

As famílias na abordagem Minskyana: aspectos e desdobramentos do endividamento das famílias americanas no século XX e início do XXI

*Households in the Minskyan Approach:
issues and consequences of the indebtedness of American
households in the XX and early XXI century*

EVERTON S. T. ROSA*

RESUMO: Este artigo busca retratar a inserção financeira das famílias e suas implicações para a dinâmica do sistema econômico, tendo em vista a importância assumida pelo endividamento das famílias norte-americanas nas últimas décadas, em particular, na crise de 2007 nos EUA. Frente às transformações da economia norte-americana e de seu sistema financeiro, é proposto o resgate das contribuições da economia monetária de Keynes e da visão financeira de Minsky para compreender de forma adequada o comportamento das famílias, tanto na dimensão dos fluxos de renda e gastos, quanto nas decisões sobre estoques de ativos e passivos sujeitos à volatilidade e incerteza.

PALAVRAS-CHAVE: Economia monetária; fragilidade financeira; instabilidade financeira; famílias.

ABSTRACT: The aim of this paper is to portray the financial inclusion of households and their implications for the dynamics of the economic system, in view of the importance assumed by the indebtedness of U.S. households in recent decades, especially in the 2007 U.S. crisis. Given the transformations of the U.S. economy and its financial system is proposed the rescue of Keynes's contributions of monetary economics and Minsky's financial vision to understand adequately the behaviour of households, both in the dimension of flows of income and spending, as in decisions on stocks of assets and liabilities subject to volatility and uncertainty.

KEYWORDS: Monetary economy; financial fragility; financial instability; households.

JEL Classification: E12; E21; E32.

* Professor da Universidade Federal de Goiás (FACE/UFMG), Goiânia, GO – Brasil. Doutorando do Instituto de Economia da UNICAMP, São Paulo, SP – Brasil. E-mail: evertal@gmail.com. Submetido: 2/Julho/2013; aprovado: 8/Dezembro/2014.

INTRODUÇÃO

Este artigo tem como objetivo 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. A abordagem minskyana foi escolhida tendo em vista a importância assumida pelo endividamento destes agentes nas últimas décadas, principalmente, ao se considerar que parcela substantiva das dívidas das famílias americanas corresponde diretamente à aquisição de imóveis, ou a eles está associada. Isto é, a ampliação do passivo tem se intensificado, amparada na trajetória de valorização imobiliária, destinando recursos de crédito para diversos fins, entre eles, para o consumo corrente, como observado nas últimas duas décadas até a ocorrência da crise de 2007, nos EUA. De outro lado, como é destacado em Belluzzo (2009, cap. 6), a partir dos anos 1980 houve 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 descon sideração 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, este trabalho realiza uma discussão acerca do endividamento das famílias americanas como ponto de partida para uma revisão teórica das famílias. Vale destacar 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, 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 de lacunas e simplificações teóricas. Dessa forma, alguns aspectos relevantes para a dinâmica do sistema econômico acabam não sendo considerados, sobretudo em um 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 da abordagem minskyana, este artigo busca considerar as famílias¹ como agentes que tomam decisões para além do curto prazo e que se financiam, tanto para o consumo, quanto para as aquisições de bens e/ou ativos de elevado valor. Neste sentido, o endividamento pode responder a motivações e decisões especulativas das próprias famílias sobre o futuro e não seria apenas a um comportamento passivo induzido pelos estímulos e facilidades das finanças liberalizadas. Dessa forma, ao enfatizar as dimensões dos ativos e dos passivos, é possível recuperar o potencial de pertur-

¹ As famílias de forma geral e não apenas as famílias mais abastadas em termos de renda e de riqueza, isto é, a descrição busca considerar inclusive as famílias de menor renda e as que detém apenas passivos ou patrimônio líquido negativo.

bação sistêmica da função-consumo de Keynes, bem como os aspectos que afetam o comportamento do indivíduo e sua família quando inseridos em uma economia monetária sofisticada em suas relações financeiras, como a economia norte-americana. Vale ressaltar que esta argumentação não 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 e gravidade da crise, bem como para uma futura recuperação da economia dos EUA.

O artigo está organizado, além desta introdução e das considerações finais, em duas seções: a primeira trata da caracterização teórica das famílias a partir de Keynes e Minsky, buscando inserir estes agentes no escopo da Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF); a segunda seção apresenta a estrutura financeira das famílias americanas e suas implicações sobre a tradicional função de gasto das famílias, bem como sobre o sistema econômico.

