

As Famílias na Abordagem Minskyana: aspectos e desdobramentos do endividamento das famílias americanas¹

Everton S.T. Rosa

Resumo

O objetivo deste trabalho é contribuir para a adequação teórica das famílias enquanto agentes macroeconômicos relevantes para a dinâmica do sistema econômico, tendo em vista a importância assumida pelo endividamento das famílias americanas nas últimas décadas, sobretudo no cenário da crise de 2007 e na lenta recuperação da economia americana. Neste sentido, propõe-se o resgate das contribuições de Keynes, considerando o tratamento específico do autor a estes agentes, bem como a recuperação de aspectos da economia monetária que também devem ser considerados para o entendimento da tomada de decisões das famílias, sobretudo ao se considerar as transformações da economia americana e a crescente inserção financeira das famílias. Porém, considera-se que a abordagem minskyana, por contemplar a dinâmica do financiamento e da aquisição de ativos, bem como os impactos das decisões ao longo dos sucessivos períodos correntes, configura-se como um referencial que permite avançar no entendimento e na representação teórica do comportamento das famílias, pois permite considerar estes agentes numa perspectiva de planejamento que supera o curto prazo e que não se limita aos gastos em consumo corrente e à restrição da renda.

Palavras-chave: economia monetária, fragilidade financeira, instabilidade financeira, famílias.

Abstract

The aim of this study is to contribute to the theoretical adequacy of the families as macroeconomic agents relevant to the dynamics of economic system, in view of the importance assumed by the indebtedness of American households in the last decades, especially in the crisis of 2007 and the sluggish recovery of U.S. economy. In this sense, it is proposed to rescue the contributions of Keynes, considering the specific treatment of the author to these agents, as well as the recovery of aspects of the monetary economy that must to be considered for understanding of the decisions of families, especially when considering transformations of the U.S. economy, the increasing financial integration of the families. However, it is considered that the Minskyan approach, to contemplate the dynamics of the financing and acquisition of assets, and the impacts of decisions over successive current periods, appears as a referential which allows to enhance the understanding and representation of the theoretical behavior of households, because allows us to consider these agents in a perspective of planning, beyond the short term and not limited to the spending on current consumption and income restrictions.

Keywords: monetary economy, financial fragility, financial instability, households.

Área 5 - Dinheiro, Finanças internacionais e Crescimento;

Subárea 5.1 - Economia monetária e financeira;

Sessões Ordinárias

¹ Artigo baseado na dissertação de mestrado “O Papel Macroeconômico das Famílias e a Geração de Fragilidade Financeira”, IE-Unicamp, 2012.

Introdução

No presente trabalho busca-se apresentar as famílias a partir da visão de Minsky, na qual, a economia descrita por Keynes poderia ser representada por unidades econômicas caracterizadas pelo seu conjunto de ativos e passivos. Procede-se desta forma tendo em vista a importância assumida pelo endividamento desta categoria de agentes nas últimas décadas, principalmente, ao se considerar que parcela substantiva das dívidas das famílias americanas corresponde diretamente à aquisição de ativos reais (os imóveis), ou a eles está associada. Isto é, num processo em que a ampliação do passivo tem se intensificado, amparada na trajetória de valorização destes ativos, destinando recursos para diversos fins, entre eles, o consumo corrente, como observado nas últimas duas décadas até a ocorrência da crise de 2007, nos EUA. De outro lado, como destacam Belluzzo & Coutinho (1998), a partir dos anos de 1980 há uma importante mudança na forma de composição da riqueza, sobretudo pelo crescimento da participação de ativos financeiros nos portfólios das famílias e empresas. Assim, a desconsideração da inserção financeira das famílias, tanto via ativos financeiros, quanto por passivos que financiam ativos reais, passa a ser crescentemente limitante para um entendimento mais completo do comportamento das famílias e, por consequência, para a compreensão das flutuações do sistema econômico.

Assim, é realizada uma discussão acerca do endividamento das famílias americanas como um ponto de partida para a revisão teórica desta categoria de agentes. Considera-se que as inovações financeiras promovidas pela concorrência privada e o crescente descompasso regulatório e de supervisão do Estado têm um papel central na geração da crise de 2007 e para o contexto de incerteza atual. Contudo, entende-se que a própria crise, iniciada no mercado imobiliário, e antes dela, o longo período de *boom* da economia americana, apresentam aspectos do comportamento das famílias que não têm recebido a devida atenção por conta da existência de lacunas e simplificações na teoria. Desta forma, aspectos relevantes para a dinâmica do sistema econômico acabam não sendo considerados, sobretudo num contexto em que parcela substancial da população encontra-se endividada e financeiramente frágil, após um longo período de valorização de seus principais ativos.

A partir de uma abordagem minskyana, busca-se adequar as famílias como agentes que tomam decisões para além do curto prazo e que se financiam externamente, tanto para o consumo, quanto para as aquisições de bens e/ou ativos de elevado valor; que seu endividamento, a despeito das facilidades das finanças liberalizadas, responde também a motivações e representam decisões tomadas pelas próprias famílias acerca do futuro. Desta forma, trata-se de recuperar o potencial de impacto da função-consumo de Keynes, bem como os aspectos que afetam o indivíduo e sua família quando inseridos numa economia monetária sofisticada em suas relações financeiras, como a economia

americana. Vale ressaltar que não se pretende colocar o consumo ou as famílias como elementos decisivos das flutuações econômicas, mas há a preocupação de retratá-los de forma mais acurada, destacando o seu papel nestas flutuações, tendo em vista a contribuição das famílias para a fragilidade da economia americana e gravidade da crise, bem como para a recuperação da economia dos EUA.

O artigo está organizado, além desta introdução e das considerações finais, em duas seções. A primeira seção trata da caracterização teórica das famílias a partir da visão de Keynes na *Teoria Geral* e, principalmente, da interpretação financeira de Minsky, buscando inserir estes agentes no escopo da Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF). A segunda seção refere-se aos dados da economia americana relacionados ao setor famílias, buscando apresentar as principais variáveis que permitem constituir uma análise do portfólio, bem como as implicações das estruturas financeiras sobre a tradicional função de gasto das famílias e para o sistema econômico.

1. A Caracterização Teórica das Famílias

1.1. A função-consumo de Keynes e os Portfólios de Minsky

Na abordagem de Minsky, em especial, em sua obra *John Maynard Keynes*, de 1975, o autor considera que todos os agentes econômicos – empresas, bancos, instituições financeiras, famílias e governos – poderiam ser representados através de um portfólio, ou seja, por seu respectivo conjunto de ativos e passivos. Estes portfólios, por sua vez, estabeleceriam *cash flows*, isto é, fluxos monetários de rendimentos derivados da posse de ativos e compromissos financeiros oriundos das dívidas assumidas. A dinâmica destes *cash flows*, ou a forma pela qual as unidades econômicas compatibilizam as receitas esperadas com seus compromissos financeiros ao longo do tempo, é o aspecto central para o entendimento da fragilidade financeira ao longo dos ciclos econômicos. O predomínio de posturas financeiras alavancadas, em que o peso dos encargos torna-se crescente em relação aos rendimentos, seja pela frustração de expectativas que cercam a fonte de entrada de recursos, seja pela alteração das condições de crédito, seja pelo otimismo associado ao ciclo de expansão da economia ou a mercados específicos, tornaria o sistema econômico cada vez mais financeiramente frágil e, portanto, suscetível à instabilidade financeira, uma vez que dependeria de processos específicos cuja interrupção levaria à reversão abrupta de expectativas e decisões.

Com relação às famílias, Minsky considerava que o consumo foi tratado de forma muito simplificada na *Teoria Geral* e na tradição econômica que segue-se após a Segunda Guerra Mundial, em parte pela própria exposição de Keynes, como também pela conjuntura de administração da demanda agregada ao longo do conflito mundial e imediatamente após – o investimento passou a ser

coordenado pelo Estado, ao longo do esforço de guerra, e o consumo ficou restrito à disponibilidade de bens, num período de escassez de crédito e de baixa bancarização da economia. Deste modo, a representação teórica do consumo estaria cada vez mais dissociada da realidade econômica observada, tendo em vista o enriquecimento da sociedade, a crescente importância dos bens de consumo duráveis e a difusão do acesso ao crédito (cartões de crédito, financiamento de automóveis, crédito estudantil, hipotecas). O autor admite que em nenhuma instância, o consumo foi considerado como fonte de perturbação do sistema. As famílias na *Teoria Geral* não estabelecem compromissos financeiros de nenhum tipo, portanto não deixam rastros financeiros para os períodos seguintes; as famílias ricas tomam decisões com base na renda líquida, deixando o capital intacto; as demais famílias tomam decisões com base na renda do trabalho, a qual seria conhecida *ex-ante*. O consumo de bens de elevado valor parece não ser representado na *Teoria Geral*, assim como os bens produzidos no passado, desta forma, a aquisição destes apenas ocorreria caso houvesse uma acumulação prévia de recursos, como transparece na descrição dos fatores subjetivos da propensão a consumir.

Na visão deste trabalho considera-se que a função-consumo de Keynes, apesar de não contemplar fatores relevantes como o crédito e o financiamento de bens de elevado valor, é uma construção mais complexa do que a teoria econômica tem considerado, em particular, porque o próprio autor admite, em várias passagens da *Teoria Geral*, que considera a propensão a consumir como estável e conhecida², porém adverte o leitor para não se esquecer de que este fator pode variar³. Keynes considera a função-consumo como dada e estável a fim de explicar a função-investimento, a *causa causans* das flutuações do sistema, numa perspectiva de curto prazo e de determinação da renda e emprego correntes. Porém, no capítulo 22, em *Notas Sobre o Ciclo Econômico*, o autor novamente adverte que para compreender as flutuações do sistema deve-se considerar todas as fontes de impacto, isto é, a eficiência marginal do capital, a taxa de juros e a propensão a consumir. “*Pois todas cumprem o seu papel*”, os dois primeiros associados à determinação do investimento e o último à dinâmica do consumo.

