiras e o aumento da liquidez delas decorrentes acirraram o processo de fragilização financeira por reduzirem o potencial de famílias lidarem com situações de dificuldade econômica, tendo como resultado o acirramento do potencial de volatilidade do sistema econômico.

2.5. Efeitos interativos: volatilidade do consumo e da economia.

O aspecto financeiro da atividade econômica estabelece relações entre o desempenho das diversas unidades, por meio do cumprimento dos compromissos financeiros estabelecidos. A dificuldade de honrar esses compromissos por parte de um agente econômico pode colocar em situação delicada o balanço do seu credor, espalhando para este as dificuldades econômicas enfrentadas, com potencial repercussão sistêmica. Nessa linha, o aumento da alavancagem que acompanhou o desenvolvimento das inovações financeiras interconectou mais ainda o desempenho financeiro e de gastos dos agentes econômicos: empresas, bancos (PAULA; ALVES JR., 2003) e consumidores.

A volatilidade do consumo e do investimento afeta os fluxos de fundos internos empresariais, e, com eles, os investimentos e a renda da economia, podendo iniciar um processo cumulativo de queda da renda e gastos das famílias, dos lucros das empresas e de seus investimentos. Essa espiral depressiva de rendas e lucros pode conduzir a deflação de débito e forte recessão: trata-se do processo interativo que conduz à depressão (MINSKY,

1986). Logo, o processo cumulativo pode ser agravado quando se levam em conta as relações financeiras. As dificuldades em saldar compromissos financeiros, em virtude do encurtamento das fontes de renda de famílias, podem tornar uma série de unidades econômicas, antes consideradas bons pagadores, em tomadores especulativos ou mesmo *ponzi* (ALVES; DYMSKI; PAULA, 2008, p. 22), espalhando para credores e, especialmente, para bancos as complicações econômicas. Estes vêm suas margens de segurança se reduzirem em meio a esse processo, o que os leva a rever o risco do prestador e a reduzir a oferta de crédito ou dificultar as condições de empréstimo, como estratégia de se precaverem contra a inadimplência. Mas, como apontam os mesmos autores, essa nova configuração das condições de obtenção de recursos externos ocorre no exato momento em que famílias mais necessitam de empréstimo, o que pode reforçar suas dificuldades econômicas e a redução de seus gastos e, com isso, a espiral depressiva entre gastos, rendas e preços de ativos.

Dentro do próprio sistema bancário, a interconexão das instituições financeiras é um elemento importante a ser levado em conta, pois em virtude da mentalidade de “*hang together*” – no qual os bancos estendem e contraem créditos “coordenadamente” – seus comportamentos tendem a ampliar a escala das expansões e quedas econômicas, como apontado por Alves, Dymiski e Paula (2008, p. 4).

Some-se que, como visto, as bases fragilizadas sobre as quais a alavancagem tem se erigido, em anos recentes, vêm acirrar os reforços negativos da espiral depressiva. Pelo fato de as famílias terem se engajado nesses tipos de relações financeiras, a estratégia de recorrer a fontes secundárias de fluxo de caixa pela alteração de posições de liquidez pode ser colocada em xeque. Com isso as famílias passaram a depender mais fortemente das outras duas formas de arcar com compromissos financeiros: seus fluxos de renda e o apelo ao mercado de crédito. Contudo, em geral, famílias recorrem à alteração de posições de liquidez exatamente por constatarem que seus fluxos de renda destinados a compromissos financeiros não foram suficientes. Assim, resta o apelo ao mercado de crédito. Mas o entrelaçamento financeiro que envolve a securitização de ativos e o uso de derivativos enreda também o sistema bancário. Se, em geral, em situações nas quais a demanda por crédito destina-se à renegociação de débitos passados os bancos já se mostram reticentes, em momentos nos quais as frágeis bases sobre as quais a alavancagem apóia-se ficam evidentes, a PL dos bancos acirra-se ainda mais. Isso se dá tanto por não pretenderem elevar seu grau de exposição emprestando a unidades muito engajadas em ativos ligados às inovações financeiras, quanto porque os próprios bancos expuseram-se diretamente a elas, fragilizando também sua estrutura financeira, de modo que precisam recompor seus balanços. Como resultado, famílias se vêem sem alternativa para

arcar com seus compromissos financeiros adequadamente. Logo, na tentativa de melhorar seus portfólios, os bancos podem na realidade piorar sua situação, pois ao cortarem a oferta de crédito dificultam que famílias saldem seus compromissos financeiros.