A CARACTERIZAÇÃO TEÓRICA DAS FAMÍLIAS

A função-consumo de Keynes e os portfólios de Minsky

Minsky (1975) considera que todos os agentes econômicos – empresas, bancos, instituições financeiras, famílias e governos – podem ser representados através de um portfólio, ou seja, por seu respectivo conjunto de ativos e passivos. Estes portfólios 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 (1975) considera 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 pela conjuntura de administração da demanda agregada ao longo do conflito mundial e imediatamente após². Deste modo, a representação teórica do consumo esta-

² Ao longo do esforço de guerra o investimento passou a ser coordenado pelo Estado. No período de

ria 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. Segundo Minsky (1975, p. 23), na maior parte da *Teoria Geral*, as famílias 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, dessa forma, a aquisição destes apenas ocorreria caso houvesse uma acumulação prévia de recursos, como transparece na descrição dos fatores subjetivos da propensão a consumir. No entanto, todos estes aspectos são uma falsa impressão à luz de toda a *Teoria Geral*, em particular, frente ao capítulo 17³ e à recuperação dos “detalhes monetários” do *Tratado Sobre a Moeda*.

Neste trabalho, a função-consumo é compatível com fatores relevantes como o crédito e o financiamento de bens de elevado valor. Ademais, ela deve ser tratada como uma construção mais complexa do que a modelagem macroeconômica⁴ tem considerado à luz de toda a *Teoria Geral* e do pensamento de Keynes, em particular, porque o próprio autor admite que trata a propensão a consumir como estável e conhecida⁵, porém adverte o leitor para não se esquecer de que este fator pode variar⁶. Keynes considera a função-consumo como dada e estável a fim de explicar a função-investimento, a *causa causans* das flutuações do sistema, em uma perspectiva de curto prazo e de determinação da renda e emprego correntes. Porém, no capítulo 22 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 ao 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 salarial⁷, 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

escassez de crédito e de baixa bancarização da economia, o consumo ficou restrito à disponibilidade de bens.

³ Quando a dimensão dos estoques e seus fluxos é destacada.

⁴ Teorias posteriores a Keynes: síntese-neoclássica, monetarismo, novos-clássicos, novos-keynesianos e até parte dos pós-keynesianos.

⁵ Keynes, 1936, p. 129.

⁶ Keynes, 1936, p. 293.

⁷ A questão salarial reflete a dinâmica da determinação da “unidade-salário” na sociedade.

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 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 corrente⁸. É possível perceber que mesmo entre os fatores objetivos são encontrados 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, tendo em vista neste ponto, as famílias em sua maioria, mesmo aquelas que detêm uma renda “certa” do trabalho, ainda que suposições simplicadoras e crescentemente dissociadas da realidade sejam adotadas, como a de que as famílias dependem apenas da renda ou que não possuem ativos (e passivos).

Keynes admite que o consumo das *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, quando a evolução da economia americana é considerada, pode-se afirmar que o crédito 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 antecipar 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 prazo⁹. A acumulação de passivos e, especialmente, os efeitos da valorização de casas, 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.

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

⁸ Para 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.

⁹ Ou seja, com o avanço da bancarização, da profundidade do sistema financeiro ao longo do século XX e da ascensão de uma classe média trabalhadora nos EUA, os comportamentos que eram típicos de famílias de maior renda e riqueza, passaram a ser comuns para a maior parte das famílias.

quação da teoria às transformações econômicas dos séculos XX e XXI, e especialmente, com o preenchimento da lacuna do financiamento, as famílias podem ser consideradas, 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.

Assim, como sugere Minsky, as famílias devem ser representadas por seus ativos e passivos, bem como por uma função de gasto compatível com uma economia sofisticada em sua dimensão financeira. Os fluxos de pagamentos das obrigações financeiras correspondem à existência de 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 um ativo 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. A renda, assim, enquadra-se em um arranjo complexo, não sendo a única referência para os gastos e decisões.

Esta análise é compatível com as evidências da economia americana em que 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, pois se evita explicações inconsistentes com a realidade observada. Por outro lado, o reconhecimento da complexidade do comportamento das famílias implica a necessidade de reformulação dos instrumentos ou o ajuste do foco das políticas macroeconômicas. Isto é, a condução da política monetária e fiscal deve considerar o potencial de fragilidade financeira das famílias quando se procede a alterações das condições de liquidez e da estrutura tributária, a fim de se evitar a inviabilidade das dívidas e a contração dos gastos destes agentes.

As famílias e a hipótese de instabilidade financeira (HIF)

Segundo Minsky (1992), a HIF 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 Schumpeter¹⁰. A HIF trata da economia capitalista como uma economia em que os sistemas financeiros são complexos e sofisticados, e os ativos de capital

¹⁰ Minsky, 1992, pp.1-2.

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 Minsky (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 agregada¹¹. Além disso, acrescenta que o consumo, diferentemente da forma que é tratado na maior parte da *Teoria Geral*¹², 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 interpretação de Minsky é possível verificar que a HIF está baseada em uma visão mais ampla das flutuações da economia. Vale dizer, seu conteúdo teórico 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 unidades¹³. Neste trabalho, portanto, 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 destacava o autor, embora este não tenha explicitado mecanismos de perturbação do sistema a partir do consumo ao longo do ciclo¹⁴.

A HIF conecta o presente e o futuro por meio das estruturas financeiras montadas pelos agentes ao longo da transição de sucessivos períodos, dessa forma, explicita como 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 (1992, p. 6): “*The financial instability hypothesis, therefore, is a theory of the impact of debt on system behavior and also incorporates the manner in which debt is validated*”. Assim, entende-se que a HIF é ampla para captar a dinâmica de outras categorias de agentes, independentemente dos instrumentos

¹¹ “*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, 1975, p. 55).

¹² Minsky (1975, p. 25) também destaca a “lei psicológica fundamental”.

¹³ Minsky (1992) destaca a abrangência de sua hipótese, inclusive advertindo para o tratamento do envolvimento financeiro de agentes econômicos como famílias, governos e empresas financeiras não bancárias. Minsky (1987) apresenta as nuances sobre a fragilidade do sistema oriundas dos processos de *securitização* e de desintermediação bancária, indo 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) utilizou os conceitos para interpretar a situação dos países emergentes na crise asiática; Taylor & O’Connell (1985) avaliaram a dinâmica 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 HIF no contexto de mercados de capitais e de sistema financeiro diversificado.

¹⁴ Lourenço, 2006, p. 467.

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 tratada pelo autor. 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. O comportamento das famílias, marcado pelo endividamento, mas não só por este, aparece como um movimento possível a partir da expansão e transformação do sistema econômico, sendo compatível com a 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).

Nesse sentido, interpreta-se que a contribuição teórica relevante da HIF está na 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*. Em Minsky (1975, 1986 e 1992) é explícito que a abordagem dos *cash flows* é aplicável a qualquer agente econômico – uma vez que todos podem ser caracterizados por portfólios. 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 torna-se mais provável com o predomínio de posturas mais especulativas e incompatíveis com os *cash flows*.

As famílias transitam entre as posturas financeiras – *hedge*, *Speculative* e *Ponzi* –, contribuindo para gerar, prolongar e consolidar a situação de estabilidade e crescimento acelerado, ou para a reversão e agravamento do ciclo¹⁵. Podem estar entre as razões para a formação de um *boom*, à medida que afetam o investimento, bem como entre as 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 nas expectativas em geral.

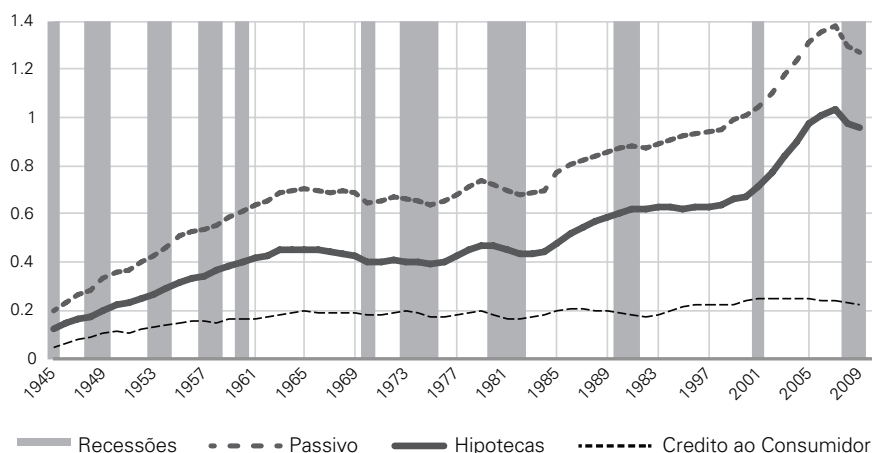
¹⁵ Visão compartilhada por McCulley (2009), Vidotto (2008), Guttman e Plihon (2008), Wray (2007).

UMA ANÁLISE FINANCEIRA SOBRE AS FAMÍLIAS AMERICANAS

As famílias a partir de seus passivos

Nesta seção são apresentadas informações sobre a inserção financeira das famílias 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 das famílias, em contrapartida, as pesquisas apresentam informações detalhadas no nível dos estratos da distribuição de renda e riqueza.

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



Fonte: Elaboração própria, *Flow of Funds Accounts of the U.S.* e *Bureau of Economic Analysis*.

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, o crédito de longo prazo, identificado como 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%-50% dos ativos de famílias nas diversas faixas de renda, constituindo-se como o principal componente dos ativos das famílias¹⁶.

Diferente do crédito de curto prazo, as hipotecas apresentam períodos de ex-

¹⁶ 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,

pansão 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 – período de *boom* econômico, crescimento da renda e do emprego, urbanização e difusão da casa própria; o segundo ocorre a partir da segunda metade dos anos 1980, em meio a transformações da estrutura ofertante de crédito, sobretudo após o colapso das *saving loans* e a partir da ampliação da presença da *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae), *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae), *Federal Home Loan Mortgage Association* (Freddie Mac), em resposta ao colapso das instituições de poupança para manter o mercado de financiamento imobiliário operante; o terceiro configura-se no 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 o caráter estrutural do crédito para a dinâmica econômica, a despeito das transformações do sistema financeiro americano. 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 profundo para negociação das hipotecas¹⁷.

Em contraste com Guttman e Plihon (2008), Cynamon e Fazzari (2008), Serrano (2008), Brown (2007) e Teixeira (2010) sobre o endividamento e a crise iniciada em 2007, é possível inferir, a partir dos dados apresentados, que o fenômeno não se trata de um processo de endividamento para sustentar o consumo corrente, ou para compensar perda salarial, ou um endividamento lastreado em 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. As famílias tendem a ser representadas apenas pela função-consumo – com uma noção de consumo de bens correntes ou de bens-salários –, sendo vistas como agentes passi-

os imóveis são o ativo de referência, sendo a sua inserção em ativos financeiros limitada, ainda que tenha avançado nas últimas décadas.

¹⁷ Sobre a inserção financeira das famílias, ver Aglietta (2004), Belluzzo (2009), Guttman e Plihon (2008), Wray (2007) e McCulley (2009).

vos 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 exclusivo de *práticas predatórias* dos agentes creditícios¹⁸.

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 (1975) considera que já nos anos 1930 as famílias e sua estrutura financeira foram retratadas de forma simplificada¹⁹. 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 financiada de ativos reais²⁰. Desse 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 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 à medida que este mercado mostrou-se em aquecimento. Pode-se afirmar que o próprio consumo, quando financiado, enquadra-se dentro de uma lógica patrimonial mais complexa do que a simples facilidade de acesso ao crédito, tendo em vista a estabilidade do crédito ao consumo *vis-à-vis* a ampliação de passivos associados a imóveis, seja na forma de hipotecas ou linhas de crédito lastreadas no valor destes ativos (Gráfico 1).

Assim, a renda da família contrapõe-se às prestações dos empréstimos e os passivos se referenciam no valor ascendente dos ativos e não na 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. O endividamento, portanto, está vinculado ao mercado de imóveis, tanto no que se refere à aquisição das casas, quanto ao efeito riqueza da valorização destes ativos (efeito sobre o consumo corrente).

O endividamento familiar acompanha os ciclos de valorização dos imóveis (Gráfico 2), em especial, a partir do final dos anos 1960, entre outros, pelo recrudescimento do processo inflacionário que acabou elevando a demanda por ativos

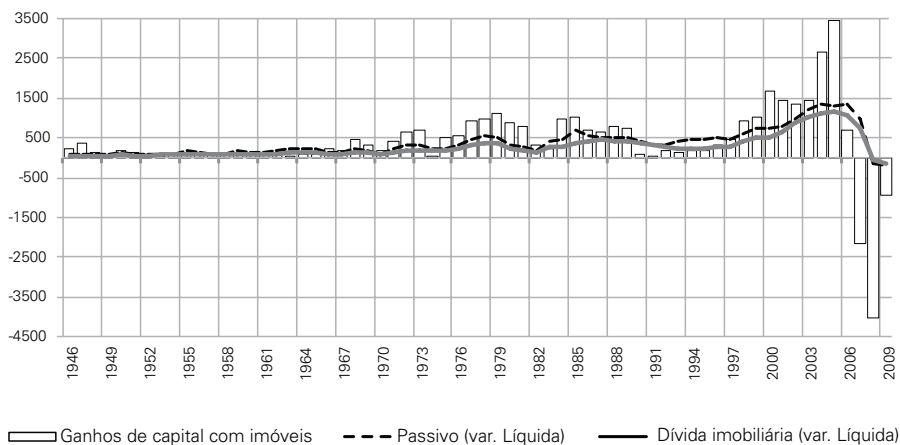
¹⁸ Considerar que os preços dos ativos irão se elevar indefinidamente é uma aposta insustentável. Porém, ampliar seu endividamento porque sua riqueza aumentou, no máximo, é uma decisão especulativa.

¹⁹ “*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, 1975, p. 24).

²⁰ Deve ser considerada a dimensão dos ativos financeiros, principalmente a partir da década de 1980. A composição dos portfólios passou a contar crescentemente com ativos financeiros. Porém, diferente do que ocorre com os ativos reais, os ativos financeiros são extremamente concentrados nos estratos de maior renda e riqueza, ver *Federal Reserve* (2009).

reais. Ademais, é possível observar a intensificação do endividamento ao longo de outros dois ciclos: um na segunda metade dos anos 1980 e o outro nos anos 1990. As transformações do sistema financeiro americano, ao lado de incentivos fiscais, têm papel nestes dois movimentos, sobretudo no ritmo do endividamento e na dimensão destes ciclos.

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, *Flow of Funds Accounts of the U.S.*

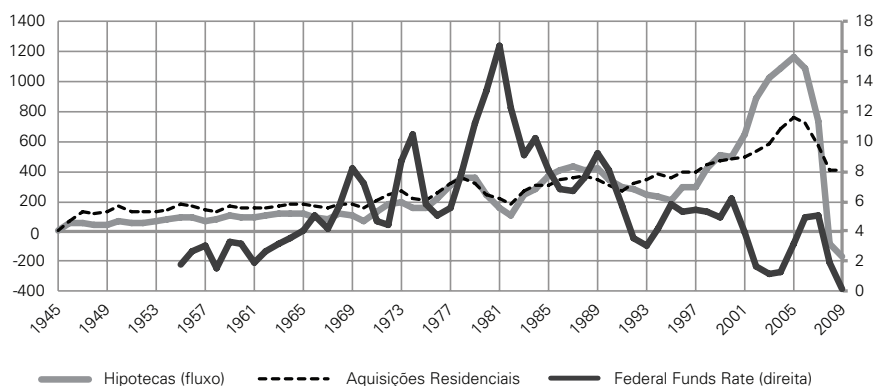
Destaca-se a importância das famílias para a dinâmica do sistema econômico ao se observar que o início das fases de recuperação da economia americana (Gráfico 2) coincide com a elevação do endividamento imobiliário das famílias. Nos períodos que se seguem às recessões²¹ – 1973(IV) – 1975(I); 1980(I) – 1980(III); 1981(III) – 1982(IV); 1990(III) – 1991(I); 2001(I) – 2001(IV) – observa-se que o endividamento acompanha a trajetória de valorização dos imóveis. O mercado imobiliário tende a responder rapidamente aos estímulos das políticas monetárias (Gráfico 3), sendo um dos pilares da recuperação econômica (via impactos no setor da construção civil) e que é estimulado ainda mais pelo endividamento e aquisições das famílias. 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 setor da construção civil, tendo em vista o caráter generalizado da fragilidade financeira das famílias e a escassez de liquidez na economia na conjuntura de incerteza.

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

²¹ Cronologia do NBER.

destes ganhos do tipo *não realizados*²². Isto é, a situação comum seria de famílias que detêm um imóvel que se valoriza e, por ser a residência principal, acaba não sendo vendido. O enriquecimento *fictício* acaba sendo desfrutado pelo acesso ao crédito – via refinanciamento de hipotecas maiores, acesso a linhas especiais de crédito, emissão de hipotecas secundárias e crédito ao consumo – já que o ativo não é liquidado. Ao longo da *inflação* dos imóveis, as famílias ampliaram a exposição financeira às condições de mercado. Em certo sentido, a *decisão* de ampliar o endividamento (e o consumo) frente à renda refletiu a *especulação* das famílias sobre a trajetória de preços dos imóveis, sobre a capacidade de saldar os compromissos financeiros, sobre a evolução do crédito e da economia. As posturas financeiras passaram a estar cada vez mais dependentes da *inflação* dos imóveis para sua validação.

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



Fonte: Elaboração própria, *Flow of Funds Accounts of the U.S.*

A partir de 2001 é possível notar que o endividamento imobiliário excede a aquisições de imóveis indicando que parte dos recursos foram destinados a outros fins. Greenspan e Kennedy (2007) argumentam que 80% do endividamento imobiliário (de 1990 a 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 financiadas. Segundo os autores, as famílias com mais de um imóvel buscaram vender sua casa e utilizar o dinheiro para adquirir uma nova propriedade: cerca de 87% dos recursos foram para o *downpayment* (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*

²² Em *Changes in US Consumer Finances of 2004 to 2007* observa-se que os ganhos de capital com imóveis representaram de 20% a 30% dos ganhos de capitais das famílias desde 1998. Sendo a categoria de ganho de capital mais relevante para maior parcela da população.

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, como uma parte “de outras dívidas” (trocadas 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. Portanto, nota-se que o comportamento das famílias é complexo, e, pela difusão dos ativos reais (diferente dos financeiros), que o seu potencial de impacto é abrangente.

A fragilidade financeira das famílias americanas

As famílias são *hedge* quando financiam ativos e bens a *taxas fixas* e em magnitude tal que seu fluxo de compromissos financeiros possa ser saldado 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 nas condições de concessão de crédito. As famílias que assumem contratos a *taxas flexíveis*, e as que decidem fazer novas dívidas (*home equity loans*) ou refinanciar 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, ou quitam compromissos através da emissão de novas dívidas, ou ainda, as que lançam dívidas sem contrapartida na renda²³, poderiam ser consideradas como de estrutura *Ponzi*.

A expectativa de continuidade da valorização dos imóveis – alimentada e compartilhada pelas autoridades monetárias – estimula as famílias a engajarem-se em estruturas financeiras cada vez mais frágeis ao longo do tempo, com a elevação do ônus financeiro a despeito da evolução da renda corrente. Com a o *boom* da economia americana e do mercado imobiliário, as famílias acabaram reduzindo as margens de segurança (gráfico 4), mesmo que a de seus credores “já fossem baixas”²⁴. Esse movimento pode ser visto através da *financial obligation ratio* (FOR)²⁵ e da *debt service ratio* (DSR)²⁶.

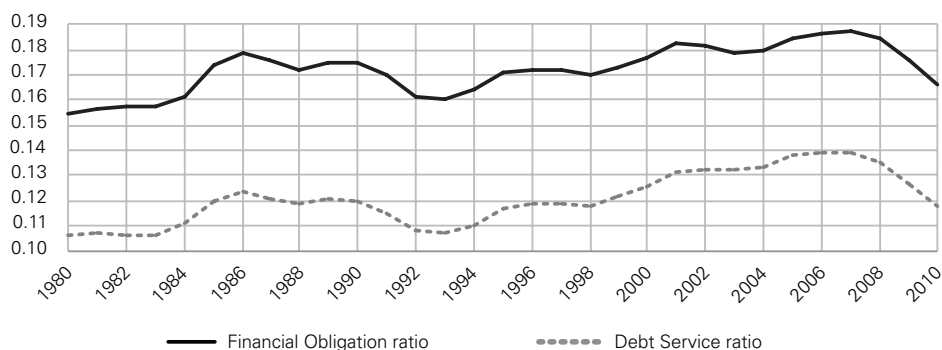
²³ Referência aos *Ninjas – no income, no job, no assets*. A venda do imóvel valorizado justificaria o endividamento.

²⁴ Kregel (2008) argumenta que a crise *subprime* se caracterizaria por margens de segurança reduzidas desde o princípio.

²⁵ Estimativa de todos os pagamentos em relação à renda disponível, inclui dívidas hipotecárias, 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.

²⁶ Pagamentos referentes a hipotecas e crédito ao consumo, inclui pagamentos referentes a hipotecas e crédito ao consumo. A DSR é considerada no cálculo da FOR.

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



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

A fragilidade das famílias, de forma desagregada, é captada pela *leverage ratio* (relação entre passivos e ativos) e a *debt service ratio* (relação entre encargos financeiros e renda) nas Tabelas 1 e 2²⁷.

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

Percentil da Renda	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
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	18,3
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							
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

Fonte: Elaboração própria, Changes in U.S Family Finances, 1989-2007.

É possível notar 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. O *leverage ratio* é mais elevado para as famílias

²⁷ 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 renda, e não a magnitude das dívidas sobre renda.

de estratos de maior renda, exceção feita ao último estrato. A relação é menor para as famílias dos primeiros estratos, refletindo a sua menor inserção financeira, uma vez que as dívidas tendem a ser de menor valor, a não ser quando imóveis são financiados. Para o último estrato, os ativos são de elevado valor, mesmo frente ao valor da dívida, configurando um *leverage ratio* baixo. Para as demais famílias, as relações estão de acordo com o processo de endividamento associado à dinâmica de aquisição e valorização dos imóveis.

Wolff (2010) destaca que as famílias 1% mais ricas detinham 34,6% da riqueza em 2007, os 19% seguintes outros 50,5% desta, totalizando 85% da riqueza nos 20% mais ricos. 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 que detêm a maior parte dos ativos financeiros.

Tabela 2: Famílias com *debt ratio* superior a 40%, EUA, 1989-2007

Percentil da Renda	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Menos de 20	24,6	27,1	27,4	29,8	29,3	26,8	26,9
20-39,9	14,5	16,0	18,0	18,3	16,6	18,5	19,5
40-59,9	11,0	10,8	9,9	15,9	12,3	13,7	14,5
60-79,9	5,8	8,2	7,7	9,8	6,5	7,1	12,7
80-89,9	3,4	3,5	4,7	3,5	3,5	2,4	8,1
90-100	1,9	2,4	2,3	2,8	2,0	1,8	3,8

Fonte: Elaboração própria, Changes in U.S Family Finances, 1989-2007.

Tal como o *leverage ratio*, a *debt ratio* é um indicador bastante agregado, uma vez que apresenta a situação média de cada estrato, permitindo apenas a comparação entre os estratos, mas não auxilia no entendimento do que ocorre no interior dos mesmos. A Tabela 2 minimiza estes problemas ao apresentar a proporção de famílias com encargos financeiros elevados em relação à renda, fornecendo uma medida mais adequada da situação financeira por estrato da distribuição.

Para os estratos iniciais da distribuição de renda, as famílias com encargos relativamente mais elevados são mais frequentes por conta da magnitude e dinâmica da renda. Além disso, apesar de um número menor de famílias se endividarem nestes estratos, as dívidas de curto prazo são mais comuns e, embora tenham valores menores (Tabela 3), são as que apresentam maiores encargos, sobretudo para famílias com histórico de crédito ruim, ou mesmo sem este histórico. Porém, percebe-se que esta situação é relativamente estável entre 1989 e 2007. Considerando os demais estratos, em que o componente imobiliário é cada vez mais relevante, observa-se que em momentos de crise o *debt ratio* reduziu-se. Em 2007, a fração da renda para saldar compromissos financeiros foi a mais elevada da série histórica para todos os estratos.

Tabela 3: Dívidas das famílias, EUA, 2007,
em % das famílias do estrato e valores medianos em mil dólares de 2007

Percentil da Renda	Imóvel primário		Crédito a prestação		Cartão de crédito		Outra dívida	
	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$
Menos de 20	14,9	40,0	27,8	6,5	25,7	1,0	51,7	9,0
20-39,9	29,5	51,0	42,3	9,8	39,4	1,8	70,2	18,0
40-59,9	50,5	88,7	54,0	12,8	54,9	2,4	83,8	54,5
60-79,9	69,7	115,0	59,2	16,3	62,1	4,0	90,9	111,3
80-89,9	80,8	164,0	57,4	17,3	55,8	5,5	89,6	182,2
90-100	76,4	201,0	45,0	18,3	40,6	7,5	87,6	235,0

Fonte: Elaboração própria, Changes in U.S. Family Finances from 2004-2007.

É possível 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 de renda em diante. O acesso difundido aos imóveis permitiu, por meio de décadas de expansão do mercado e do financiamento imobiliário, o envolvimento das famílias com ativos de elevado valor. As famílias, através dos ativos reais, passaram a ter maior impacto sobre a dinâmica econômica, seja pela fragilidade financeira construída ao longo do ciclo de valorização dos imóveis, seja pelo efeito riqueza positivo durante o *boom* dos anos 1990 a 2007, ou negativo de seu comportamento pró-cíclico: elevação da poupança, redução de gastos e adiamento de decisões a fim de contornar a fragilidade financeira.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As famílias podem se tornar financeiramente frágeis, como também podem fragilizar o sistema, 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 HIF, no contexto em que as famílias tomam um papel mais importante na circulação financeira – como no caso dos EUA –, este trabalho buscou 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, não as restringindo à renda e ao consumo. Dessa forma, foram inseridas de acordo com os aspectos teóricos da economia monetária de Keynes, ressaltando o papel das expectativas, da incerteza e da interação financeira-produtiva, destacando sua contribuição para a dinâmica sistêmica.

A menção ao endividamento das famílias, a princípio, pode induzir a ideia de

constituição de dívidas para o consumo corrente. Contudo, os dados apresentados 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 para o consumo tradicional, mas o endividamento associado a um forte processo de constituição de patrimônio, observado diretamente no caso dos imóveis, mas que pode envolver ativos financeiros. Assim, embora o crédito seja um aspecto importante para o consumo, a visão do crédito apenas como mero amplificador continua a manter as famílias no universo estático e conhecido, levando a explicação teórica por uma linha que desconsidera elementos centrais do comportamento das famílias.

Quando o crédito é inserido – enquanto um dos elementos necessários para a realização de operações de portfólio – coloca-se as famílias no universo de incerteza da economia monetária. É possível captar como o efeito riqueza, sobretudo dos ativos reais, permite a tomada de decisões que, de outra forma, seriam vistas como *insustentáveis* ou *irracionais*, mesmo que se considerem as facilidades e excessos de um sistema financeiro desregulado. Ao inserir as famílias a partir da dimensão de seus estoques, é possível explicar o “consumo alavancado” dentro de uma construção completa, amparada na realidade dos dados e consistente do ponto de vista dos fluxos monetários e estoques de riqueza. Assim, a fragilidade financeira das famílias e da economia americana não estaria associada ao fato do consumo crescer à frente da renda, mas à hipótese de que as famílias tomam decisões complexas – sobre o futuro, com expectativas de longo prazo, sujeitas à incerteza e à frustração – que implicam estruturas financeiras “expostas” ao mercado. A renda é uma variável importante, mas dentro de uma construção maior, que envolve motivos e expectativas que não se limitam à sua dinâmica.

Ao lado das transformações da economia, das inovações financeiras e da concorrência dos agentes financeiros, observa-se que 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, como sugeriu 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. Desse 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 se verifica que o endividamento está majoritariamente associado à aquisição de um ativo, sendo que a valorização esperada deste lastreia a ampliação do endividamento, como forma de exercício do aumento de riqueza, dado que o ativo não é liquidado.

Deve-se acrescentar que a crise de 2007, nos EUA, representou a maior perda de capital da história para as famílias americanas, o que destaca, por um lado, o profundo envolvimento financeiro das famílias, e de outro, um limite para a recuperação da economia. Desde então, as dívidas continuaram elevadas e os ativos perderam valor, sobretudo os imóveis. Muitos perderam o emprego e, portanto, a

capacidade de liquidar compromissos financeiros. Enquanto essa situação não se reverter, a reação das famílias tende a ser pró-cíclica, com efeitos cumulativos sobre as perspectivas de uma recuperação mais robusta.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aglietta, M. (2004) *Macroeconomia Financeira: Mercado Financeiro, Crescimento e Ciclos*. Edições Loyola, São Paulo.
- Belluzzo, L. G. (2009) *Os Antecedentes da Tormenta: Origens Da Crise Global*, Editora Facamp, Campinas.
- Brown, C. (2007) Financial engineering, consumer credit, and the stability of effective demand”. *Journal of Post Keynesian Economics*, v.29, n.3, p.427-53.
- BureauOf Economic Analysis. Integrated Macroeconomic Accounts for the United States, diversos anos, disponível em: <http://www.bea.gov>.
- Cynamon, B.Z.; S.M.Fazzari (2008) “Household debt in the consumer age: source of growth –risk of collapse”. *Capitalism and Society*. v.3, Issue 2, p.1-27.
- Deos, S. (1997) “a hipótese da instabilidade financeira de Minsky numa economia de mercado de capitais”. Dissertação de Mestrado apresentada na UFRGS, Porto Alegre.
- Federal Reserve. (2003) Changes in U.S. Family Finances from 1998 to 2001: Evidence from the Survey of Consumer Finances.
- Federal Reserve (2009) Changes in U.S. Family Finances from 2004 to 2007: Evidence from the Survey of Consumer Finances.
- Federal Reserve Flow of Funds Accounts of the United States, vários anos, <http://www.federalreserve.gov/datadownload/>.
- Federal Reserve (2007) Survey of Consumer Finances, vários anos, http://www.federalreserve.gov/econresdata/scf/scf_2007.htm.
- Greenspan, A.; J. Kennedy (2007) “Sources and uses of equity extracted from homes, finance and economics” *Discussion Series paper 20*, Federal Reserve Board.
- Guttman, R. (1994) *How Credit-Money Shapes the Economy: United States in a Global System*, M.E. Sharpe, London.
- Guttman, R.; D. Plihon (2008) “O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças”, *Economia e Sociedade*, Campinas, v.17, Número especial, p.575-611.
- Keynes, J. M. (1936 [1996]). *Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda*, Os Economistas, Editora Nova Cultural, São Paulo.
- Keynes, J. M. (1937). “The General Theory of Employment”, *The Quarterly Journal of Economics*, 51, n. 2, pp. 209-223.
- Kregel, J. (1998) “Yes, ‘It’ Did Happen Again: A Minsky Crisis Happened in Asia”, The Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper 234*.
- Kregel, J. (2008) “Minsky’s cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market.” The Levy Economics Institute, *Public Policy Brief* n.93.
- Lourenço, A. L. (2005) “O pensamento de Minsky: Alterações de percurso e Atualidade”, *Economia e Sociedade*, n.28, Campinas. vol. 15, n. 3 (28), pp. 445-474.
- 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.
- McCulley, P. (2009) “The shadow banking system and Hyman Minsky’s Economic Journey”, Global Central Bank Focus.
- Minsky, H. P. (1975 [2008a]) *John Maynard Keynes*, McGraw-Hill books.
- Minsky, H. P. (1982) “The financial instability hypothesis, capitalist processes and the behavior eco-

- nomy” in C. P. Kindleberg e J.P. Laffargue, J. P. (eds.) *Financial Crises. Theory and Policy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Minsky, H. P. (1986 [2008b]) *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill books.
- Minsky, H. P. (1987 [2008c]) “Securitization”. The Levy Economic Institute of Bard College, *Policy Note*, 2008/2.
- Minsky, H. P. (1992) “The financial instability hypothesis”, The Levy Economic Institute of Bard College, *Working Paper* 74.
- National Bureau of Economic Research. US Business Cycle Expansions and Contraction. Disponível em: <http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>.
- Serrano, F. (2008) “Los trabajadores gastan lo que no ganan: Kalecki y la economía americana en los años 2000”, *Circus*, 3. Argentina, pp. 7-24.
- Taylor, L.; S. O’Connell, S. (1985) “A Minsky crisis”. *Quarterly Journal of Economics*, 100 Supplement, p.871-85.
- Teixeira, L. (2010) “uma investigação sobre o endividamento dos trabalhadores norte-americanos dos anos 1980 aos anos 2000”. Dissertação de Mestrado apresentada na Unicamp, Campinas.
- Vidotto, C. (2008) “O espectro de Keynes ronda a América: hipotecas, securitização e crise financeira nos Estados Unidos”. In J.Sicsú e C.Vidotto, *Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Wolff, E. N. (2010) “Recent trends in household wealth in the United States: rising debt and the middle-class squeeze”, The Levy Economic Institute of Bard College, *Working Paper* 502.
- Wray, R. (2007) “Lessons from the subprime meltdown”, The Levy Economic Institute of Bard College, *Working Paper* 522.