Com relação à função-consumo, Keynes expõe que a propensão a consumir seria determinada pela renda corrente, por fatores objetivos e fatores subjetivos. Os fatores objetivos retratam a influência de elementos como a política de juros, fiscal e salarial, bem como as relações esperadas entre a renda corrente, a renda futura e a renda líquida, além de aspectos associados ao estoque de ativos, como por exemplo, *as variações não esperadas no valor de capital*. Os fatores subjetivos, por sua vez, apresentam-se como os elementos mais relevantes para a modificação da

² Keynes, 1996, p.129.

³ Keynes, 2003, p.196.

função por conta de seu potencial volátil a curto prazo, em especial, por tratarem-se de aspectos que envolvem motivações especulativas e precaucionais, bem como elementos de planejamento e de tomada de decisões sobre a riqueza, ou seja, decisões que seriam afetadas pela incerteza quanto ao futuro e que seriam modificadas pelas circunstâncias do período corrente⁴. Nota-se que mesmo entre os fatores objetivos encontram-se vários elementos associados à avaliação dos agentes acerca do comportamento de variáveis no futuro, ou seja, dimensões que são, até certo ponto, também subjetivas e incertas. Desta forma, ao utilizar o recurso de uma função-consumo estável e conhecida, o autor limitou o potencial de perturbação das famílias sobre o sistema econômico, entendendo-se aqui, as famílias em sua maioria, mesmo aquelas que detêm uma renda “certa” do trabalho, mesmo que se adote suposições simplicadoras e, crescentemente, dissociadas da realidade, como a de que as famílias dependem apenas da renda ou que não possuem ativos (nem passivos).

Keynes chega a admitir que o consumo das famílias mais ricas, *as classes proprietárias de riqueza*, seria mais sujeito a modificações, em especial, pois no consumo destas observa-se a maior influência de outros fatores que não a renda, isto é, os fatores associados a decisões sobre o futuro e que se relacionam aos impactos da dinâmica da riqueza. Contudo, ao se considerar a evolução da economia americana, pode-se afirmar que o crédito (seu volume e condições) deveria ser inserido entre os fatores objetivos, inclusive por ser um elemento com o potencial de afetar os fatores subjetivos, ao reduzir a necessidade de constituição de reservas e por adiantar decisões de consumo e de alocação de recursos. Ademais, os próprios fatores subjetivos, por conta das motivações que envolvem, sugerem ser de aplicação mais ampla do que o escopo das famílias mais ricas. As famílias, por mais distintas e assimétricas em termos de renda e riqueza, deparam-se com a necessidade de tomada de decisões que excedem a renda e o curto prazo. Vale dizer, as famílias planejam minimamente os seus gastos, sobretudo no que refere-se à aquisição de bens de elevado valor, como automóveis e casas. A acumulação de passivos e, especialmente, os efeitos da valorização de casas (caso americano das últimas duas décadas), sugerem conexões com os gastos em consumo que são compatíveis com os demais determinantes da função-consumo de Keynes, sobretudo quando o endividamento torna-se um meio de exercício do efeito riqueza, permitindo usufruir de ganhos de capital, ainda que estes não sejam realizados pela venda do ativo (em referência aos imóveis nos EUA).

Assim, tendo em vista um caráter mais dinâmico da função-consumo, em parte, advindo da própria construção original de Keynes, em parte, oriundo da adequação da teoria às transformações

⁴ Como apresenta Keynes, os fatores subjetivos, ou fatores para abster-se de gastar, envolvem motivações associadas à constituição de reservas para contingências imprevistas, ao planejamento de decisões de gastos no futuro, à constituição de uma massa de manobra para projetos econômicos ou especulativos, à intenção de gastar-se progressivamente mais ao longo da vida, aproveitar os juros e a valorização, legar uma fortuna, e a pura avareza.

econômicas do século XX e XXI, e especialmente, com o preenchimento da lacuna do financiamento, pode-se considerar as famílias, independentemente de seu nível de renda ou riqueza, como agentes que tomam decisões e que também estão sujeitos à incerteza, pois assumem compromissos financeiros a serem liquidados ao longo do tempo, tanto no que refere-se à aquisição de bens, quanto de ativos. Além disso, as famílias são agentes suscetíveis à influência da dinâmica de seus estoques, sejam eles de ativos financeiros e reais, sejam de passivos acumulados ao longo do tempo.

Dessa forma, as famílias devem ser consideradas na estrutura conceitual de Minsky, sendo representadas por seus ativos e passivos, bem como por uma função de gasto compatível com uma economia sofisticada em sua dimensão financeira. Nesse sentido, tendo por base a experiência recente da economia americana, a representação mais comum consistiria de famílias que não apresentam rendimentos de ativos financeiros, mas que contrapõem a renda do trabalho às suas obrigações financeiras. Estas obrigações correspondem a dívidas de qualquer tipo, como o financiamento do consumo corrente, de uma relação futura de consumo, o consumo de bens de elevado valor, e mesmo, ativos reais, como os imóveis. Nesta abordagem, as decisões do período corrente implicam condições que estarão pressupostas para o período seguinte, sobretudo se as famílias decidem financiar uma aquisição ou o consumo. Assim, pode-se dizer que as famílias assumem posturas financeiras de qualidades distintas e que estão sujeitas à validação a cada período corrente. A renda, assim, enquadra-se num arranjo complexo, não sendo a única referência para os gastos e demais decisões.

Esta proposta de análise é compatível com as evidências da economia americana, como será visto a seguir na seção 2, a interação entre ativos e passivos, bem como a dinâmica do consumo frente à da renda, sugerem que a análise de portfólio é essencial para a compreensão do comportamento das famílias em qualquer período do tempo, evita-se inconsistências e explicações dissociadas da realidade observada. Por outro lado, significa que o reconhecimento de uma maior complexidade do comportamento das famílias implica a necessidade de reformulação dos instrumentos ou o ajuste do foco das políticas macroeconômicas.

1.2. As Famílias e a Hipótese de Instabilidade Financeira

Segundo Minsky (1992), a Hipótese de Instabilidade Financeira teria respaldo empírico e teórico, uma vez que estaria baseada nas evidências do período histórico, através do registro de diversas crises financeiras e “reais”. No plano teórico, o autor aponta que a HIF é uma interpretação do que há de mais substantivo na *Teoria Geral* de Keynes. Além disso, seria uma abordagem que

refletiria, de alguma forma, a visão do crédito e do ciclo de Schumpeter⁵. A HIF trata da economia capitalista como uma economia em que os sistemas financeiros são complexos e sofisticados, e os ativos de capital são de elevado valor, de modo que o problema econômico central estaria no desenvolvimento da estrutura de capital da sociedade: para Keynes, como é ressaltado em *John Maynard Keynes* (1975), o investimento seria a *causa causans* das flutuações da economia. Minsky, porém, complementa tal visão ao afirmar que as decisões de portfólio, entre as quais se encontra a decisão de investimento, são as causas mais profundas para as flutuações da demanda agregada⁶. Além disso, acrescenta que o consumo, diferentemente da forma que é tratado na maior parte da *Teoria Geral*⁷, teria o potencial de agir de forma pró-cíclica sobre a economia, sendo uma variável importante na análise das perturbações do sistema. Nesse sentido, a partir da própria interpretação de Minsky, verifica-se que a construção teórica da instabilidade financeira está baseada numa visão mais ampla das flutuações da economia. Por esta razão, considera-se que o conteúdo teórico da HIF vai além das condições que cercam as decisões de investimento, permitindo e ensejando a análise das decisões de aquisição e financiamento de ativos reais e financeiros por parte de várias unidades⁸. Como desenvolvido até aqui, considera-se que a HIF pode e deve ser utilizada também para as famílias, pois tem a capacidade de retratar as repercussões das relações financeiras associadas à realização de gastos em consumo e às decisões que envolvem o patrimônio (real e financeiro), como destaca o próprio autor – embora este não tenha explicitado mecanismos de perturbação do sistema a partir do consumo, numa perspectiva mais ativa, ao longo do ciclo.⁹

A HIF conecta o presente e o futuro, ao longo da transição de sucessivos períodos, por meio das estruturas financeiras montadas pelos agentes econômicos, desta forma, explicita o modo pelo qual as dívidas são constituídas e validadas (ou não) a ponto de tornarem-se um fator que pode afetar o comportamento do sistema econômico. Como afirma Minsky: “*The financial instability hypothesis,*

⁵ Minsky, 1992, p.1-2.

⁶ “*In Keynes’s theory the proximate cause of the transitory nature of each cyclical state is the instability of investment; but the deeper cause of business cycles in an economy with the financial institutions of capitalism is the instability of portfolios and of financial interrelations*”. (Minsky, 2008a, p.55).

⁷ Minsky (2008a, p. 25), entre outros elementos, destaca a “lei psicológica fundamental”.

⁸ Nesse sentido, Minsky (1992) destaca a abrangência de sua hipótese, inclusive advertindo para o tratamento do envolvimento financeiro de diferentes agentes econômicos como famílias, governos e empresas financeiras não-bancárias. Minsky (2008c) apresenta as nuances sobre a fragilidade do sistema oriundas dos processos de *securitização* e de desintermediação bancária, numa investigação que vai muito além do escopo do crédito bancário tradicional. Outros autores aplicaram a construção de fragilidade e instabilidade financeira de Minsky a diferentes contextos: Kregel (1998), por exemplo, utilizou o conceito de fragilidade financeira como forma de interpretar a situação apresentada pelos países emergentes na crise asiática; Taylor & O’Connell (1985) avaliaram a dinâmica de crescimento dos países com restrição externa através de um modelo de endividamento externo dentro das categorias de análise minskyanas; Deos (1997) analisou a validade e aplicabilidade da *Hipótese de Instabilidade Financeira* num contexto de mercados de capitais e de sistema financeiro diversificado.