O que se conclui é que a utilização de recursos ligados às inovações financeiras, por parte de bancos e famílias, elevou o grau de interconexão entre o desempenho de suas atividades e pode colocar em xeque as estratégias de famílias arcarem adequadamente com seus compromissos financeiros, aumentando possivelmente, assim, a instabilidade sistêmica da economia por elevar a volatilidade do consumo.

Conclusão Final

A engenharia financeira, como Brown (2007) chama o processo de securitização juntamente com a criação de instrumentos derivativos, tem proporcionado aumento de liquidez no sistema financeiro e elevado a disponibilidade de crédito a famílias. Os efeitos positivos sobre o crescimento econômico são percebidos pela elevação de gastos de consumidores. Por outro lado, é necessário considerar que as inovações financeiras podem tornar a economia mais suscetível à especulação.

O novo fôlego ao processo de alavancagem, proveniente das inovações financeiras, abre caminho para uma tendência ascendente capitalista. Mas a forte alavancagem fragiliza financeiramente famílias, tornando seus balanços mais suscetíveis a problemas decorrentes da não-concretização de suas expectativas de rendas. Especialmente por vir acompanhada por relações financeiras carentes de sólidas bases, a alavancagem pode colocar em xeque as estratégias de defesa de famílias – apelo a crédito e mudança nas posições de liquidez. Estas estratégias permitir-lhes-iam arcar adequadamente com seus compromissos financeiros, sem a necessidade de alterar seus planos de gastos com consumo. Mas, em situações pessimistas, na qual o estado de confiança encontra-se abalado, estas estratégias ficam em suspenso porque os bancos exercem mais fortemente sua PL e o crédito ao consumo são prontamente sacrificados. Some-se a isso que a deflação de débitos pode inviabilizar a alteração de posições de liquidez dos agentes econômicos para fazer frente aos seus compromissos.

Se fragilidade financeira pode ser entendida como uma medida da resistência do sistema econômico a distúrbios,³³ constatou-se que as relações financeiras estabelecidas nas condições destacadas neste trabalho acirram a instabilidade capitalista, por reduzirem os

³³ Em *Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance*, texto de 1982, Minsky mostra como o sistema econômico coloca-se endogenamente em uma situação de fragilidade financeira na qual um choque, que pode ser até relativamente leve, ou mesmo processos endógenos que causem distúrbios econômicos tornam-se altamente desestabilizantes por não serem adequadamente absorvidos pela economia.

mecanismos à disposição dos agentes econômicos para lidar com essas situações, sem que necessitem alterar seus planos de gastos. Assim, a alavancagem reduz a elasticidade do sistema em absorver choques sem grandes traumas em termos da volatilidade do consumo, portanto, do produto da economia, e percebe-se que as inovações financeiras inflamam este processo, pois reduzem ainda mais a capacidade de famílias arcarem adequadamente com seus compromissos financeiros em situações adversas. Por fragilizarem as bases sobre as quais a alavancagem de recursos processa-se (KREGEL, 2008a), as inovações financeiras fornecem elementos que podem impelir o processo de deflação de débitos, tendo em conta que a combinação alavancagem e deflação de débitos pode incitar a súbita transformação do *boom* em depressão econômica (FISHER, 1933).