⁹ Lourenço, 2006, p.467.

therefore, is a theory of the impact of debt on system behavior and also incorporates the manner in which debt is validated"¹⁰. Assim, neste trabalho, entende-se que a HIF é suficientemente ampla para captar a dinâmica de outras categorias de agentes, independentemente dos instrumentos típicos de cada conjuntura, uma vez que suas categorias de análise, com adequações específicas, permitem descrever a natureza de processos, muito à frente da conjuntura da qual tratava o autor. Isto porque, na visão de Minsky, é destacada a importância das transformações econômicas e o papel das inovações financeiras enquanto elementos que potencializam/modificam a dinâmica do sistema, mas que também podem contribuir para a sua fragilidade e instabilidade, sobretudo se as instituições e os mecanismos de supervisão não evoluírem para acompanhar as novas práticas e instrumentos. Desta forma, o comportamento financeiro das famílias, marcado pelo endividamento, mas não só por este, aparece como um movimento possível a partir da expansão e transformação do próprio sistema econômico, sendo compatível com os aspectos teóricos da HIF.

In the modern world, analyses of financial relations and their implications for system behavior cannot be restricted to the liability structure of businesses and the cash flows they entail. **Households (by the way of their ability to borrow on credit cards for big ticket consumer goods such as automobiles, house purchases, and to carry financial assets), governments (with their large floating and funded debts), and international units (as a result of the internationalization of finance) have liability structures which the current performance of the economy either validates or invalidates.** (Minsky, 1992, p.4, destaque nosso).

Neste sentido, interpreta-se que a contribuição teórica relevante da HIF está na demonstração da transformação endógena das posturas financeiras dos agentes a partir da abordagem dos *cash flows* e em como estes fluxos validam, ou não, os compromissos financeiros assumidos, contribuindo para a geração do *business cycle*. Desde *John Maynard Keynes* (1975), *Stabilizing an Unstable Economy* (1986), e em contribuições posteriores, como em *The Financial Instability Hypothesis* (1992), é explícito que a abordagem dos *cash flows* é aplicável a qualquer agente econômico – uma vez que todos podem ser caracterizados por um tipo de portfólio. E de fato, para o comportamento do sistema, o interessante é o modo como as relações financeiras dos diversos agentes processam-se. A instabilidade financeira, por sua vez, possibilidade sempre presente, torna-se mais provável com o predomínio de posturas mais especulativas e incompatíveis com os *cash flows* envolvidos, isto é, com a construção de um ambiente crescentemente frágil.

Assim, as famílias podem transitar entre cada uma das posturas financeiras – *hedge*, *Speculative* e *Ponzi* –, contribuindo tanto para gerar, prolongar e consolidar a situação de estabilidade e

¹⁰ Minsky, 1992, p.6.

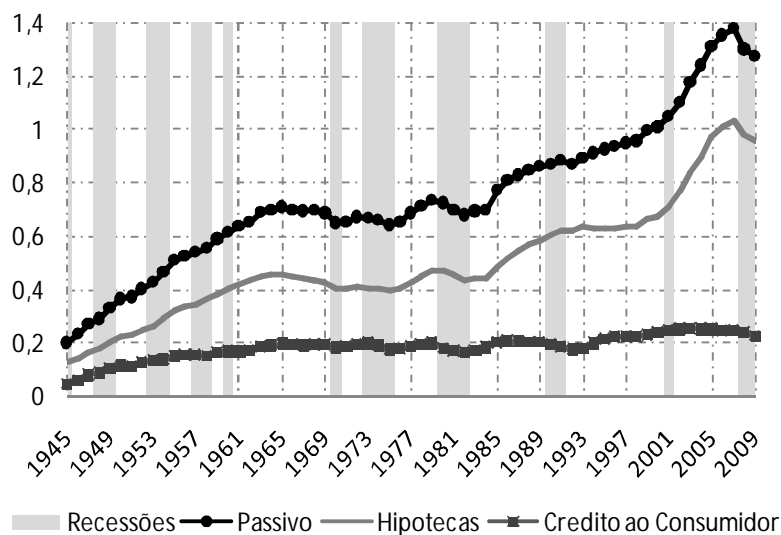
crescimento acelerado, quanto para a reversão e agravamento do ciclo¹¹. Podem estar entre os motivos para a formação de um *boom*, à medida que afetam o investimento, bem como entre os que determinam seu fim, pois ao se fragilizarem, ou promoverem a fragilização de outros, contribuem para a construção de um cenário de aumento da incerteza e de desconfiança nos prognósticos em geral.

2. Uma Análise Financeira sobre as Famílias Americanas

2.1. As Famílias a partir de seus Passivos

Nesta seção são apresentadas as informações sobre a inserção financeira das famílias americanas a partir de dados do *Flow of Funds Accounts* dos EUA e pesquisas como a *Survey of Consumer Finances*, ambos elaborados pelo *Federal Reserve Bank*. A abordagem do *Flow of Funds* permite uma visão agregada do setor famílias, em contrapartida, as pesquisas apresentam informações mais detalhadas no nível dos estratos da distribuição de renda e riqueza, contribuindo para destacar aspectos relevantes sobre as famílias de diferentes perfis. Ao longo desta seção, busca-se apresentar os aspectos macroeconômicos mais relevantes associados às famílias americanas, embora, quando necessário, faça-se referências adicionais aos aspectos referentes ao nível mais desagregado dos dados.

Gráfico 1: Passivo das famílias americanas, 1945-2009, em relação à renda disponível



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do Fed e *Bureau of Economic Analysis*.

¹¹ Visão compartilhada por McCulley (2009), Vidotto (2008), Guttman & Plihon (2008), Wray (2007).

De acordo com o gráfico 1, observa-se que o endividamento de curto prazo, identificado como crédito ao consumidor, apresenta uma relação estável com a renda disponível ao longo de todo o período do pós-guerra, havendo um leve aumento da relação a partir dos anos 1990 e 2000. De forma contrastante, observa-se que o crédito de longo prazo, identificado como as hipotecas, compõe a maior parcela dos passivos das famílias americanas, sendo a principal razão do endividamento destes agentes em qualquer período, bem como o principal fator de elevação dos passivos nas últimas três décadas. De outro lado, segundo dados do *Federal Reserve*, a partir da *Survey of Consumer Finances* de 2004-2007, os imóveis representam cerca de 45 a 50% dos ativos de famílias nas diversas faixas de renda, constituindo-se como o principal componente dos ativos das famílias¹².

Diferente do que ocorre com o crédito de curto prazo, as hipotecas apresentam movimentos de expansão acentuada: o primeiro corresponde à própria conjuntura do imediato pós-guerra, em que observa-se o crescimento contínuo do endividamento imobiliário até a década de 1960, num período de *boom* econômico, com crescimento da renda e do emprego, urbanização e difusão da casa própria; o segundo ocorre a partir da segunda metade dos anos 1980, numa conjuntura de transformações da estrutura ofertante de crédito, sobretudo após o colapso das *saving loans* e a partir da ampliação da presença das gigantes estatais ou relacionadas ao Estado, como a *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae, de 1938), *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae, de 1968), *Federal Home Loan Mortgage Association* (Freddie Mac, de 1970), como resposta ao colapso das instituições de poupança e com o objetivo de manter o mercado de financiamento imobiliário operante; o terceiro momento configura-se no último e maior *boom* do mercado imobiliário dos EUA, em termos de duração e ganhos, iniciado na segunda metade dos anos 1990, na década de *boom* da economia americana, passando pela conjuntura recessiva de 2001-2002, até o colapso em 2007.

Nota-se, portanto, o caráter estrutural do crédito, ou de outra forma, do endividamento das famílias para a dinâmica econômica, a despeito das transformações do sistema financeiro americano. Sem dúvida, a partir dos anos de 1980, o endividamento das famílias assumiu novas dimensões, com expansões mais rápidas, permitidas pelos impactos do movimento de liberalização e desregulamentação financeiras sobre a estrutura credora, mas sobretudo pela própria ação estatal na recuperação e expansão do mercado imobiliário, garantindo o acesso difundido à casa própria e um mercado secundário amplo e profundo para negociação das hipotecas¹³.

¹² Apenas para as famílias do estrato de 10% mais ricas em termos de renda é que os imóveis tornam-se menos expressivos, tendo em vista o volume de ativos financeiros concentrados nestas famílias. Para as demais famílias, os imóveis são o ativo de referência, sendo a sua inserção em ativos financeiros limitada, ainda que tenha avançado nas últimas décadas.

¹³ Sobre a inserção financeira das famílias, ver Aglietta (2004), Belluzzo (2009), Belluzzo & Coutinho (1998), Guttman & Plihon (2008), Wray (2007), Wray (2009) e MacCulley (2009).

Deste modo, diferentemente do que argumentam Guttman & Plihon (2008), Cynamon & Fazzari (2008), Serrano (2008), Brown (2007), Teixeira (2010) sobre o endividamento e a crise iniciada em 2007, considera-se, aqui, que não se trata de um processo de endividamento para sustentar o consumo corrente, ou para compensar perda salarial, ou um endividamento lastreado numa perspectiva de renda maior no futuro, ou ainda, do exercício de decisão de troca de consumo futuro por consumo corrente. Na visão deste trabalho, não se desconsidera que estes processos ocorram em alguma medida, porém, constata-se que estas seriam explicações insuficientes e até inconsistentes para compreender o movimento macroeconômico das famílias, em qualquer momento histórico, pois desconsideram elementos importantes de caráter decisório das famílias, bem como a interação entre as variáveis de fluxo e estoque, sobretudo frente às informações da economia americana. Vale dizer, estas abordagens apesar de incluírem a questão do crédito, não consideram que as famílias estão financiando ativos que apresentaram um importante movimento de valorização ao longo de décadas, o qual acabou por lastrear boa parte do aumento do endividamento recente. Em geral, as famílias são representadas apenas pela função-consumo – na qual predomina a noção de um consumo de bens correntes ou de bens-salários –, sendo vistas como agentes passivos e limitados a uma economia de variáveis de fluxo, ou seja, à dinâmica da renda, de curto prazo e de crédito para o consumo. Por isso, o endividamento das famílias, não raro, é visto como inconsequente, irracional ou como fruto de práticas predatórias dos agentes creditícios¹⁴.

É explícito que a estrutura financeira das famílias já é mais complexa desde os primeiros anos do pós-guerra, sobretudo pela expansão do acesso ao crédito e das instituições creditícias privadas e públicas, como Guttman (1994) destaca ao referir-se à economia americana deste período como uma *Debt Economy*. Minsky, por sua vez, considera que já nos anos 1930 a estrutura financeira e a forma como as famílias foram retratadas eram simplificadas¹⁵. A partir dos anos 1980, observa-se que a inserção financeira das famílias está em modificação ainda mais acentuada, em especial, por conta do maior ritmo de aquisição de ativos reais que são financiados externamente¹⁶. Deste modo, a consideração das famílias não se resume a uma questão de disponibilidade de crédito ampliada pelas inovações financeiras. Há uma série de estímulos que justificam o endividamento e a aceleração deste

¹⁴ Considerar que os preços dos ativos controlados irão se valorizar indefinidamente é uma aposta insustentável. Porém, ampliar seu endividamento porque sua riqueza financeira (ou real) aumentou, no máximo, é uma decisão especulativa.

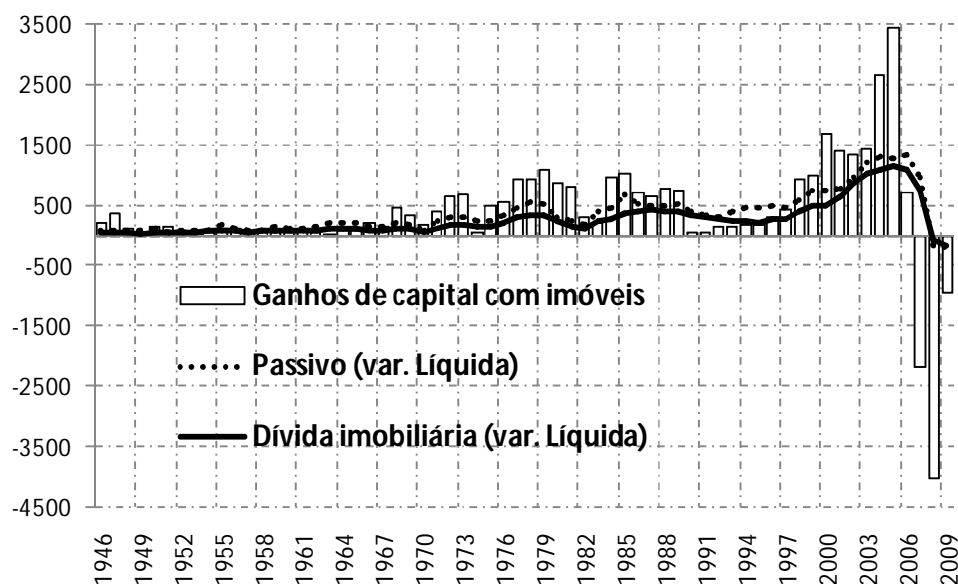
¹⁵ “*Thus the dependence of consumption spending upon near-term income from employment—which was and remains a fine first approximation for use in theory construction—is a less valid empirical assumption for the United States in the 1970s than it was for Britain, and the United States, thirty-five years earlier.*” (Minsky, 2008a, p.24.)

¹⁶ Estamos tratando dos passivos e ativos reais (imóveis), contudo não se deve desconsiderar a dimensão dos ativos financeiros, principalmente a partir da década de 1980, a composição dos portfólios das famílias passou a contar de forma crescente com ativos financeiros. Porém, diferente do que ocorre com os ativos reais, os ativos financeiros são extremamente concentrados nos estratos de maior renda das famílias.

ao longo do tempo, como por exemplo, os de ordem fiscal, sobretudo para o endividamento hipotecário e para a venda de imóveis (*Tax Reform Act*, de 1986, e *Taxpayer Relief Act*, de 1997), bem como a generalização da expectativa de enriquecimento com estes ativos a medida que este mercado mostrou-se em aquecimento. Pode-se afirmar que o próprio consumo corrente, quando financiado, enquadra-se dentro de uma lógica patrimonial mais complexa do que a simples facilidade de acesso ao crédito do ciclo recente, tendo em vista a estabilidade do crédito ao consumo *vis a vis* a ampliação de passivos associados a imóveis, seja na forma de hipotecas ou linhas de crédito lastreadas no valor destes ativos, como visto no gráfico 1.

Neste contexto, recuperando as dimensões de fluxos e estoques presente na abordagem de Minsky, a renda das famílias, enquanto um fluxo monetário, contrapõe-se às prestações dos empréstimos, os passivos, por sua vez, referenciam-se no valor ascendente dos ativos e não na dimensão da renda. Por isso, pode-se afirmar que o endividamento americano prosseguiu e a década de 1990, bem como os anos 2000, assistiram ao *boom* de consumo, mesmo diante da trajetória mais lenta de expansão da renda. Vale dizer, o endividamento das famílias, nos últimos trinta anos, está vinculado ao mercado de imóveis, tanto no que refere-se à aquisição das casas, como no efeito riqueza derivado dos ganhos de capital destes ativos.

Gráfico 2: Ganhos de capital derivados da posse de ativos residenciais pelas famílias, EUA, 1946-2010, em bilhões de dólares de 2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

No gráfico 2 constata-se como o endividamento familiar acompanha os ciclos de valorização dos imóveis, em especial, a partir do final dos anos 1960, entre outros, pelo recrudescimento do processo inflacionário que acabou elevando a demanda por ativos reais. Ademais, é possível observar a intensificação do endividamento ao longo de outros dois ciclos: um na segunda metade dos anos 1980 e o segundo a partir dos anos 1990. Como já discutido, as transformações do sistema financeiro americano, ao lado de incentivos fiscais, têm papel nestes dois movimentos, sobretudo no ritmo de expansão do endividamento e para a dimensão destes ciclos, tanto em termos de amplitude e extensão.

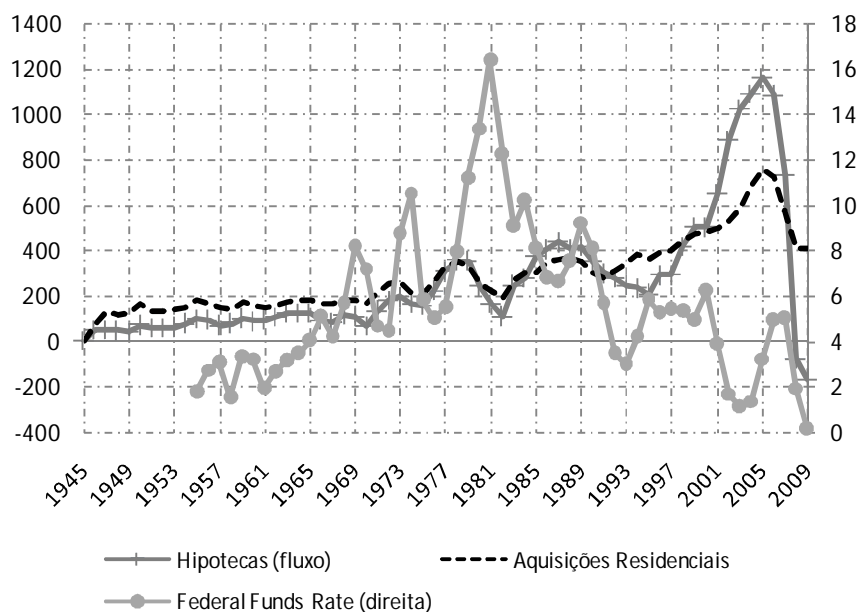
É possível argumentar sobre a importância das famílias para o ciclo econômico ao se observar que seu endividamento está logo no início das recuperações da economia americana. Nos períodos que se seguem às recessões, como nos anos 1970, na conjuntura recessiva do final dos 1980, e mesmo, após a crise de 2001-2002, observa-se que o endividamento acompanha a trajetória de valorização dos imóveis. O mercado imobiliário, por sua vez, responde rapidamente aos estímulos das políticas monetárias mais flexíveis (ver gráfico 3), sendo um dos pilares da recuperação e que é estimulado ainda mais pelo prosseguimento do endividamento das famílias. Desse modo, considerando o colapso de 2007 como a maior perda de capital da história para as famílias, pode-se afirmar que a lenta recuperação da economia dos EUA encontra uma de suas causas na ausência dos estímulos positivos advindos da intensificação do endividamento famílias, bem como do ritmo da construção civil, tendo em vista o caráter generalizado da fragilidade financeira das famílias e a escassez de liquidez da economia nesta conjuntura de incerteza e preferência pela liquidez.

De acordo com os dados do *Federal Reserve*, para a maior parte das famílias os ganhos de capital com imóveis são os principais elementos de modificação de seus patrimônios líquidos, sendo a maior parte destes ganhos do tipo *não-realizados*¹⁷. Isto é, a situação comum seria de famílias que detêm um imóvel que valoriza-se e, por ser a residência principal, acaba não sendo vendido. O enriquecimento fictício, assim, acaba sendo exercido por ampliação do acesso ao crédito, seja pelo refinanciamento das hipotecas, pelo acesso a linhas especiais de crédito associadas aos imóveis, hipotecas secundárias e, também, via crédito de curto prazo. Ou seja, ao longo do ciclo de valorização dos imóveis, as famílias acabam por ampliar a sua exposição financeira às condições de mercado. Em certo sentido, estão especulando sobre a continuidade da trajetória de preços de seu principal ativo, sobre sua capacidade de liquidar as prestações das dívidas, sobre a continuidade das condições de crédito e de desempenho da economia, uma vez que decidem ampliar seu endividamento, mesmo o seu

¹⁷ Ver tabela A1, em anexo.

consumo, ainda que a renda não tenha se alterado. Sua posturas financeiras passam a ser cada vez mais vulneráveis, uma vez que a validação de seu portfólio passa a depender da continuidade do processo de valorização dos imóveis.

Gráfico 3: Variação das aquisições residenciais e das dívidas hipotecárias das famílias americanas e trajetória da *Federal Funds Rate*, 1945-2009, em bilhões de dólares de 2010 e em %



Fonte: Elaboração própria com base em dados do *Flow of Funds Accounts* do *Federal Reserve*.

No gráfico 3, com atenção ao ciclo de liquidez mais recente, observa-se que o endividamento imobiliário excede o movimento de aquisições de imóveis, representando que parcela significativa destes recursos destinaram-se a outros fins. Greenspan & Kennedy (2007) argumentam que 80% do endividamento imobiliário, entre 1990 e 2005, correspondem a dívidas derivadas de refinanciamentos (*cash out refinancing*) ou emissão de segundas hipotecas (*home equity loans*), ou seja, há um movimento significativo de endividamento lastreado na valorização de casas que já estavam sendo financiada. Segundo os autores, as famílias com mais de um imóvel tenderam a vender sua casa e utilizar o dinheiro para adquirir uma nova propriedade: cerca de 87% dos recursos foram para o *downpayment* (pagamento inicial/entrada), 7% para o consumo e 6% para outros fins, como aplicações financeiras. Já as famílias que decidiram permanecer no imóvel, esperando maior valorização, fizeram *home equity loans*, destinando estes recursos para o pagamento de outras dívidas (cerca de 50% dos recursos), melhorias residenciais (25%) e consumo (20%). Além destas, as famílias que refinanciaram suas dívidas (*cash out refinancing*), utilizaram os recursos também para pagar outras

dívidas (1/3 dos recursos), melhorias residenciais (1/3) e consumo (17%). Assim, considerando que uma parte “de outras dívidas” (troçadas por dívida imobiliária) refere-se ao financiamento do consumo pretérito, e que parte dos recursos advindos do refinanciamento e de novas hipotecas, bem como uma fração dos ganhos de capital realizados, vão para o consumo corrente, temos que há um considerável efeito riqueza derivado da posse destes ativos. Este aspecto representa de forma mais clara a complexidade do comportamento das famílias. Desta forma, considerando que os ativos imobiliários são mais difundidos entre a população do que os ativos financeiros, temos que o potencial de impacto das famílias é abrangente.

2.2. A Fragilidade Financeira das Famílias Americanas

As famílias assumem posturas *hedge* quando financiam um imóvel, ativos em geral, bens, ou consumo a *taxas fixas* e numa magnitude tal que seu fluxo de compromissos financeiros possa ser “honrado” por sua renda, de modo que estes *cash flows* não estariam diretamente vulneráveis às condições de mercado. As posições *speculative* e *Ponzi*, quando não ocorrem de forma involuntária, são viabilizadas pelo mercado, estando vulneráveis às mudanças de volume e das condições de concessão de crédito. As famílias que assumem contratos a *taxas flexíveis*, e as que decidem fazer novas dívidas (*home equity loans*) ou refinar as existentes (*cash out refinancing*), estão num tipo de estrutura *speculative*, pois seus fluxos de pagamentos podem variar, bem como as condições para assumir novas dívidas, desse modo, a carga de obrigações financeiras pode não ser inteiramente honrada. Já as famílias que falham no cumprimento das obrigações financeiras (pagamentos de juros e principal), ou quitam compromissos através da emissão de novas dívidas, ou ainda, as que lançam dívidas sem contrapartida na renda¹⁸, poderiam ser consideradas como de estrutura *Ponzi*, pois não apresentam condições para quitar a totalidade dos compromissos financeiros.

A expectativa de continuidade do processo de valorização dos imóveis, alimentada e compartilhada pelas autoridades monetárias, passa a induzir as famílias a engajarem-se em estruturas financeiras cada mais frágeis ao longo do tempo, tendo em vista a elevação do ônus financeiro a despeito da evolução da renda corrente, sustentada num processo fictício não lastreado, ou crescentemente desconexo, da economia real. Vale dizer, com a euforia do *boom* da economia americana e do mercado imobiliário, as famílias acabaram reduzindo as suas margens de segurança, mesmo que a de seus credores “já fossem baixas”¹⁹. Deste modo, qualquer trajetória de preços que não seja a da aceleração da valorização coloca em xeque a estrutura financeira das famílias, uma vez que o

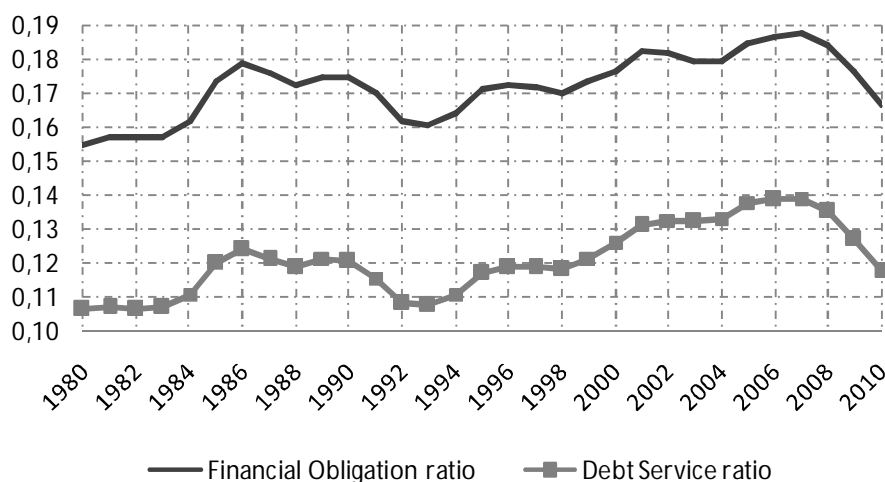
¹⁸ Referência aos *Ninjas – No income, no job, no assets*. Apenas a venda do imóvel valorizado justificaria o endividamento.

¹⁹ Kregel (2008) argumenta que a crise subprime se caracterizaria por margens de segurança reduzidas desde o princípio.

refinanciamento torna-se mais difícil com o fim da expansão, fazendo com que estas tenham que, de fato, arcar com os compromissos financeiros elevados em proporção da renda, e a recorrer à venda dos imóveis, mesmo às custas de uma importante perda de capital, ou, em caso de deflação generalizada, como a partir de 2007, ter esta saída inviabilizada.

Na conjuntura recente (1997-2007), a rápida apreciação dos imóveis fez com que as famílias intensificassem seu endividamento de longo prazo, mesmo frente à elevação dos compromissos financeiros (gráfico 4, a seguir), que reflete a própria fragilização destes agentes ao longo do ciclo.

Gráfico 4: *Financial Obligation ratio* e *Debt Service ratio*, EUA, 1980-2010, em relação à renda disponível²⁰



Fonte: Elaboração própria, *Federal Reserve*, <http://www.federalreserve.gov/releases/housedebt/>.

Com o objetivo de avaliar a complexidade do endividamento e a fragilidade financeira das famílias, destaca-se a necessidade de relacionar os passivos aos ativos, no âmbito dos estoques, e os compromissos financeiros à renda, no âmbito dos fluxos²¹. Nas tabelas 1 e 2, a seguir, são apresentadas a *leverage ratio* e a *debt service ratio*. A primeira relação sendo definida como a relação entre passivos e ativos, e a segunda a relação entre os encargos financeiros e a renda das famílias em cada estrato da distribuição de renda e riqueza.

²⁰ A *financial obligation ratio* (FOR) é uma estimativa de todos os pagamentos devidos pelas famílias em relação à renda disponível. Isto é, inclui as dívidas hipotecárias e relacionadas ao crédito ao consumidor, pagamentos de impostos sobre a propriedade – no caso dos proprietários, seguros residenciais, alugueis – no caso de famílias que pagam aluguel, e *leasing* de automóveis. A *debt service ratio* (DSR) inclui apenas pagamentos referentes a hipotecas e crédito ao consumidor. A DSR é considerada no cálculo da FOR.

²¹ Esta é a forma como Minsky apresenta a transição de posturas financeiras dos agentes em direção a arranjos mais frágeis. Maki (2000), no mesmo sentido, chama a atenção para o conceito de *household debt service burden*, ou seja, o peso dos encargos financeiros das dívidas das famílias sobre a sua renda, e não a magnitude das dívidas sobre esta.

De acordo com a tabela 1, de modo geral, observamos que as dívidas têm se elevado mais rapidamente que os ativos ao longo do período, sobretudo ao se considerar os períodos de recuperação e expansão da economia americana. Tem-se que o *leverage ratio* é mais elevado para as famílias de estratos de maior renda, exceção feita ao último estrato. Observa-se que a relação é menor para as famílias dos primeiros estratos, refletindo a sua menor inserção financeira (de dívidas e ativos), uma vez que as dívidas tendem a ser de valores menos significativos, a não ser quando financiam um imóvel.

Tabela 1: *Leverage ratio* das famílias, por tipo de família, EUA, 1989-2007, em %

Estratos		<i>Leverage ratio</i> do grupo (Passivos/Ativos)						
		1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
percentil da renda	menos de 20	9,1	13,1	12,1	12,7	13,5	15,1	13,5
	20–39.9	10,2	13,5	14,4	14,4	14,5	19,4	18,5
	40–59.9	14,5	17,3	19,5	20,6	19,2	23,2	24,3
	60–79.9	19,9	20,9	22,2	23,0	18,0	21,6	25,3
	80–89.9	17,7	19,4	20,9	20,0	18,1	22,7	23,3
	90–100	8,4	10,6	9,5	8,9	7,4	9,1	8,3
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	109,9	107,1	101,3	112,2	99,7	107,4	108,4
	25–49.9	43,6	48,5	50,8	51,0	47,9	54,1	56,4
	50–74.9	25,5	27,7	29,7	27,1	26,2	33,3	31,7
	75–89.9	14,6	15,5	14,6	16,1	14,4	16,2	17,5
	90–100	4,9	6,5	5,6	5,9	4,8	6,4	6,1
Todas as famílias		12,2	14,5	14,6	14,2	12,0	15,0	14,8

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances, 1989-2007*.

Para o último estrato, os ativos, majoritariamente financeiros, são de elevada magnitude, mesmo frente ao volume de dívida, de modo o *leverage ratio* é relativamente baixo. Para as demais famílias (estratos intermediários), consideramos que as relações são um indicativo do processo de acumulação de dívidas frente à valorização dos ativos, em que os ganhos de capital não-realizados seriam exercidos via crédito, ampliando o volume de dívidas, tendo em vista a menor inserção via ativos financeiros, e a aceleração do *leverage ratio* nas últimas décadas.

Segundo Wolff (2010), as famílias 1% mais ricas, em termos de patrimônio, detinham 34,6% da riqueza em 2007, os 19% seguintes outros 50,5% desta, totalizando 85% da riqueza nos 20% mais ricos. Dessa forma, temos que o *leverage ratio* para estratos da distribuição de patrimônio acaba agregando famílias de diferentes níveis de renda. No primeiro estrato da base, o peso das famílias com patrimônios líquidos negativos ou nulos supera o das famílias com patrimônios positivos, desse modo, as dívidas praticamente equivalem à totalidade dos ativos do estrato. Para os demais estratos, verifica-se que, por conta dos patrimônios líquidos serem crescentemente positivos, o *leverage ratio* tende a ser

mais reduzido, sobretudo em relação aos estratos mais ricos, os que detêm a maior parte da riqueza e dos ativos financeiros.

Tal como o *leverage ratio*, a *debt ratio*, por estratos, ainda é um indicador bastante agregado, uma vez que apresenta a situação média de cada estrato, permitindo apenas a comparação da situação média entre os estratos, mas não auxíla no entendimento do que ocorre no interior dos mesmos. Pode-se supor, assim, que em cada estrato há diferenças, com famílias com situações financeiras mais frágeis do que outras, em especial no caso das famílias menos abastadas. Os dados apresentados na Tabela 2, de certa forma, ajudam a minimizar estas deficiências, pois, além da *debt ratio*, apresentam a proporção de famílias com dívidas cujos encargos financeiros superam 40% da renda, fornecendo uma medida que permite inferir mais adequadamente sobre a situação financeira das famílias em cada estrato da distribuição.

Tabela 2: *Debt ratio* das famílias, por tipo de família, EUA, 1989-2007, em %

Estratos		<i>Debt ratio</i> do grupo (Pagamentos/renda)							Famílias devedoras com <i>debt ratio</i> superior a 40%						
		1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
percentil da renda	menos de 20	14,1	16,4	19,1	18,8	16,1	18,2	17,6	24,6	27,1	27,4	29,8	29,3	26,8	26,9
	20–39.9	13,0	15,8	17,0	16,6	15,8	16,6	17,2	14,5	16,0	18,0	18,3	16,6	18,5	19,5
	40–59.9	16,3	16,1	15,6	18,7	17,1	19,4	19,8	11,0	10,8	9,9	15,9	12,3	13,7	14,5
	60–79.9	16,9	16,7	17,9	19,1	16,8	18,5	21,7	5,8	8,2	7,7	9,8	6,5	7,1	12,7
	80–89.9	15,7	15,5	16,6	16,8	17,0	17,3	19,7	3,4	3,5	4,7	3,5	3,5	2,4	8,1
	90–100	8,7	11,3	9,5	10,3	8,1	9,3	8,4	1,9	2,4	2,3	2,8	2,0	1,8	3,8
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	12,0	11,6	13,4	15,0	13,3	13,0	15,0	8,1	10,2	10,1	13,1	11,6	10,6	10,5
	25–49.9	16,4	17,6	18,6	20,1	18,1	19,5	22,4	11,9	13,0	12,9	15,9	14,2	15,8	19,2
	50–74.9	18,0	18,1	18,0	18,3	16,7	20,6	20,3	11,1	12,3	12,7	13,0	11,2	12,8	15,9
	75–89.9	14,6	14,3	13,9	14,8	15,4	15,1	17,0	9,3	10,2	9,9	12,3	10,6	9,6	13,0
	90–100	7,2	10,6	9,0	10,2	7,4	8,6	8,0	7,0	9,6	11,5	12,2	8,5	7,6	11,0
Todas as famílias		12,8	14,3	14,1	14,9	12,9	14,4	14,5	10,0	11,4	11,7	13,6	11,8	12,2	14,7

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances, 1989-2007*.

Nota-se que para os primeiros estratos da distribuição de renda, as famílias com encargos relativamente mais elevados são mais frequentes, como destacamos, por conta da magnitude e dinâmica da renda. Além disso, apesar de um número menor de famílias se endividar nestes estratos, as dívidas de curto prazo são mais comuns e, embora tenham valores menores, são as que apresentam maiores encargos, sobretudo para famílias com histórico de crédito ruim, ou mesmo sem este histórico (ver tabela A2, em anexo). Porém, percebe-se que esta situação é relativamente estável ao longo do período 1989-2007. Considerando os demais estratos, em que o componente imobiliário é cada vez

mais relevante, observa-se que em momentos de crise, como em 2001, o *debt ratio* reduziu-se. Em 2007, no entanto, a fração da renda requerida para saldar compromissos financeiros foi a mais elevada da série histórica para todos os estratos.

Deste modo, pode-se afirmar que a fragilidade financeira é mais intensa, e provável, para as famílias com menor renda, porém, a fragilidade macroeconômica se dá quando esse movimento torna-se generalizado, o que ocorre a partir de 2001 até 2007, sobretudo para as famílias do segundo estrato em diante. Vale dizer, o acesso difundido aos imóveis, por meio de décadas de expansão do mercado e do financiamento imobiliário, permitiram, de forma generalizada, o envolvimento das famílias com ativos de elevado valor. Diferente do que ocorre com os ativos financeiros, concentrados em pequenas parcelas da população (ver tabelas A3 e A4, em anexo), os ativos reais permitiram uma maior influência das famílias sobre a dinâmica do sistema, seja pela fragilidade financeira construída ao longo do longo ciclo de valorização dos imóveis, seja nos impactos positivos do efeito riqueza sobre o boom de consumo dos anos 1990 à 2007, seja nos efeitos negativos do comportamento pró-cíclico das famílias, elevando poupanças, reduzindo gastos em consumo e postergando decisões a fim de contornar a sua fragilidade financeira, num contexto de elevada incerteza, fraco desempenho da atividade econômica e elevado nível de desemprego.

3. Considerações Finais

Neste trabalho buscou-se demonstrar que as famílias são agentes que não apenas podem se tornar financeiramente frágeis, mas que também podem fragilizar o sistema e inserir outras nuances sobre as variáveis convencionalmente analisadas, como o investimento, seja por sua ação na órbita dos gastos correntes, seja pela estruturação de seus portfólios. Assim, no intuito de verificar a atualidade do conteúdo teórico da *Hipótese de Instabilidade Financeira*, no contexto em que as famílias tomam um papel mais importante na circulação financeira – como foi o caso dos EUA, sobretudo nas duas últimas décadas –, buscou-se os fundamentos teóricos para a compreensão deste comportamento, no contexto de aprofundamento e de maior complexidade das relações financeiras. As famílias foram interpretadas como unidades econômicas tomadoras de decisões, como o próprio Minsky as considerava, não as restringindo à renda e ao consumo. Dessa forma, foram inseridas de acordo com os aspectos teóricos característicos da economia monetária de Keynes, ressaltando o papel das expectativas, da incerteza e da interação financeira-produtiva, destacando a contribuição macroeconômica das famílias para a dinâmica sistêmica.

O termo *endividamento do consumidor*, ou a menção ao endividamento das famílias, a princípio, pode induzir a ideia de constituição de dívidas para o consumo corrente. Contudo, os dados do setor famílias indicam que o financiamento de ativos de elevado valor, e cuja natureza excede o curto prazo, é o aspecto responsável pela mudança estrutural no comportamento das famílias e de seu endividamento. Sendo assim, sugere-se que a questão relevante não é a do endividamento das famílias, ou do consumidor, ou ainda do trabalhador, para o consumo tradicional, mas o endividamento destes associado a um forte processo de constituição de patrimônio, observado de forma direta no caso dos imóveis, mas que pode envolver ativos financeiros. Assim, enquanto o crédito possa ser visto como um determinante importante para o consumo, – e os dados da economia americana nos revelam que esse processo, condicionado pela institucionalidade do tempo histórico, é de longa data –, a visão do crédito apenas como amplificador do consumo continua a manter as famílias num universo estático e conhecido, no sentido de que a referência para seus gastos passa a ser um múltiplo da renda, ao invés de uma fração desta, levando a explicação teórica por uma linha que desconsidera elementos centrais do comportamento das famílias.

Porém, considerando a discussão teórica da abordagem *minskyana* e os dados da economia americana, quando o crédito é inserido, em suas várias formas, enquanto um dos elementos necessários para a realização de operações de portfólio (aquisições de ativos e bens de elevado valor), coloca-se as famílias no universo de incerteza da economia monetária. É possível captar, assim, como o efeito riqueza, sobretudo dos ativos reais, permite a tomada de decisões das famílias (a despeito da renda) que, de outra forma, seriam vistas como insustentáveis ou irracionais, mesmo que considere-se as facilidades e excessos de um sistema financeiro desregulado. Desta forma, ao inserir as famílias a partir da dimensão de seus estoques, é possível enquadrar o próprio “consumo alavancado” dentro de uma construção mais completa, amparada na realidade dos dados e consistente do ponto de vista dos fluxos e estoques. Assim, a fragilidade financeira das famílias e a vulnerabilidade da economia americana não estariam no fato do consumo crescer à frente da renda, mas no fato de que as famílias tomam decisões mais complexas – sobre o futuro, com expectativas de longo prazo, sujeitas à incerteza e à frustração – que implicam estruturas financeiras “expostas” ao mercado, tanto pelo lado ativos, quanto pelo passivos. A renda entra nesta construção como uma variável importante, mas dentro de uma construção maior, que envolve motivos e expectativas que não se limitam à sua dinâmica.

Este trabalho buscou demonstrar que ao lado das transformações da economia, das inovações financeiras e dos excessos dos agentes financeiros na dinâmica da concorrência – associados à precariedade de regulação e supervisão das instituições oficiais –, as famílias *tomam decisões* complexas que não se restringem ao consumo corrente e à magnitude da renda, sendo melhor

entendidas a partir de um portfólio, tal como foi sugerido por Minsky. No caso das famílias que apenas financiam o consumo, destaca-se que estas estabelecem arranjos financeiros que estarão pressupostos para o próximo período. Mesmo nestes casos, as decisões envolvem expectativas sobre as condições que cercam a renda, o acesso e custo do crédito, entre outros. Deste modo, a estrutura financeira destas famílias está sujeita à validação a cada período corrente. De outro lado, o aspecto mais expressivo do comportamento das famílias é destacado quando verifica-se que a maior parte do endividamento destes agentes está associada à decisão de aquisição de um ativo, sendo que sua valorização esperada lastreia a ampliação do endividamento, como forma de exercício do aumento de riqueza (efeito no consumo), dado que o ativo, em geral, não é vendido (imóveis). Ambos os casos, em especial o segundo, por sua abrangência e intensidade, tornaram a crise, e têm tornado a recuperação, um desafio maior para a economia americana.

Com relação à crise de 2007, consideramos que a recuperação da economia americana passa pela reestruturação da posição financeira das famílias. As suas dívidas continuam elevadas e seus ativos perderam valor, em especial, os imóveis. Muitas famílias perderam o emprego e, portanto, a capacidade de liquidar seus compromissos financeiros. Enquanto essa situação não se reverter, a reação das famílias, como de outros agentes, tenderá a ser pró-cíclica, tendo efeitos cumulativos negativos sobre as perspectivas de uma recuperação mais robusta. Deve-se acrescentar que esta crise representa a maior perda de capital da história para as famílias americanas, o que, de um lado, ressalta o seu profundo envolvimento financeiro, e de outro permite afirmar que a recuperação da economia dos EUA passa a exigir medidas que permitam o saneamento financeiro destes agentes.

Referências Bibliográficas

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

BELLUZZO, L. G. *Os Antecedentes da Tormenta: Origens da crise global*, Editora Facamp, Campinas, 2009.

_____.; COUTINHO, L. 'Financeirização' da Riqueza, *Inflação de Ativos e Decisões de Gasto em Economias Abertas*, Economia e Sociedade, Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, v.7, n.2 (11), p.137-150, dezembro, 1998.

BRAGA, J. C. S. *A Financeirização da Riqueza*, Economia e Sociedade, Campinas - S.P. UNICAMP, p.25-58, 1993.

BROWN, C. *Financial Engineering, Consumer Credit, and the Stability of Effective Demand*. Journal of Post Keynesian Economics. New York: M. E. Sharpe, Inc., vol. 29, n° 3, p. 427-453, 2007.

BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS. *Integrated Macroeconomic Accounts for the United States*, diversos anos, disponível em: <http://www.bea.gov>.

_____. *National Income and Product Accounts*, diversos anos.

CYNAMON, B.Z.; FAZZARI, S. M. *The End of the Consumer Age*. Manuscrito, 2010.

_____. *Household Debt in the Consumer Age: Source of Growth –Risk of Collapse*. Capitalism and Society. Vol. 3, Issue 2, Article 3, p. 1-27, 2008.

DEOS, S. *A Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky numa Economia de Mercado de Capitais*, Dissertação de Mestrado apresentada na UFRGS, Porto Alegre, 1997.

FEDERAL RESERVE. *Changes in U.S. Family Finances from 1998 to 2001: Evidence from the Survey of Consumer Finances*, January 2003.

_____. *Changes in U.S. Family Finances from 2004 to 2007: Evidence from the Survey of Consumer Finances*, February 2009.

_____. *Flow of Funds Accounts of the United States*, vários anos, <http://www.federalreserve.gov/datadownload/>.

_____. *Survey of Consumer Finances*, vários anos, http://www.federalreserve.gov/econresdata/scf/scf_2007.htm.

GREENSPAN, A. & KENNEDY, J. *Sources and Uses of Equity Extracted from Homes*, Finance and Economics Discussion Series paper 2007-20, Federal Reserve Board, 2007.

GUTTMANN, R. *A Primer on Finance-Led Capitalism*, Hofstra University, New York, CEPN, Paris, Revue de la Regulation, n°3/4, May 2008.

_____. *How Credit-Money Shapes the Economy: United States in a Global System*, M.E. Sharpe, London, England, 1994.

_____.; PLIHON, D. *O Endividamento do Consumidor no Cerne do Capitalismo Conduzido pelas Finanças*, Economia e Sociedade, Campinas, v. 17, Número especial, p. 575-611, dezembro, 2008.

KEYNES, J. M. *Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda*, Os Economistas, Editora Nova Cultural, São Paulo, 1996.

_____. (1937). *The General Theory of Employment*, The Quarterly Journal of Economics, 51 (February 1937) in The Collected Writings of John Maynard Keynes, MacMillan for the Royal Economic Society, Cambridge University Press, vol. XIV, 1973.

_____. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*, The University of Adelaide: Library Electronic Texts Collection, 2003. (<http://etext.library.adelaide.edu.au>)

KREGEL, J. *Yes, 'It' Did Happen Again: A Minsky Crisis Happened in Asia*, Economics Working Paper Archive wp_234, The Levy Economics Institute of Bard College, 1998.

_____. *Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market*. Public Policy Brief No. 93. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. January, 2008.

LOURENÇO, A. L. *O Pensamento de Minsky: Alterações de Percurso e Atualidade*, Economia e Sociedade, n.28, Campinas, 2005.

MAKI, D. M. *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, February 2000.

MCCULLEY, P. *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*, Global Central Bank Focus, May 2009.

MINSKY, H. P. (1975) *John Maynard Keynes*, McGraw-Hill books, 2008a.

_____. (1982) *The financial instability hypothesis, capitalist processes and the behavior economy*, In KINDELBERG, C. P. & LAFFARGUE, J. P. *Financial Crises. Theory and Policy*, Cambridge University Press.

_____. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill books, 2008b.

_____. (1987) *Securitization*, The Levy Economic Institute Policy Note. The Levy Economic Institute of Bard College, February 2008c.

_____. (1992) *The Financial Instability Hypothesis*, The Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper n. 74, The Levy Economic Institute of Bard College.

SERRANO, F. *Los trabajadores gastan lo que no ganan: Kalecki y la economía americana en los años 2000*, Circus, 3. Argentina, 2008.

TAYLOR, L.; O'CONNELL, S. *A Minsky Crisis*. Quarterly Journal of Economics, 100 Supplement, p.871-885, 1985.

TEIXEIRA, L. *Uma Investigação sobre o Endividamento dos Trabalhadores Norte-americanos dos Anos 1980 aos Anos 2000*, Dissertação de Mestrado apresentada na Unicamp, Campinas, 2010.

VIDOTTO, C. *O Espectro de Keynes Ronda a América: hipotecas, securitização e crise financeira nos Estados Unidos*. In: SICSÚ & VIDOTTO. C. *Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas*. Elsevier, Rio de Janeiro, 2008.

WOLFF, E. N. *Recent Trends in Household Wealth in the United States: Rising Debt and the Middle-Class Squeeze*, The Levy Economic Institute Working Paper n. 502, The Levy Economic Institute of Bard College, March 2010.

WRAY, R. *Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis*. The Levy Economic Institute Working Paper n. 578, The Levy Economic Institute of Bard College, September 2009.

_____. *Lessons from the Subprime Meltdown*, The Levy Economic Institute Working Paper n. 522, The Levy Economic Institute of Bard College, December 2007.

Anexo

Tabela A1: Ganhos de capital não-realizados das famílias americanas, 1998-2007, em % dos ativos totais e em mil dolares de 2007

estratos		1998				2001				2004				2007			
		Imó- veis	Negó- cios	Ativos finan- ceiros	Total	Imó- veis	Negó- cios	Ativos finan- ceiros	Total	Imó- veis	Negó- cios	Ativos finan- ceiros	Total	Imó- veis	Negó- cios	Ativos finan- ceiros	Total
percentil da renda	menos de 20	27,6	4,9	0,3	32,8	26,7	2,0	-0,1	28,6	29,3	7,7	-0,6	36,4	30,5	10,6	1,4	42,5
	20-39,9	22,5	2,3	1,3	26,1	27,0	3,9	-0,3	30,7	28,3	5,9	0,3	34,5	31,4	3,2	0,3	35,0
	40-59,9	20,8	5,6	1,3	27,7	18,8	3,9	0,2	22,9	25,9	3,0	0,5	29,4	24,7	5,6	0,8	31,1
	60-79,9	16,0	6,3	2,4	24,6	17,0	5,2	1,7	24,0	23,1	4,0	0,5	27,6	23,1	3,8	1,6	28,6
	80-89,9	14,1	6,5	2,8	23,4	15,7	7,8	1,8	25,3	19,4	4,4	0,8	24,7	23,8	8,8	0,9	33,6
	90-100	9,1	17,2	6,4	32,7	11,4	16,9	3,3	31,6	14,3	16,6	1,6	32,5	13,8	20,8	3,9	38,5
% das famílias		65,5	10,7	26,3	71,0	67,2	11,6	27,6	72,1	68,8	11,1	25,1	73,0	69,0	11,5	21,7	72,4
mediana para as famílias com estes ganhos		37,8	39,5	4,6	39,5	45,1	59,6	0,6	46,8	61,0	49,4	0,7	59,3	71,0	50,0	3,5	75,0
media para as famílias com estes ganhos		86.2	453.7	67.8	172.9	116.6	530.4	43.9	210.4	157.6	567.6	24.3	243.1	179.2	805.1	79.3	322.9

Fonte: Elaboração própria com base em dados Fed - *Changes in US Family Finances from 2004-2007*.

Tabela A2: Dívidas das famílias americanas, por tipo de família e dívida, 2007, em % e em mil dólares de 2007 (% das famílias em cada estrato)

estratos		Imóvel primário		Outra propriedade		Crédito a prestações		Cartão de crédito		Qualquer dívida	
		%	valor mediano	%	valor mediano	%	valor mediano	%	valor mediano	%	valor mediano
percentil da renda	menos de 20	14,9	40,0	1,1	70,0	27,8	6,5	25,7	1,0	51,7	9,0
	20-39,9	29,5	51,0	1,9	42,0	42,3	9,8	39,4	1,8	70,2	18,0
	40-59,9	50,5	88,7	2,6	68,9	54,0	12,8	54,9	2,4	83,8	54,5
	60-79,9	69,7	115,0	6,8	83,0	59,2	16,3	62,1	4,0	90,9	111,3
	80-89,9	80,8	164,0	8,5	125,0	57,4	17,3	55,8	5,5	89,6	182,2
	90-100	76,4	201,0	21,9	147,5	45,0	18,3	40,6	7,5	87,6	235,0
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	11,0	107,0	-	-	54,2	11,4	41,0	1,5	68,9	11,9
	25-49,9	56,1	85,0	3,2	74,0	52,1	13,0	52,9	2,8	82,4	64,2
	50-74,9	64,3	104,0	4,8	72,0	46,1	14,0	51,7	3,5	80,3	97,5
	75-89,9	63,9	130,0	8,5	94,0	39,8	12,0	44,1	4,0	76,9	127,0
	90-100	62,1	180,0	21,8	160,0	28,2	17,1	30,3	4,5	75,9	203,0
todas as famílias		48,7	107,0	5,5	100,0	46,9	13,0	46,1	3,0	77,0	67,3

Fonte: Elaboração própria com base em dados Fed - *Changes in US Family Finances from 2004-2007*.

Tabela A3: Ativos financeiros por tipo de famílias, EUA, 2007, em % das famílias do estrato e em mil dólares de 2007 (valor mediano)

estratos		Contas de Transação ¹		Certificados de Depósitos ²		Títulos de Poupança		Títulos		Ações ³		Fundos de Investimento ⁴		Contas de Aposentadoria ⁵		Seguro de vida ⁶		Outros Ativos Administrados ⁷		Outros ⁸		Algum Ativo financeiro	
		%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$
percentil da renda	menos de 20	74,9	0,8	9,4	18,0	3,6	0,5	-	-	5,5	3,8	3,4	30,0	10,7	6,5	12,8	2,5	2,7	100,0	6,6	1,5	79,1	1,7
	20-39,9	90,1	1,6	12,7	18,0	8,5	1,0	-	-	7,8	10,0	4,6	30,0	35,6	12,0	16,4	5,0	4,7	86,0	8,8	3,0	93,2	7,0
	40-59,9	96,4	2,7	15,4	17,0	15,2	0,7	-	-	14,0	5,5	7,1	37,5	55,2	23,9	21,6	5,2	5,3	59,0	10,2	4,0	97,2	18,6
	60-79,9	99,3	6,0	19,3	11,0	20,9	1,0	1,4	19,0	23,2	14,0	14,6	35,0	73,3	48,0	29,4	10,0	5,7	52,0	8,4	10,0	99,7	58,3
	80-89,9	100,0	12,9	19,9	20,0	26,2	2,0	1,8	81,0	30,5	15,0	18,9	46,0	86,7	85,0	30,6	9,0	7,6	30,0	9,8	10,0	100,0	129,9
	90-100	100,0	36,7	27,7	42,0	26,1	2,5	8,9	250,0	47,5	75,0	35,5	180,0	89,6	200,0	38,9	28,1	13,6	90,0	15,3	45,0	100,0	404,5
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	76,4	0,7	2,5	2,0	4,7	-	-	1,1	4,3	1,1	-	-	19,1	3,2	7,8	1,2	-	1,2	7,4	1,2	79,6	1,4
	25-49,9	93,6	2,0	9,9	7,0	12,3	-	-	3,0	10,2	3,0	3,6	9,0	48,1	15,0	19,7	3,0	1,9	3,0	8,8	3,0	96,4	13,2
	50-74,9	98,6	6,1	19,3	15,0	17,5	-	-	6,0	17,3	6,0	10,5	25,0	62,9	48,6	28,5	6,5	6,2	6,5	8,8	10,0	99,5	59,6
	75-89,9	100,0	15,5	32,6	25,0	25,9	-	-	20,0	31,6	20,0	22,5	50,0	77,4	117,0	32,1	15,0	11,2	15,0	9,4	20,0	100,0	215,0
	90-100	100,0	46,5	33,0	50,0	23,3	150,0	11,8	125,0	52,3	125,0	42,5	264,0	84,6	314,0	41,9	30,0	20,3	30,0	16,6	50,0	100,0	773,0
Todas as famílias		92,1	4,0	16,1	20,0	14,9	1,0	1,6	80,0	17,9	17,0	11,4	56,0	52,6	45,0	23,0	8,0	5,8	70,0	9,3	6,0	93,9	28,8

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances from 2004 to 2007*.

1. contém cheques, poupanças, *money market deposit accounts*, *money market mutual funds* e contas correntes; 2. um veículo de poupança de baixo risco, em geral, depósitos que pagam juros; 3. ações diretamente controladas; 4. inclui fundos mútuos, hedge funds e outros fundos de investimento (exceto *money market funds*); 5. IRAs - *individual retirement accounts* e *employer-sponsored accounts*, recursos que estão aplicados em qualquer modalidade de ativos, como ações, títulos e em fundos; 6. valor monetário corrente do seguro de vida, combina um veículo de investimento com um seguro em caso de morte; 7. incluem ativos que pagam juros ou dividendos e que são administrados por terceiros, além de anuidades e participação em fundos de investimento; 8. categoria heterogenea de ativos, inclui contratos futuros, recursos emprestados a terceiros, *royalties*, entre outros.

Tabela A4: Ativos reais das famílias americanas, por tipo de famílias, 2007, em % das famílias e em mil dólares de 2007

estratos		Automóveis		Imóvel Primário		Outra propriedade residencial		Participação em propriedade não residencial ¹		Participação em propriedade comercial ²		Qualquer ativo real	
		%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$
percentil da renda	menos de 20	64,4	5,6	41,4	100,0	5,4	60,0	2,5	65,0	3,0	100,0	73,4	40,0
	20-39,9	85,9	9,2	55,2	120,0	6,5	57,5	3,9	60,0	4,5	25,0	91,2	77,2
	40-59,9	94,3	14,6	69,3	150,0	9,9	100,0	7,4	40,0	9,2	53,7	97,2	139,0
	60-79,9	95,4	20,4	83,9	215,0	15,4	120,0	9,4	71,0	15,9	81,0	98,5	246,0
	80-89,9	95,6	25,4	92,6	300,0	21,0	175,0	13,6	72,0	17,0	100,0	99,6	360,1
	90-100	94,8	33,9	94,3	500,0	42,2	324,0	21,0	175,0	37,5	500,0	99,7	799,9
percentil do patrimônio líquido	menos de 25	69,5	6,9	13,8	81,0	1,2	12,0	-	4,0	1,3	1,3	71,6	8,6
	25-49,9	91,2	13,1	72,1	100,0	7,1	30,0	3,7	20,0	6,2	7,5	97,7	95,8
	50-74,9	93,3	17,5	92,8	200,0	11,9	60,0	7,7	67,6	11,6	13,0	99,5	229,1
	75-89,9	94,5	22,0	95,3	317,2	26,2	146,0	16,4	125,0	17,9	30,0	99,0	443,7
	90-100	93,6	31,1	96,9	550,0	47,7	400,0	27,3	690,0	45,1	75,0	99,6	1160,0
Todas as famílias		87,0	15,5	68,6	200,0	13,7	146,0	8,1	75,0	12,0	100,5	92,0	177,4

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fed - *Changes in U.S Family Finances from 2004 to 2007*.

1. participação líquida em propriedades como fazendas, ranchos, imóveis alugados, terrenos; 2. propriedades e parcerias limitadas de negócios, empresas sem capital aberto, parcela das propriedades, como ranchos e fazendas, destinada a negócios (agricultura, por exemplo).