Assim, nesse novo arranjo financeiro as inovações financeiras, ao invés de aumentarem a estabilidade sistêmica, elevam a fragilidade financeira da economia, tornando-a potencialmente mais instável. Conclui-se que a atual configuração do sistema financeiro, erigida sobre bases fragilizadas, que reflete a elevação do risco sistêmico (KREGEL, 2009), impõe grande potencial de instabilidade ao consumo e, conseqüentemente, ao sistema econômico capitalista. Sendo assim, encerra-se o trabalho com as palavras de Sobreira que parecem caber adequadamente nesse contexto: “[...] as inovações tornaram as economias mais instáveis, fato que torna o sistema financeiro pouco funcional à atividade econômica” (SOBREIRA, 2008, p. 38).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALVES, A. J.; DYMSKI, G. A.; PAULA, L. F. (2008). *Banking strategy and credit expansion: a post-Keynesian approach*. **Cambridge Journal of Economics**. Oxford University Press, vol. 32(3), p. 395-420, May 2008.
- ANTZOULATOS, A. (1996). *Consumer credit and consumption forecasts*. **International Journal of Forecasting**. n° 12 (1996), p. 439-453.
- ARESTIS, P.; KARAKITSOS, E. (2008). *The U.S. housing slump and the consumer*. **Journal of Post Keynesian Economics**. New York: M. E. Sharpe, Inc., vol. 30, n° 3, p. 335-352, Spring 2008.
- BACCHETTA, P.; GERLACH, S. (1997). *Consumption and credit constraints: International evidence*. **Journal of Monetary Economics**. n° 40 (1997), p. 207-238.
- BELLUZZO, L. G. (1997). Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In FIORI & TAVARES (Org.) **Poder e Dinheiro. Uma economia política da globalização**, Petrópolis: Editora Vozes.
- BERNANKE, B.; GERTLER M.; GILCHRIST, S. (1996). *The Financial Accelerator and the Flight to Quality*. **The Review of Economics and Statistics**. The MIT Press, Vol. 78, No. 1, p. 1-15, Feb. 1996.

- BROWN, C. (2007). *Financial Engineering, consumer credit, and the stability of effective demand*. **Journal of Post Keynesian Economics**. New York: M. E. Sharpe, Inc., Spring 2007, vol. 29, n° 3, p. 427-453.
- _____. (2005). *Explaining Credit Problems In The U.S. Consumer Durable Goods Industry In The 1930's: Credit Channel Or Bank Liquidity Preference?* **American Review of Political Economy**. Vol. 3, No. 2, p.17-37, December 2005.
- BUNTING, D. (2009). *The saving decline: Macro-facts, micro-behavior*. **Journal of Economic Behavior & Organization**. Elsevier B.V., 70 (2009), p. 282-295.
- _____. (2004). *Consumption*. In: KING, J. E. (Ed.) **The Elgar Companion to Post Keynesian Economics**. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc.
- _____. (2001). *Keynes' Law and its critics*. **Journal of Post Keynesian Economics**. New York: M. E. Sharpe. Inc., Fall 2001, vol. 24, n° 1, p. 149-163.
- _____. (1998). *Distributional basis of aggregate consumption*. **Journal of Post Keynesian Economics**. New York: M. E. Sharpe. Inc., Spring 1998, vol. 20, n° 3, p. 389-413.
- _____. (1989). *The consumption function paradox*. **Journal of Post Keynesian Economics**. New York: M. E. Sharpe. Inc., Spring 1989, vol. XI, n° 3, p. 347-359.
- CAROLL, C. D.; DUNN, W. E. (1997). *Unemployment Expectations Jumping (S,s) Triggers and Household Balance Sheets*. **NBER Working Paper Series**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, Working Paper 6081, July 1997.
- CARVALHO, F. J. Cardim de (MS). **Is this "It"? Are we witnessing the Great Depression of the 2010s?** Manuscrito.
- CINTRA, M. A. M.; CAGNIN, R. (2007). Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, de crédito e de investimento da economia americana, após 1982. **Novos Estudos**. Vol. 79, p. 23-44, Novembro 2007.
- CINTRA, M. A. M.; FREITAS, M. C. P. de (2008). Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. **Revista de Economia Política**. Vol. 28, n° 3 (111), pp. 414-433, Julho-Setembro 2008.
- CYNAMON, B.Z.; FAZZARI, S. M. (MS). **The End of the Consumer Age**. Manuscrito
- _____. (2008). *Household Debt in the Consumer Age: Source of Growth—Risk of Collapse*. **Capitalism and Society**. Vol. 3, Issue 2, Article 3, p. 1-27.
- EICHNER, A. S. (1987). *The Macrodynamics of Advanced Market Economies*. New York: M. E. Sharpe. Inc.
- FAULKNER, C.; MUHLEISON, M. (2004). *Are U.S. Households Living Beyond Their Means? Consumer spending, household wealth and real estate prices*. **Finance & Development**. [S. l.], p. 36-39, March 2004.
- FAZZARI, S. (2010). *Reflections on Minsky's Financial Instability Theory in the Great Recession*. São Paulo: III Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2010. 28 slides: color.
- FISHER, I. (1933). *The debt deflation theory of great depressions*. **Econometrica**. Vol. 1, n° 4, p. 337-357.
- HEWITSON, G. (2004). *Banking*. In: KING, J. E. (Ed.) **The Elgar Companion to Post Keynesian Economics**. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc.

- KREGEL, J. (2009). *Why don't the bailouts work? Design of a new financial system versus a return to normalcy*. **Cambridge Journal of Economics**. Oxford University Press, n° 33, p. 653-663.
- _____. (2008a). *Minsky's Cushion of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market*. **Public Policy Brief n° 93**. Annandale-on-Hudson, New York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- _____. (2007). *The Natural Instability of Financial Markets*. **Working Paper n° 523**. Annandale-on-Hudson, New York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- LUDVIGSON, S. (1999). *Consumption and Credit: A Model of Time-Varying Liquidity Constraints*. **The Review of Economics and Statistics**. The MIT Press, 81(3), p. 434-447, August 1999.
- LUDWING, A.; SLØK, T. (2002). *The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OCDE Countries*. **IMF Working Paper**. WP/02/1, Janeiro, 2002.
- MAKI, D. M. (2000). *The Growth of Consumer Credit and the Household Debt Service Burden*. **FEDS Working Paper**. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, n° 2000-12. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=221416>. Acesso em 12/05/2010.
- MINSKY, H. P. (1986). **Stabilizing an Unstable Economy**. McGraw Hill.
- _____. (1982). *Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance*. New York: M.E. Sharpe. Inc.
- OLNEY, M. L. (1999). *The Role of Credit in the Consumption Collapse of 1930*. **The Quarterly Journal of Economics**. Vol. 114, n° 1, p. 319-335, February 1999.
- OREIRO, J. L. (2002). Fragilidade Financeira, Equilíbrios Múltiplos e Flutuações Endógenas. Um modelo pós-keynesiano não-linear de ciclos econômicos. **Est. Econ.** São Paulo: vol. 32, p. 465-504, Julho-Setembro 2002.
- PAULA, L. F. R.; ALVES Jr., A. (2003). Comportamento dos Bancos, Percepção de Risco e Margem de Segurança no Ciclo Minskiano. **Análise Econômica**. Rio Grande do Sul: UFRGS, ano 21, n° 39, p. 137-162, Jan./Mar 2003.
- SOBREIRA, R. (2008). Os Derivativos e a Crise de Crédito. In: Associação Keynesiana Brasileira (Org.) **Dossiê da Crise**. [S.l.]: Novembro 2008
- WRAY, L. R. (2009). *Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis*. **Working Papers n° 578**. Annandale-on-Hudson, New York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- _____. (2008). *Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky?* **Public Policy Brief n° 94**. Annandale-on-Hudson, New York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- WOLFSON, M. H. (2004). *Credit Rationing*. In: KING, J. E. (Ed.) **The Elgar Companion to Post Keynesian Economics**. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc.