

# Notas sobre a crescente (e peculiar) fragilidade financeira do capitalismo norte-americano

---

*Claudio H. dos Santos*<sup>1</sup>

## **Resumo**

Este artigo discute as raízes teóricas e a base empírica do chamado diagnóstico keynesiano-estruturalista sobre a insustentabilidade das atuais políticas macroeconômicas dos Estados Unidos, associado aos nomes de Wynne Godley, Lance Taylor e John Eatwell, dentre outros. O artigo contrasta o referido diagnóstico com visões alternativas e argumenta que a posição keynesiano-estruturalista parece mais plausível do que nunca a esse ponto.

**Palavras-chave:** Fragilidade financeira; Desequilíbrios patrimoniais; Economia norte-americana.

## **Abstract**

This paper reviews the theoretical roots and empirical basis of the so-called “Structuralist-Keynesian” view on the unsustainability of current U.S. macroeconomic policies, associated with the names of Wynne Godley, Lance Taylor and John Eatwell, among others. It contrasts it with other views on the issue and argues that the case for the Structuralist-Keynesian view remains as strong as ever.

**Key words:** Financial fragility; Financial imbalances; U.S. economy.

**JEL** E6, F02, F43.

*Under the rules of the game of the world-dollar-standard it is, of course, the responsibility of the “key currency” country to keep its own economy prosperous by generating enough internal purchasing power to maintain the level and the rate of growth of effective demand. Unlike all other countries it is able to do so without having to worry about its balance of payments. Nevertheless, as the products of American industry are increasingly displaced by others, both in American and foreign markets, maintaining prosperity requires ever-rising budgetary and balance of payments deficits, which makes it steadily less attractive as a method of economic management. If continued long enough it would involve transforming a nation of creative producers into a community of rentiers increasingly living on others, seeking gratification in ever more useless consumption, with all the debilitating effects of the bread and circuses of Imperial Rome. In addition, the objectives on which successive American governments spent their freely printed money appeared either so useless or morally repellent – lunar flights or Vietnam Wars – as to arouse increasingly universal hostility against the System, both inside and outside the United States. Sooner or later it had to break down (Kaldor, 1978, p. 61)*

---

(1) Grupo de Economia Política do IE/UFRJ/Levy Economics Institute of Bard College. E-mail: <santos@levy.org>. O autor agradece a Wynne Godley, Dimitri Papadimitriou, Anwar Shaikh, Franklin Serrano, Daniel Wilcox, Gennaro Zezza e ao editor desta revista por valiosos comentários sobre versões anteriores deste texto. Agradece ainda aos participantes da palestra sobre o mesmo tema proferida no IE/UFRJ em julho de 2003. Todos os erros remanescentes no texto são de inteira responsabilidade do autor, entretanto.

A partir do final da década de 1990, um crescente número de economistas keynesiano-estruturalistas convergiu para a visão de que o padrão de crescimento da economia norte-americana na última década do século XX era insustentável a médio prazo.<sup>2</sup> De acordo com esses economistas, tal crescimento fora sustentado por uma combinação única de endividamento privado e ganhos de capital sem precedentes e, portanto, necessariamente perderia fôlego à medida que a especulação financeira atingisse seus limites e o “peso” das dívidas se fizesse sentir. Em tal situação, argumentava-se, o recurso à política fiscal expansionista seria praticamente inevitável, uma vez que o forçoso ajuste patrimonial do setor privado limitaria os gastos deste último e pouca ajuda poderia ser obtida das exportações líquidas, comprimidas pelos efeitos da própria desaceleração da economia norte-americana sobre a demanda global.

Embora o diagnóstico estruturalista tenha sido inicialmente recebido com desdém pelo *mainstream* dos analistas econômicos norte-americanos,<sup>3</sup> aspectos do mesmo consolidaram-se a ponto de ambos os partidos, Republicano e Democrata, terem apresentado, no início de 2003, programas alternativos de estímulo fiscal.<sup>4</sup> O mero recurso à política fiscal não é, entretanto, visto pelos estruturalistas como condição suficiente para a retomada do crescimento americano em bases sustentáveis. Em particular, as conseqüências dinâmicas dos crescentes déficits fiscais e externos aos quais Kaldor se refere na passagem acima não podem ser ignoradas – com o que até mesmo economistas conservadores parecem agora mais inclinados a concordar.<sup>5</sup>

O presente texto tem como objetivo apresentar e discutir as bases teóricas e os limites do diagnóstico keynesiano-estruturalista norte-americano. Uma vez que economistas estruturalistas latino-americanos conhecem de longa data as

---

(2) Ver, por exemplo, Godley e McCarthy (1998), Godley (1999b) e Eatwell e Taylor (1999), dentre outros. O adjetivo “estruturalista” é utilizado aqui no sentido de Taylor (1983, cap. 1).

(3) A visão dominante na época foi resumida por Greenspan (2000, tradução nossa) da seguinte maneira: “Aumentando substancialmente a poupança nacional, os superávits fiscais têm mantido as taxas de juros reais em níveis mais baixos do que elas normalmente teriam ficado. Esse fato colaborou para o “boom” de investimento que nos últimos anos contribuiu muito para fortalecer a produtividade e o crescimento da economia americana. O Congresso e a administração [Clinton] têm sabiamente evitado passos que reduziriam esses superávits fiscais. A manutenção da disciplina fiscal continuará contribuindo para a manutenção da robusta expansão da economia americana no futuro”.

(4) No discurso de apresentação do plano de estímulo fiscal republicano (pronunciado em 7 de janeiro de 2003, dias após o anúncio do plano democrata), George W. Bush nota que “os gastos de consumo respondem por 70% da (...) economia [americana] e têm sido o motor da recuperação da mesma. Entretanto, há sinais de alerta que eu não posso ignorar, e espero que o Congresso também não ignore. Muitos norte-americanos vivem em débito constante ou crescente, com contas de cartão de crédito tão pesadas que muitos não podem arcar com pagamentos maiores que o mínimo mensal. Milhões de cidadãos vivem suas vidas adultas inteiras de pagamento em pagamento, nunca tendo a chance de poupar. (...) Tudo isso exerce pressão sobre os orçamentos familiares e, portanto, torna incerto nosso futuro econômico” (*New York Times*, 8<sup>th</sup> Jan., 2003, tradução nossa).

(5) Ver, por exemplo, Mann (2004) e Roubini e Setser (2004). A posição oficial (ver, por exemplo, Bernanke, 2003; Greenspan, 2004a ou Kohn, 2004), entretanto, é continuar negando a existência de problemas sérios nesse sentido.

conseqüências danosas de “desequilíbrios patrimoniais”,<sup>6</sup> a breve discussão teórica inicial tem como objetivo apenas lembrar conceitos familiares e apresentar o modo como esses são tratados nos modelos atuais, assim como enfatizar os limites destes últimos. Em seguida, discutem-se os números da economia norte-americana propriamente ditos. A terceira e última parte resumem as razões para o pessimismo apontadas pelo referido diagnóstico keynesiano-estruturalista.

## 1 A perspectiva teórica dessas notas

Ainda que a importância de desequilíbrios patrimoniais seja amplamente reconhecida pelo pensamento estruturalista latino-americano, eles são, em grande medida, estranhos ao pensamento keynesiano tradicional. Tendo isso em vista, a presente seção visa a apresentar (ainda que brevemente) ao leitor a matriz teórica que fundamenta a análise das seções seguintes.

### 1.1 Fluxos e estoques na *Teoria Geral*

Por muito tempo, macroeconomistas keynesianos negligenciaram as conseqüências intertemporais de processos de endividamento. Keynes é em parte culpado disso. De fato, no Capítulo XVIII de sua *Teoria Geral*, Keynes divide as variáveis de seu modelo em “dadas”, “independentes” e “dependentes”, chama os dois primeiros grupos de “determinantes do sistema econômico”<sup>7</sup> e adiciona (1997, p. 247, tradução nossa):

“A divisão dos determinantes do sistema econômico em dois tipos de variáveis é, obviamente, bastante arbitrária. Essa divisão deve ser feita inteiramente com base nos fatos da experiência, a fim de corresponder por um lado aos fatores nos quais as mudanças parecem vagarosas ou tão pouco relevantes que têm uma influência pequena e relativamente negligenciável no nosso objeto [i.e., as variáveis ‘dadas’]; e por outro àqueles fatores nos quais mudanças exercem uma influência dominante sobre nosso objeto na prática [i.e., as variáveis ‘independentes’]”

Dentre as variáveis “dadas” citadas por Keynes figura o estoque de capital fixo da economia, de modo que o “curto prazo” keynesiano, como notado por Asimakopulos (1991, p. 68, tradução nossa), “representa um período de tempo suficientemente curto para que as mudanças na capacidade produtiva (...), que ocorrem continuamente em qualquer economia com investimento positivo, sejam pequenas nesse intervalo em relação à capacidade inicial, de modo que podem ser legitimamente ignoradas”. Mas o que Keynes tinha a dizer na *Teoria Geral* sobre outras variáveis de estoque, tal como o estoque da dívida pública ou de riqueza privada? Quase nada, de fato, mas como aponta Tobin (1980, p. 75, tradução nossa): “Ainda que Keynes não tenha sido explícito sobre outros ativos que não o

---

(6) Tais desequilíbrios cumprem papel fundamental, por exemplo, no diagnóstico estruturalista da crise brasileira dos anos 1980 e 1990, tal como exposto, dentre outros, por Cruz (1984) e Belluzzo e Almeida (2002).

(7) O terceiro grupo corresponde, naturalmente, às variáveis endógenas do modelo keynesiano.

estoque de capital, o espírito de sua abordagem é presumivelmente o mesmo: o intervalo de tempo para o qual seu modelo foi desenvolvido é muito pequeno para que fluxos mudem marcadamente os estoques”.

A inadequação da análise keynesiana tradicional para um mundo onde estoques de riqueza financeira são muito maiores do que os fluxos de renda e significativos ganhos e perdas de capital ocorrem de modo brusco deve ser óbvia para o leitor moderno.<sup>8</sup> Dito de outro modo, não faz sentido tratar os estoques de riqueza financeira como “dados” como Keynes o fez e o pensamento keynesiano dominante repetiu por décadas, fato esse comprovado pela completa negligência dessas variáveis nos modelos keynesianos dominantes, tanto para o curto quanto para o longo prazo.<sup>9</sup> A exceção, ainda que parcial e obviamente viesada, que confirma a regra é o debate sobre a inclusão ou não do estoque de riqueza na função consumo e sobre o chamado “efeito Pigou”.<sup>10</sup> Com efeito, a crítica estruturalista a este último (Kalecki, 1944), baseada na noção de “deflação de débitos” (Fisher, 1933), toca em algumas das questões enfatizadas nos modelos “*stock-flow consistent*” recentes, ainda que (a nosso ver) sem a sistematicidade destes últimos. Note-se ainda que não se está querendo dizer aqui que não se possa buscar em Keynes os elementos teóricos para uma análise mais “moderna” do capitalismo, apenas que esse não foi o caminho seguido pelo pensamento keynesiano tradicional. Interpretações pós-keynesianas do Capítulo XVII da *Teoria Geral* como as propostas por Davidson (1972), dentre outros, assim como o trabalho de Minsky (1975, 1982, 1986), por exemplo, estão mais próximos da abordagem discutida aqui, ainda que esses autores não enfatizem argumentos de natureza lógico-contábil e, portanto, não tenham como discutir explícita e formalmente as conseqüências dinâmicas de suas hipóteses.<sup>11</sup>

## 1.2 Modelos “*Stock-flow consistent*” modernos e seus limites

A partir do final dos anos 1960, uma série de estudos buscou incorporar os estoques de riqueza (ou “balanços patrimoniais”, no jargão estruturalista latino-

---

(8) Tal visão é compartilhada, dentre outros, por Tobin (1980, p. 75 e 1982, p. 188), Minsky (1975, p. 118) e Godley (1983, p. 170). Ver Dos Santos (2004a, 2004b) para uma discussão mais detalhada.

(9) O teorema de Modigliani-Miller (1958) justifica a trivialização de questões financeiras em modelos macroeconômicos neoclássicos (Gertler, 1988).

(10) O viés se origina do fato de a discussão sobre o “efeito Pigou” ter sido feita no contexto do debate keynesiano sobre a validade ou não do Princípio da Demanda Efetiva no longo prazo. A discussão mais geral sobre o tratamento correto de estoques e fluxos em modelos macroeconômicos foi certamente prejudicada pela paixão com a qual as correntes envolvidas debruçaram-se sobre o debate principal.

(11) Davidson (1972) simplesmente ignorou as conseqüências dinâmicas de processos de endividamento. Minsky, por outro lado, enfatizava que “itens nos balanços [patrimoniais setoriais] implicam necessariamente fluxos financeiros [entre os setores]” (Minsky, 1975, p. 118, tradução nossa), a ponto de escrever que sua “interpretação alternativa [de Keynes] pode ser sumarizada como uma teoria da determinação das restrições orçamentárias efetivas [dos vários setores institucionais]” (p. 132). Paradoxalmente, Minsky jamais se preocupou em derivar essas “restrições orçamentárias efetivas” nem empírica nem teoricamente (ver Dos Santos, 2004a, 2004b para detalhes).

americano) de modo consistente em modelos macroeconômicos keynesianos, notadamente nas universidades de Yale, nos Estados Unidos, e Cambridge, no Reino Unido, e a partir do trabalho de Christ (1968). Tal literatura, conhecida atualmente pelo nome de “*stock-flow consistent*” (SFC),<sup>12</sup> atingiu um breve apogeu no final dos anos 1970, teve sua influência limitada pelo severo ataque novo-clássico ao pensamento keynesiano, e foi levada adiante/retomada por um pequeno mas crescentemente influente grupo de macroeconomistas ligados principalmente à Universidade de Cambridge, à New School for Social Research e ao Levy Institute.<sup>13</sup>

A característica definidora desses modelos é a suposição de que a conduta agregada dos vários macrossetores da economia (geralmente famílias, empresas, governo, bancos e resto do mundo, ainda que outros níveis de agregação sejam possíveis) é determinada não somente pelos fluxos de renda agregada gerados e recebidos por esses macrossetores mas, também, e às vezes preponderantemente, pelos seus estoques de riqueza e dívidas (ou, no jargão, pela sua “situação patrimonial”). O que isso implica é que na prática tais modelos são baseados em sofisticados esquemas contábeis que abarcam não somente as conhecidas contas de renda e produto nacionais, mas também as chamadas contas de “fluxo de fundos”, que medem os fluxos financeiros entre os vários setores e, portanto (se adicionadas das perdas e ganhos de capital relevantes), suas (interdependentes) mudanças patrimoniais. Tais esquemas são, ao menos em tese e para utilizar uma expressão de Wynne Godley, “a prova d’água”, no sentido de que “todos os fluxos financeiros saem de algum lugar e vão para outro lugar” e “todos os fluxos de poupança aumentam [se positivos e diminuem se negativos] os estoques de riqueza” (Godley, 1999b, apêndice 2).<sup>14</sup>

Ainda que nosso objetivo aqui não seja o de apresentar um modelo SFC da economia norte-americana,<sup>15</sup> a mensagem normativa dessa família de modelos é a base da argumentação que se segue e, portanto, cumpre explicitá-la aqui. A idéia central é que um setor macroeconômico, por exemplo, só pode aumentar *continuamente* seus gastos *como proporção de sua renda* se conseguir obter (e

---

(12) A expressão é utilizada, por exemplo, por Dos Santos (2004a e 2004b) e Taylor (2004, p. 2), dentre outros, ainda que não apareça nos trabalhos originais. Expressões como “*stock-flow coherent*”, “*balance sheet approach*”, e “*pitfalls approach*” (este último em referência ao clássico trabalho de Brainard e Tobin, 1968) também são utilizadas para expressar idéias similares.

(13) Ver, por exemplo, Godley (1996, 1999a e 1999b), Taylor (2004), Lavoie e Godley (2001-2002), Zezza e Dos Santos (2004), Dos Santos (2004a e 2004b) e Foley; Taylor (2004).

(14) No caso dos EUA, tanto as contas de renda e produto nacionais (derivadas do trabalho de economistas reconhecidos como Kuznets, Meade e Stone), como as contas de fluxos de fundos (derivadas do trabalho do economista institucionalista americano Morris Copeland) são disponibilizadas trimestralmente, geralmente com apenas três meses de atraso. A integração das mesmas, embora prevista no novo sistema de contas nacionais das Nações Unidas, está ainda longe de ser completa no caso norte-americano, de modo que a qualidade dos dados mencionados nas seções seguintes não é perfeita.

(15) Ver Godley (1999b) e Foley e Taylor (2004) para exemplos de tais modelos.

realizar) ganhos de capital e/ou novos empréstimos *continuamente e em proporção maior que o crescimento de sua renda*. Ainda que tal situação possa perdurar por algum tempo (principalmente se o setor partir de uma posição patrimonial confortável), é *logicamente impossível* que perdure indefinidamente em um contexto de taxas de juros reais positivas, uma vez que isso implicaria uma explosão da parcela da renda do setor a ser gasta com o pagamento de juros.<sup>16</sup> Nas palavras de Eatwell e Taylor (1999, p. 34, tradução nossa), quando razões entre estoques de dívidas e fluxos de renda de setores macroeconômicos críticos estão muito elevadas e crescentes, a economia cai em uma “armadilha” e, ainda que “seja impossível prever quando e como exatamente a armadilha funcionará”, é bastante claro que a mesma “se encontra logo à frente, exatamente na direção em que a economia está se movendo”.

Discutiremos esses pontos em mais detalhe nas seções seguintes. Por ora cumpre notar que macroeconomistas que trabalham com modelos “*stock-flow consistent*” têm perfeito conhecimento de que a situação patrimonial dos setores é apenas um dos vários determinantes da dinâmica de economias capitalistas reais em tempo histórico. Tais economistas frisam, entretanto, o caráter necessário das relações entre variáveis macroeconômicas de fluxos e estoques, contrastando-o com a variada gama de hipóteses comportamentais possíveis de serem formuladas acerca de variáveis macroeconômicas de fluxo. Dito de outra forma, pode-se formular, por exemplo, várias hipóteses econometricamente plausíveis sobre os determinantes do consumo agregado de uma dada economia capitalista em um certo contexto histórico. Mas não se pode negar que o mesmo não pode crescer indefinidamente como proporção da renda disponível das famílias, uma vez que a deterioração patrimonial resultante seria insustentável dinamicamente.

---

(16) Ponto semelhante é defendido por Minsky (1982, cap. 1) que também utiliza razões entre estoques (de dívidas) e fluxos (de renda) agregados como indicadores de fragilidade financeira. Cabe ressaltar que o raciocínio independe de quaisquer hipóteses simplificadoras do tipo “agente representativo” ou “renda dada”, apenas da hipótese de que o setor não pode, literalmente, “fazer dinheiro”. Uma prova começa com a constatação de que a afirmação acima é necessariamente válida para a economia como um todo (dado que a renda é idêntica ao gasto, essa última variável não pode crescer mais do que a primeira). O segundo passo do argumento é dividir (sem perda de generalidade) a economia em dois setores. Nesse caso, nota-se que o princípio da demanda efetiva implica que:

$$Y(\text{renda agregada total}) \equiv G(\text{gasto agregado total})$$

e, portanto,  $Y_1 + Y_2 \equiv G_1 + G_2$  (onde  $G_i$  e  $Y_i \equiv$  gasto e renda agregados do setor ‘i’)

ou, equivalentemente,  $G_1 - Y_1 \equiv Y_2 - G_2$ .

Note-se agora que se  $G_1/Y_1$  cresce indefinidamente então,  $(G_1 - Y_1)/Y_1 = G_1/Y_1 - 1$  também cresce indefinidamente. Uma vez que  $G_1 - Y_1$  mede o “déficit do setor 1”, a evolução da riqueza desse setor (na ausência de ganhos de capital e supondo, sem perda de generalidade, que a riqueza inicial do setor é zero) será dada por:

$$R_t = \sum (\text{de } t = 0 \text{ até } t = T) \text{ de } (G_1 - Y_1)_t * (1 + r_t)^{T-t} \text{ (onde } r_t = \text{ taxa de juros no período } t)$$

O último passo do argumento é notar que, como  $G_1/Y_1$  tende ao infinito, é óbvio que  $r_t * R_t/Y_t$  (ou seja, a parcela da renda do setor 1 dedicada ao pagamento de juros da sua dívida) também tende ao infinito (se  $r_t > 0$ ), como queríamos demonstrar.

## 2 O padrão de crescimento norte-americano desde os anos 1990

A expansão da economia americana nos anos 1990 foi única em uma série de sentidos. A presente seção tem como objetivo detalhar o que houve, a fim de procurar pistas sobre o que necessariamente terá que ocorrer no futuro próximo.

### 2.1 Composição da demanda efetiva

A Tabela 1 permite-nos concluir (mesmo descontando-se as imprecisões derivadas da utilização de números índices encadeados como deflatores implícitos do PIB) que as contribuições fundamentais ao crescimento da demanda efetiva “real” durante o “boom” ocorrido a partir de 1992 foram dadas por incrementos nos gastos de consumo e investimento. De fato, a expansão da economia norte-americana nesse período ocorreu apesar de contribuições modestas dos gastos públicos e negativas das exportações líquidas. A tabela mostra ainda que o “boom” de crescimento dos anos 1990 impressiona mais por sua duração (nove anos consecutivos) do que pelo ritmo de crescimento em si (perto de 3,7% “reais” ao ano, em média), e que a desaceleração ocorrida em 2001 teria sido muito pior se as contribuições do consumo e dos gastos do governo não tivessem sido significativamente maiores do que o foram na recessão de 10 anos antes.

Tabela 1  
Contribuições para a demanda efetiva <sup>(1)</sup>

Contribuições	Consumo (C)	Investimento (I)	Gastos do Governo (G)	Exportações Líquidas (X-M)	PIB
1991	0.11	-1.2	0.23	0.69	-0.2
1992	2.18	1.07	0.11	-0.04	3.3
1993	2.23	1.21	-0.18	-0.59	2.7
1994	2.52	1.93	0	-0.43	4
1995	1.81	0.48	0.1	0.11	2.5
1996	2.31	1.35	0.18	-0.14	3.7
1997	2.54	1.95	0.34	-0.34	4.5
1998	3.36	1.63	0.34	-1.16	4.2
1999	3.44	1.33	0.67	-0.99	4.5
2000	3.17	0.99	0.36	-0.86	3.7
2001	1.74	-1.39	0.6	-0.2	0.8
2002	2.14	-0.37	0.79	-0.7	1.9
2003	2.29	0.66	0.52	-0.43	3

<sup>(1)</sup> Todas as variáveis são “reais” e os gastos com investimento englobam investimentos em estoques.

Formalmente, temos que:

$$\text{PIB} = C + I + G + X - M + \text{resíduo}$$

Uma vez que o crescimento do PIB é dado por:

$$[\text{PIB} - \text{PIB}(-1)] / \text{PIB}(-1)$$

a contribuição de um componente ‘a’ qualquer do PIB (i.e., consumo, investimento, gastos do governo e exportações líquidas) pode ser aproximada por:

$$[a - a(-1)] / \text{PIB}(-1). \text{ Para detalhes sobre números índices encadeados (adotados pelo Bureau of Economic Analysis norte-americano desde 1996), ver Whelan (2000).}$$

Fonte: BEA (2004a, tabela 1.1.2, linhas 1, 2, 6, 13 e 20).

## 2.2 Conseqüências patrimoniais do “boom” (I): Famílias e firmas

A desagregação dos gastos em categorias não nos ajuda muito a entender o que aconteceu com a situação patrimonial dos setores da economia. Para tanto, é necessário ainda ver o que ocorreu com a renda desses setores e, diminuindo desta última os gastos, ver o que ocorreu com o resultado financeiro dos mesmos. Finalmente, é necessário ver o que ocorreu com a valorização dos ativos dos setores, ou seja, seus ganhos ou perdas de capital. Com efeito, formalmente temos que a variação na riqueza financeira líquida real ( $\Delta RL$ ) de um setor é dada pela seguinte identidade:

$$\Delta RL \equiv \text{renda} - \text{gastos} + \text{ganhos de capital em ativos financeiros.}^{17}$$

Dados sobre a evolução dos balanços patrimoniais de famílias e firmas (mas não do governo, do resto do mundo e do setor financeiro<sup>18</sup>) estão disponíveis nas contas de fluxos de fundos financeiros (FoF) publicadas trimestralmente pelo Federal Reserve desde 1952.<sup>19</sup> Infelizmente, a consolidação das contas nacionais norte-americanas de fluxos e estoques é ainda rudimentar, de modo que muitas das definições-chave utilizadas pelas contas FoF diferem dos conceitos utilizados nas contas de (fluxos) de renda e produto.<sup>20</sup> As derivações a seguir – baseadas em aproximações não necessariamente incontroversas – seguem em grande medida a metodologia empregada em Godley (1999b) e Papadimitriou et al. (2002). Nosso ponto de partida é a identidade básica das contas nacionais de renda e produto:

$$YIB \equiv PIB \equiv C + I + G + X - M \text{ (onde YIB é a renda interna bruta).}$$

Manipulações algébricas simples nos permitem escrever a identidade acima como:

$$YIB - C - I - T + RLRE \equiv G - T + X - M + RLRE$$

onde RLRE é a renda líquida recebida do exterior e T representa não somente os impostos, mas a parcela líquida do governo na renda interna bruta (i.e., impostos menos transferências líquidas, incluindo pagamentos líquidos de juros, saldo líquido da previdência social e outras transferências como seguro-desemprego, etc). Uma forma alternativa dessa última identidade acima é:

$$SP \equiv DP + SBC,$$

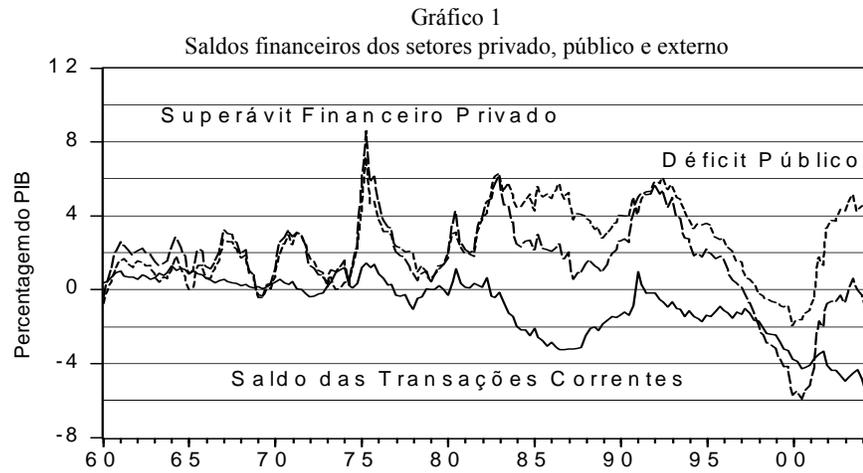
onde SP ( $\equiv YIB - C - I - T + RLRE$ ) significa “superávit financeiro privado”, DP ( $\equiv G - T$ ) um conceito de déficit financeiro público e SBC ( $\equiv X - M + RLRE$ ) o saldo da balança corrente.

(17) Note que o conceito de riqueza financeira líquida é distinto do conceito de riqueza líquida, por excluir ativos tangíveis (i.e., imóveis, bens de consumo duráveis e bens de capital). Em outras palavras,  $\Delta RL$  corresponde ao “investimento líquido em ativos financeiros” mais ganhos de capital.

(18) As contas FoF listam apenas os ativos financeiros, não os ativos totais desses setores.

(19) As contas FoF podem ser acessadas gratuitamente em: <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/>. Dawson (1996) discute a história intelectual das mesmas.

(20) O exemplo mais dramático é o caso da poupança do setor pessoal (i.e., o setor privado não financeiro, não corporativo), cuja discrepância pode chegar a 3,5% do PIB (i.e, perto de US\$ 350 bilhões anualizados) em um dado trimestre. Para mais detalhes sobre a compatibilidade entre as contas de fluxo de fundos e as contas de renda e produto nacionais norte-americanas, ver Dawson (1996, cap. 3) e Taylor (2004, cap. 1).



Fontes: O saldo da conta corrente do balanço de pagamentos foi obtido em BEA (2004a, tab. 4.1, linha 29). O saldo financeiro do governo foi obtido em BEA (2004a, tab. 3.1, linha 39). O saldo financeiro privado foi obtido somando-se a primeira série com a segunda (multiplicada por menos um). Todas as séries foram divididas pelo PIB nominal (BEA, 2004a, tab. 1.1.5, linha 1).

Assumindo agora que o superávit financeiro do setor financeiro da economia privado é pequeno em relação ao PIB podemos concluir que – grosso modo – o superávit financeiro do setor privado (SP), mede o resultado financeiro corrente do agregado das firmas e das famílias da economia,<sup>21</sup> enquanto DP e SBC medem, respectivamente, os resultados financeiros correntes do governo e do setor externo. O Gráfico 1 acima apresenta a trajetória histórica dessas três variáveis e evidencia que outra característica única do “boom” americano foi a deterioração sem precedentes do resultado financeiro do setor privado e do saldo da conta corrente do balanço de pagamentos norte-americano. Nota-se ainda que, *após um breve período de crescimento com superávits fiscais*, a economia norte-americana encontra-se novamente em um período de “déficits gêmeos” (i.e., público e externo, já que o superávit financeiro do setor privado está próximo de zero) similar ao do início dos anos 1990.

Naturalmente, (i) não se pode deduzir nada de “causal” dos dados acima (que são, afinal, resultados *ex post*); (ii) déficits “financeiros” seguidos e crescentes de um (macro) setor, embora evidentemente sugestivos, não são

(21) Como lembrado ao autor dessas notas por Franklin Serrano, o “superávit privado” acima é sinônimo de “superávit de firmas não financeiras, famílias e firmas financeiras” e, portanto, inclui ainda o superávit das firmas financeiras. Assim sendo, a aproximação acima (evidente, por exemplo, em Godley, 1999b, p. 6-7) só faz sentido se o superávit do setor financeiro (i.e., os lucros retidos pelo setor menos seus investimentos em ativos tangíveis) for pequeno o suficiente para ser ignorado. Note-se ainda que se essa última variável for positiva (aproximações a partir das contas FoF chegam perto de um superávit de meio por cento do PIB), a medida acima superestimar o real valor do superávit financeiro de firmas não financeiras e famílias.

condição necessária nem suficiente para a deterioração das contas patrimoniais do mesmo;<sup>22</sup> e (iii) como apontado anteriormente, o “setor privado” corresponde à agregação de agentes econômicos flagrantemente heterogêneos. As ressalvas (ii) e (iii) acima nos remetem à necessidade de desagregar o “setor privado” e analisar a evolução dos balanços patrimoniais de seus componentes. Uma aproximação possível consiste em usar os números dos macrossetores “famílias e organizações sem fins lucrativos”, “setor corporativo não financeiro”, “setor de firmas não corporativas” e “setor de bancos comerciais” das contas FoF como *proxies* da situação patrimonial efetiva dos componentes do “setor privado” norte-americano.<sup>23</sup> A Tabela 2 mostra o resultado desse exercício para o primeiro trimestre de 2004.

O Gráfico 2, por outro lado, mostra um retrato desagregado da evolução da acumulação de dívidas/ativos financeiros<sup>24</sup> do setor privado não financeiro e permite-nos concluir que, embora tanto firmas quanto famílias tenham tido déficits financeiros durante o “boom” dos anos 1990, o que realmente distingue o período é a espetacular deterioração da poupança financeira familiar. De fato, enquanto empresas diminuíram seu endividamento com a recessão de 2001, famílias continuam se endividando pesadamente.

Como aponta Godley (1999b, p. 7, tradução nossa), entretanto, o financiamento dos déficits financeiros das famílias requer que “reservas de dinheiro sejam utilizadas (claramente uma fonte líquida de fundos muito limitada) **ou** haja realizações líquidas de ativos financeiros [não monetários] pelo setor (...) **ou** haja [um aumento líquido nos] empréstimos do setor (...)”. O Gráfico 3 permite concluir que a última opção foi a preponderante.<sup>25</sup> A última década, em resumo, deixou como herança um agudo (exponencial nos últimos anos) endividamento das famílias americanas.

---

(22) Por exemplo, a totalidade do déficit financeiro de um setor pode ser usada para financiar a aquisição de ativos tangíveis, de modo a manter seu patrimônio líquido constante. Ou, mesmo que o déficit financeiro financie apenas gastos de consumo, ganhos de capital podem ser grandes o suficiente para contra-restar o aumento do endividamento. Dito de outro modo, déficits financeiros quase sempre implicam uma diminuição da liquidez do balanço patrimonial do setor, não necessariamente uma deterioração do mesmo.

(23) Essa aproximação desconsidera instituições financeiras importantes (incluindo bancos de investimento, fundos de pensão, seguradoras e companhias hipotecárias) e negligencia o fato de que os gastos de organizações não-governamentais sem fins lucrativos (como a Fundação Ford ou o Levy Institute) são de natureza flagrantemente diferente dos gastos das famílias convencionais.

(24) Ou seja, excluindo ativos reais como bens de consumos duráveis ou imóveis.

(25) O Gráfico 3 considera como “hipotecárias” dívidas de empréstimos pessoais cujo colateral são imóveis (i.e., os chamados “*home-equity*” loans).

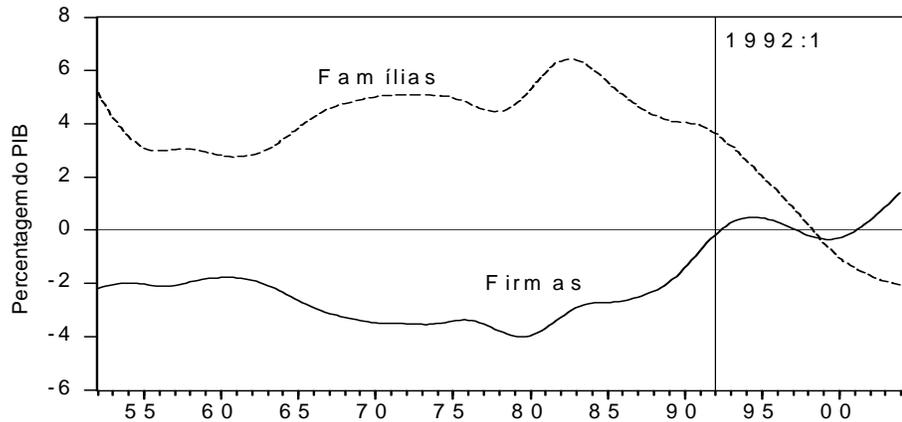
Tabela 2  
Balancos do “setor privado” norte-americano (em trilhões de dólares)

Balanco patrimonial das famílias e OSFLS		Balanco patrimonial das corporações não financeiras		Balanco patrimonial das companhias limitadas		Balanco patrimonial dos bancos Comerciais <sup>(1)</sup>	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
Imóveis: 16.6 Ativos Financ.: 34.9 Outros: 3.5	Hipot: 6.9 Crédito ao Cons.: 2.0 Outros: .9 Patrimônio Líquido: 45.2	Imóveis: 5.1 Bens de K: 3.4 Estoques: 1.4 Ativos Fin: 10.7	Emprést: 10.3 Patrimônio Líquido: 10.3	Imóveis: 5.5 Bens de K: .67 Estoques: .01 Ativos Fin: 1.9	Empréstimo: 3.4 Patrimônio Líquido: 4.8	Títulos: 1.9 Hipot: 2.4 Créd. Cons: 0.6 Créd. Firmas: 0.9 Reservas: 0.3 Outros: 1.6	Depós: 5.0 Emprést: 1.5 Outros: 0.6 Patrimônio Líquido: 0.6

<sup>(1)</sup> Os ativos tangíveis dos bancos comerciais estão incluídos em “outros ativos”.

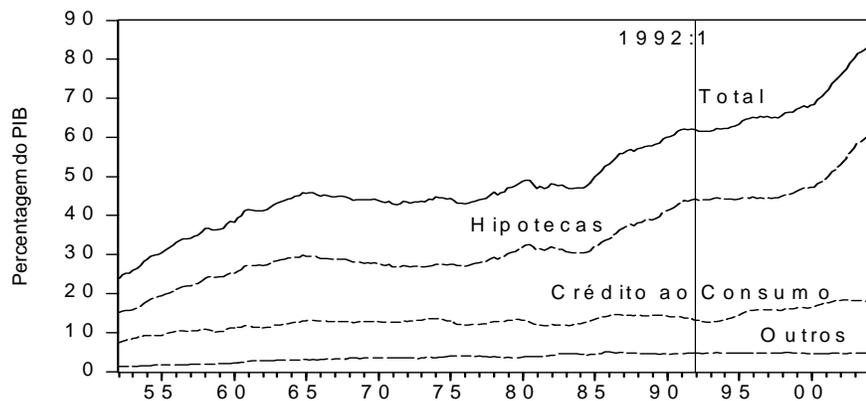
Fontes: Os balanços patrimoniais de famílias, corporações não financeiras e firmas não financeiras não corporativas foram obtidos através de manipulações triviais dos dados das Tabelas B100, B102 e B103 do FED (2004a). O balanço patrimonial dos bancos comerciais foi obtido através de manipulações triviais dos dados em FED (2004b).

Gráfico 2  
Superávits financeiros de famílias e firmas não financeiras (c/ filtro HP,  $\lambda=1600$ )



Fontes: Os superávits financeiros das famílias e firmas foram obtidos em FED (2004a, tab. F100, linha 16 – famílias; tab. F101, linha 10 - firmas). Ambas as séries foram divididas pelo PIB nominal (BEA, 2004a, tab. 1.1.5, linha 1).

Gráfico 3  
Composição da dívida agregada das famílias americanas



Fontes: Os estoques de dívida foram obtidos em FED (2004a, tab. D3, colunas 4, 5 e 6). Todas as séries foram divididas pelo PIB nominal (BEA, 2004a, tab. 1.1.5, linha 1).

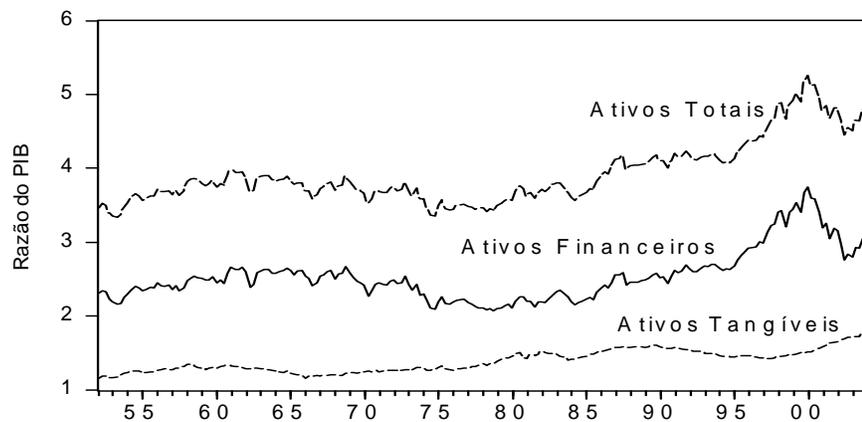
Durante muito tempo, acreditou-se que o contínuo e crescente endividamento das famílias (i.e., o contínuo aumento de seus “passivos”) não era importante porque contra-restado por excepcionais ganhos de capitais no lado dos ativos.<sup>26</sup> Ainda que parcialmente verdadeiro (a posse de ativos valiosos certamente aumenta o poder de obter crédito), tal argumento ignora o fato óbvio de que

(26) Como apontado por Ray Fair, macroeconomista de Yale, ao autor destas notas, em abril de 2002: “Você tem que olhar os dois lados do balanço [patrimonial das famílias], filho”.

enquanto o valor real da riqueza financeira das famílias pode diminuir abrupta e dramaticamente, o mesmo não ocorre com as dívidas. Em outras palavras, embora o valor dos ativos do setor privado não financeiro tenha, de fato, subido significativamente durante o “boom”, a realização desses ativos (notadamente imóveis e ações da bolsa de valores) em grande escala é e sempre foi impossível sem enormes perdas de capital causadas por um mercado “vendedor”. De todo modo, a espetacular derrocada da bolsa de valores norte-americana (que em setembro de 2004 ainda não dava sinais claros de reversão – ver Gráfico 4 abaixo), a despeito de taxas de juros nominais muito baixas, lembrou aos fazedores de política a velha lição de Minsky (1982) sobre os perigos de basear políticas macroeconômicas nos humores do mercado acionário.<sup>27</sup>

Esses dados são incontrovertidos e apontam para um futuro aumento da propensão a poupar das famílias norte-americanas. Com efeito, dadas as expectativas de elevação constante (ainda que gradual) das taxas de juros reais, a manutenção do serviço da dívida familiar como proporção da renda ou da riqueza dependeria, respectivamente, de significativos aumentos na maturidade das dívidas e do retorno de altos ganhos de capital no lado dos ativos – ambos improváveis nesse ponto (ver seção 3).

Gráfico 4  
Composição dos ativos totais das famílias americanas

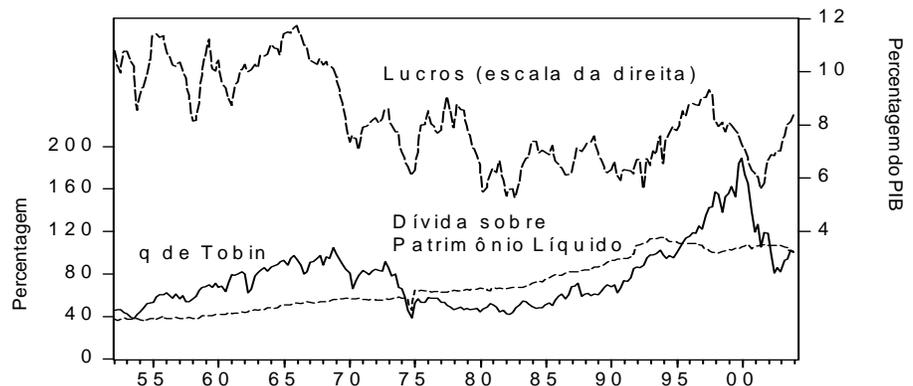


Fontes: Os estoques de riqueza foram obtidos em FED (2004a, tab. B100, linhas 1, 2 e 8) e divididos pelo PIB nominal (BEA, 2004a, tab. 1.1.5, linha 1).

(27) Note que o impacto da queda na bolsa de valores sobre as despesas de consumo foi contra-restado não somente por um “boom” imobiliário (Baker, 2003), mas, também, e crucialmente, pelo substancial aumento da renda disponível das famílias causado pela diminuição nos impostos. Ver Johnson et al. (2004) para evidências nesse sentido.

Histórias de fragilidade financeira (como as contadas por Minsky, 1982, 1986) geralmente se baseiam na euforia de firmas não financeiras e “bancos” com os lucros das primeiras. Os bancos tenderiam a emprestar “demais” para os “entusiasmados” capitalistas industriais, de modo que a virada do ciclo econômico seria particularmente ruim para ambos os setores. Nada do tipo vem ocorrendo com a economia norte-americana, entretanto. Com efeito, a despeito de o investimento agregado ter patinado nos últimos anos, a rentabilidade das corporações norte-americanas vem crescendo substancialmente (ver Gráfico 5 abaixo). Também não parece possível atribuir a falta de dinamismo dos gastos de investimento ao endividamento excessivo das firmas. O efeito combinado da derrocada das bolsas de valores (e a conseqüente queda do  $q$  de Tobin) e do excesso de capacidade ociosa em setores-chave da economia parece uma explicação mais plausível (Bernanke, 2003; Arestis; Karakitsos, 2004).

Gráfico 5  
Indicadores da saúde financeira das corporações norte-americanas



Fontes: A dívida total e o patrimônio líquido das corporações não financeiras foram obtidos em FED (2004a, tab. B102, linhas 21 e 32). O  $q$  de Tobin foi calculado somando-se o valor das ações (tab. B102, linha 35) e da dívida financeira líquida das firmas (tab. B102, linha 21 menos linha 6) e dividindo-se esse total pelo valor dos ativos tangíveis das mesmas (tabela B102, linha 2). Finalmente, o lucro das firmas foi obtido em BEA (2004a, tab. 1.10, linha 17 e dividido pelo PIB nominal (BEA, 2004a, tab. 1.1.5, linha 1).

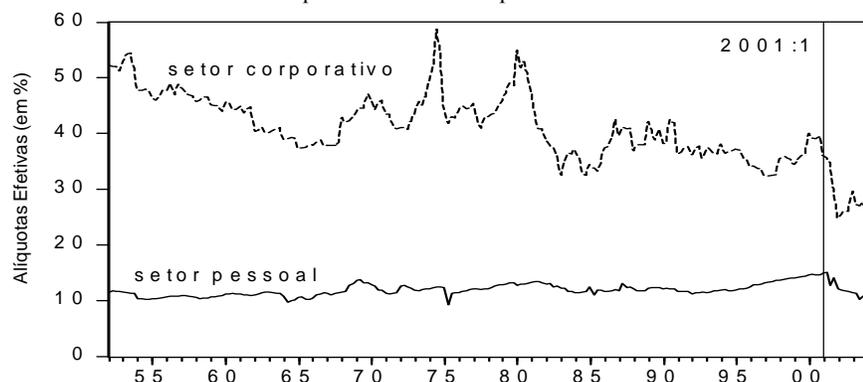
Da mesma forma, poucos duvidam que o setor bancário norte-americano encontra-se “saudável, forte, lucrativo e bem posicionado para cumprir adequadamente seu papel de dar suporte ao crescimento (...) da economia” (Olson, 2004, tradução nossa), em grande medida porque o espetacular crescimento no endividamento das famílias (que correspondem grosseiramente a 40% do ativo dos bancos) aumentou consideravelmente a receita dos bancos.<sup>28</sup>

(28) Ver Olson (2004) e Bernanke (2003). Apesar de crescente, o número de falências pessoais ainda é muito pequeno em comparação ao total de famílias americanas (Maki, 2000).

### 2.3 Conseqüências patrimoniais do “boom” (II): governo e o resto do mundo

A relativa saúde patrimonial das firmas e dos bancos norte-americanos é menos paradoxal – pelo menos de um ponto de vista estruturalista latino-americano – se analisado à luz da reversão da política fiscal norte-americana com George W. Bush. O Estado, afinal, tem sempre o poder de substituir endividamento privado por endividamento público e freqüentemente o faz.<sup>29</sup> Com efeito, a deterioração das contas públicas norte-americanas nos últimos quatro anos foi dramática e em grande medida sustentou a rentabilidade e suavizou o ajuste patrimonial das grandes corporações (e, conseqüentemente, dos bancos que as financiam) – seja indiretamente via aumento dos gastos com bens finais (ver Tabela 1) ou diretamente pela redução na carga tributária dessas empresas (ver Gráfico 6).

Gráfico 6  
Alíquotas efetivas de Imposto de Renda



Fontes: O valor total dos impostos sobre a renda das corporações foi obtido em BEA (2004a, tab. 3.1, linha 5) e dividido pelo lucro das firmas (obtido em BEA 2004a, tab. 1.10, linha 17). O valor total dos impostos sobre a renda do setor privado não corporativo foi obtido em BEA (2004a, tab. 3.1, linha 3) e dividido pela renda pessoal total (obtido em BEA 2004a, tab. 2.1, linha 1).

Do Gráfico 1 depreende-se que o atual déficit público americano (assim como a despoupança financeira privada de 1998 até há pouco) está sendo (foi) – direta ou indiretamente – financiado pelo resto do mundo. Em particular, dados das contas de fluxos de fundos apontam que mais de 76% do valor dos títulos públicos emitidos pelo Tesouro americano entre o terceiro trimestre de 2001 e o segundo trimestre de 2004 foi adquirido por estrangeiros,<sup>30</sup> enquanto dados da posição patrimonial líquida dos Estados Unidos indicam que mais de dois terços

(29) Ver Belluzzo; Almeida (2002) para uma análise do caso brasileiro nos anos 1970 e 1980.

(30) Ver Board of Governors of the Federal Reserve (2004a).

dessas compras foram feitas por governos internacionais.<sup>31</sup> Com efeito, a decisão de governos estrangeiros – notadamente aqueles que se beneficiam de fortes superávits comerciais com os Estados Unidos (como China e Japão<sup>32</sup>) de aumentar seu estoque de títulos públicos norte-americanos (a despeito dos baixos juros nominais e de uma significativa desvalorização do dólar no período em questão) é amplamente citada na literatura (e.g. Mann, 2004; Godley et al., 2004) como uma das causas dos crescentes déficits comerciais norte-americanos.

Obviamente os Estados Unidos mantêm déficits comerciais já há mais de duas décadas,<sup>33</sup> de modo que não há nada de novo na constatação de que o resto do mundo vem voluntariamente financiando a despoupança norte-americana. As conseqüências dinâmicas dessa trajetória são evidentes, entretanto. Em particular, projeções simples permitem-nos concluir que a posição patrimonial dos Estados Unidos *vis-à-vis* o resto do mundo – que já se deteriorou de 9% positivos do PIB em 1976 para 24% negativos do PIB em 2003 – pode facilmente chegar a 50% negativos em pouco mais de 5 anos.<sup>34</sup> Tampouco deve-se ignorar a aceleração dessa tendência de longo prazo – os números mais recentes do déficit corrente americano beiram os 6% do PIB, vide Gráfico 1 – e o fato de que esse déficit crescente vem crescentemente sendo financiado por compras de títulos do governo norte-americano por governos estrangeiros.<sup>35</sup> A conseqüência prática inexorável da crescente participação da dívida financeira na dívida total norte-americana será o aumento do custo do endividamento externo – hoje praticamente zero. Com efeito, a despeito do tamanho de sua dívida externa, a renda líquida recebida pelos Estados Unidos do exterior permanece positiva, fato esse explicado pelas baixas taxas de juros nominais pagas pelos títulos da dívida pública norte-americana e porque, “por razões nunca suficientemente explicadas, (...) a taxa de retorno dos investimentos norte-americanos no resto do mundo permanece obstinadamente – na verdade, crescentemente – maior que a taxa de retorno dos investimentos estrangeiros nos EUA” (Godley; Izurieta, 2002, p. 14, tradução nossa). Na medida

---

(31) Ver Bureau of Economic Analysis (2004b). No mesmo período os títulos da dívida pública federal americana de propriedade de estrangeiros passaram de 36% para 49% do total em circulação (U.S. Treasury, 2004). Em 1993 esse número era de apenas 20%.

(32) Os dois maiores contribuintes para o déficit comercial americano (Shaikh et al., 2003).

(33) Ver Gráfico 1. O pico em 1992 deveu-se às transferências unilaterais de países que aceitaram arcar com parte do custo da Guerra do Golfo.

(34) Na ausência de desvalorizações cambiais significativas (que apreciam os ativos americanos no exterior), obviamente. Roubini e Setser (2004), os autores dessa projeção, notam que desvalorizações cambiais perante o euro, o dólar canadense e o dólar australiano têm efeitos particularmente positivos sobre a posição patrimonial americana, uma vez que a maior parte dos ativos americanos no exterior está denominada nessas moedas.

(35) Até recentemente, otimistas regozijavam-se do fato de o déficit corrente americano ser financiado majoritariamente pelo investimento externo direto ou de portfólio – uma evidência, argumentava-se, do reconhecimento externo do dinamismo da economia norte-americana.

em que as taxas de juros voltem a patamares perto de sua média histórica<sup>36</sup> e a participação da dívida financeira aumente sobre a parcela de investimento estrangeiro direto na dívida externa americana, o fenômeno do custo zero da mesma tende a desaparecer.

### **3 Implicações de curto e médio prazos dos novos tipos de fragilidade financeira no capitalismo americano**

Destacamos na seção anterior que as famílias e o Estado americano encontram-se numa situação de crescente fragilidade financeira, enquanto firmas produtivas e financeiras parecem estar em uma posição patrimonial mais confortável.<sup>37</sup> Na presente seção argumentaremos – seguindo Godley et al. (2004), dentre outros – que as tendências discutidas acima implicam um significativo viés recessivo para a economia norte-americana. Os passos lógicos do argumento são os seguintes:

(1) o elevado endividamento das famílias americanas aponta na direção de um aumento significativo da poupança familiar (i.e., os gastos de consumo deverão deixar de ser o motor da economia norte-americana);

(2) a manutenção do ritmo de desindustrialização americana parece incompatível com melhoras estruturais no saldo de transações correntes. Medidas protecionistas (obviamente inflacionárias) podem ser adotadas, assim como desvalorizações do dólar podem ocorrer, mas (ambas) dificilmente no ritmo necessário para contra-restar a tendência principal;

(3) elevações da taxa de juros pelo Federal Reserve – em resposta a choques de oferta negativos e/ou a expectativas inflacionárias – apenas deteriorariam os itens 1 e 2 acima.

Começando pelo item 1 acima, o Gráfico 7 a seguir parece-nos compatível com a hipótese de que famílias tentam manter o serviço da dívida relativamente fixo em relação à sua renda disponível (Ferguson, 2004).<sup>38</sup>

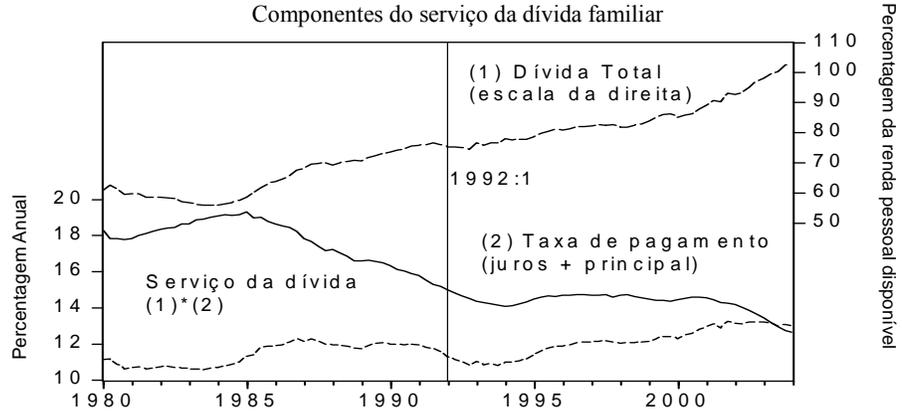
---

(36) Precisamente a intenção – repetidamente anunciada – do Federal Reserve nesse momento (ver, por exemplo, Greenspan, 2004b).

(37) O uso do termo fragilidade financeira deve ser qualificado no caso do Estado norte-americano, uma vez que o mesmo emite a moeda na qual suas dívidas estão denominadas. O termo é utilizado aqui apenas para indicar que a dívida e, *ceteris paribus*, o fluxo de obrigações financeiras do Estado norte-americano estão aumentando rapidamente em relação às suas receitas correntes.

(38) Especialmente se levarmos em conta que a (suave) tendência positiva da série pode ser em grande parte explicada pelo crescente uso de cartões de crédito em transações comerciais (i.e., a crescente diminuição do “motivo transação” da demanda por moeda). Ver, a esse respeito, Greenspan (2004a) e Johnson (2004).

Gráfico 7  
Componentes do serviço da dívida familiar



Fontes: A dívida familiar foi obtida em FED (2004a, tab. D3, coluna 5 mais coluna 6)\* e dividida pela renda pessoal disponível (obtida em FED, 2004a, tab. F100, linha 3). O serviço da dívida foi obtido em FED (2004c, coluna 'DSR'). A taxa de pagamento foi obtida dividindo-se a segunda série pela primeira.

(\*) A medida do 'peso do serviço da dívida' do Federal Reserve leva em conta apenas as dívidas das famílias com hipotecas e créditos ao consumidor (ver Maki, 2000).

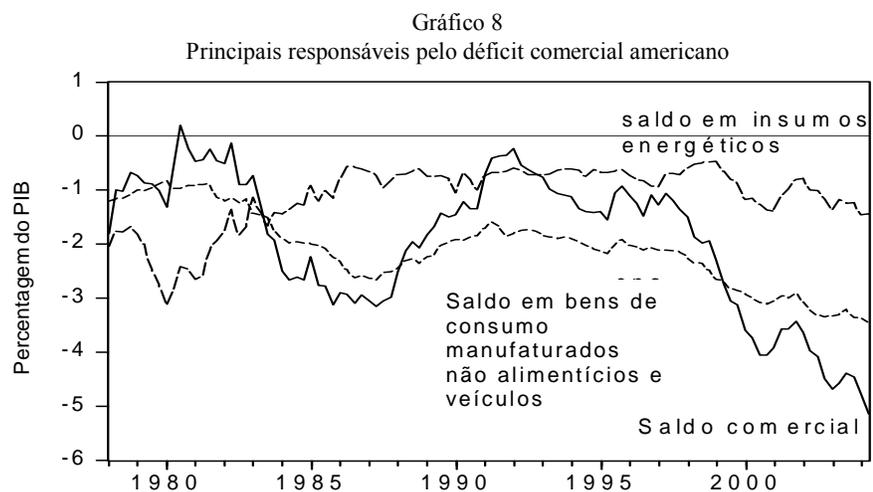
Cálculos aritméticos simples permitem-nos concluir que a continuação do ritmo de endividamento atual das famílias americanas implicaria – dada a atual taxa de pagamento – um aumento explosivo do serviço da dívida dessas últimas (para o patamar de 17% em pouco menos de 3 anos, um aumento de mais de 27% em relação ao número atual). E mesmo que a razão dívida/renda das famílias pare de crescer, a mera recomposição da taxa de pagamento para, por exemplo, o nível vigente em 2001 já seria suficiente para fazer com que o serviço da dívida familiar atingisse 15,17% (um aumento de 17%). Ambas as medidas são consideravelmente mais altas do que o pico anterior (13,27%, no quarto semestre de 2001).<sup>39</sup>

A despeito de seu inquestionável *pedigree* teórico (Fisher, 1933), o ponto acima é mais enfatizado no debate político (Bies, 2004; Ferguson, 2004) do que no debate técnico sobre a dinâmica da economia americana. Com efeito, o serviço da dívida familiar e variáveis relacionadas (como o número de falências pessoais ou o valor dos débitos atrasados) não explica econometricamente a dinâmica do consumo agregado americano (Maki, 2000).<sup>40</sup> Mais influentes, ainda que controversas, são as estimativas econométricas sobre o “efeito riqueza” (líquida, i.e., ativos menos passivos) das famílias sobre o consumo agregado que giram em torno de 5 centavos de aumento de consumo para cada dólar de aumento na

(39) O serviço da dívida é uma medida conservadora do percentual “fixo” do orçamento familiar. Conceitos mais amplos, que incorporam outras despesas “fixas” como aluguéis e impostos sobre propriedade, elevariam esse número em 5 pontos percentuais (ver Board of Governors of the Federal Reserve, 2004c).

(40) Nem, obviamente, teria que explicar, dado que teorias de deflação de débitos não implicam uma relação linear entre o consumo e o serviço da dívida.

riqueza agregada (Modigliani, 1971; Maki; Palumbo, 2001; Davis; Palumbo, 2001).<sup>41</sup> Mas não nos parece sensato, como discutido acima, basear expectativas otimistas para o consumo agregado americano em um novo “boom” no mercado acionário.<sup>42</sup> Como defendido por Baker (2003), as perspectivas de uma significativa diminuição do ritmo de valorização (ou mesmo deflação) no mercado imobiliário americano fazem com que (dada a atual propensão a consumir e na ausência de novos cortes de impostos) a recuperação dos balanços patrimoniais das famílias americanas em curto e médio prazos seja particularmente incerta.<sup>43</sup>



Fontes: O déficit em bens de consumo manufaturados e veículos foi obtido somando-se as linhas C52, C68 e C70 e subtraindo-se o total da soma das linhas C124, C136 e C139 da Tabela 2 de BEA (2004d). O déficit em insumos energéticos foi obtido subtraindo-se a linhas C91 da linha C22 da mesma tabela. Finalmente, o saldo comercial americano foi obtido subtraindo-se a coluna 17 (importações) da coluna 14 (exportações) de BEA, 2004a, tab. 1.1.5).

(41) Tais estimativas são controversas porque dependem crucialmente dos conceitos específicos de renda e riqueza (e das medidas específicas desses conceitos) utilizados. Por exemplo, Lettau e Ludvigson (2003) apontam que somente aumentos “permanentes” (no sentido estatístico que descrevem) na riqueza devem afetar o consumo agregado, enquanto Juster et al. (2004) e Case et al. (2001) apontam para a necessidade de se desagregar o estoque de riqueza em riqueza imobiliária e financeira (chegando a resultados diametralmente opostos). Rudd e Whelan (2002), por outro lado, argumentam que o diagnóstico dominante não é robusto a mudanças nas medidas de riqueza e renda disponível agregadas utilizadas.

(42) Analogamente, Susan Bies (2004, tradução nossa), “Governor” do Federal Reserve Americano, por exemplo, aponta que “não ficaria surpresa se a taxa de poupança pessoal subisse gradualmente para níveis mais consistentes com sua média histórica. Esse aumento presumivelmente seria consistente com a mudança esperada do padrão de crescimento da (...) economia – de uma expansão primordialmente liderada pelas famílias para uma liderada por gastos das firmas”. Obviamente, a crença da Sra. Bies no gradualismo do ajuste é apenas isso: uma crença.

(43) Esse cenário pessimista prevê ainda uma crise de grandes proporções no setor financeiro imobiliário americano que, captando a curto prazo e investindo a longo, é quem em última análise sofreria mais na hipótese de uma deflação no mercado imobiliário. Tal setor foi recentemente privatizado, mas é grande e estratégico o suficiente para levar o mercado a prever que problemas sistêmicos levariam o governo a intervir no mesmo (Greenspan, 2004c).

Voltando nossa atenção ao ponto 2, cumpre destacar, inicialmente, a extensão da perda de capacidade competitiva do setor manufatureiro americano (prevista por Kaldor na epígrafe acima). Com efeito, dados recentes (Bureau of Economic Analysis, 2004b) dão conta de que o PIB manufatureiro americano permanece praticamente estagnado em termos nominais desde 1998 (levando a uma queda de 15,4% para 12,7% na participação do setor no PIB total desde então). Sintomaticamente, se adicionado ao déficit energético, o déficit em bens de consumo manufaturados (duráveis e não duráveis, não alimentícios) e veículos responde por praticamente todo o déficit comercial americano.<sup>44</sup>

O quadro pessimista acima é mantido mesmo em análises convencionais do balanço de transações correntes americano – que desenfazem aspectos estruturais, concentrando-se em mensurar efeitos renda e substituição sobre o agregado das exportações e importações. Inicialmente, uma série de estudos passados e recentes confirma o chamado “efeito Houthakker”, i.e., o fato de a elasticidade-renda das importações americanas ser maior do que a elasticidade-renda (externa) das exportações (ver Tabela 3 a seguir), de modo que *ceteris paribus* a manutenção de um dado saldo da balança comercial em relação ao PIB pelos Estados Unidos só é possível se a economia americana crescer menos rapidamente que as de seus parceiros comerciais. Além disso, as elasticidades-preço estimadas apontam para a necessidade de desvalorizações cambiais elevadas apenas para manter o atual nível do déficit em transações correntes como percentagem do PIB.<sup>45</sup> Finalmente, como mencionado acima, a disposição dos países superavitários em continuar acumulando ativos financeiros denominados em dólar faz com que desvalorizações na taxa de câmbio não possam ser tidas como certas (Mann, 2004).

Tabela 3  
Amostra de resultados econométricos sobre o saldo comercial americano

Estudo	Elasticidade-Preço das Importações	Elasticidade-Renda das Importações	Elasticidade-Preço das Exportações	Elasticidade-Renda das Exportações
Houthaker e Magee (1969)	-1.03	1.68	-1.51	.99
Krugman e Baldwin (1987)	-.86	2.87	-1.4	2.42
Hooper et al. (1998)	-0.3	1.8	-1.5	0.8
Chinn (2003) <sup>(1)</sup>	-0.18	2.3	0.75	2
Mann (2004)	N/A	1.7	N/A	1

<sup>(1)</sup> Chinn utiliza a taxa de câmbio efetiva real como *proxy* para os preços relativos de importações e exportações.

Fonte: Elaboração própria a partir dos trabalhos que compõem a primeira coluna.

(44) Os Estados Unidos têm ainda um pequeno saldo positivo em bens agrícolas e serviços. O saldo em bens de capital é próximo de zero. Mann (2004) defende uma relação direta entre a explosão do consumo observada nos anos 1990 e a deterioração do saldo de transações correntes americano.

(45) Mann (2004) estima que desvalorizações reais na casa dos 10% anuais são necessárias (dadas as hipóteses abaixo). Para uma estimativa propositalmente mais otimista, ver Godley et al. (2004).

Estimativas de Mann (2004) dão conta de que na ausência de desvalorizações cambiais significativas e assumindo hipóteses plausíveis sobre a taxa de crescimento do resto do mundo, mesmo uma redução gradual do crescimento real americano dos atuais 4,7% para 2,8% ao ano em 2008 elevaria o déficit em transações correntes para valores na casa dos 10% do PIB no período em questão. Tal número manteria a contribuição das exportações líquidas para o crescimento fortemente negativo e forçaria (o agregado dos) os gastos privados e públicos a subir (para alcançar o nível estabelecido de crescimento real, a despeito da contribuição negativa das exportações líquidas) de modo a fazer com que o déficit financeiro nacional (público e privado) alcance a mesma magnitude de 10% do PIB.<sup>46</sup> Uma vez que é quase impensável que as firmas acumulem dívidas nessa magnitude – mesmo na hipótese de um novo “boom” de investimento<sup>47</sup> – tal cenário logicamente tenderia a acelerar os desequilíbrios patrimoniais de famílias e governo mencionados na seção 2 acima (Godley et al., 2004).

Terminamos essa seção lembrando ao leitor que – dado o atual diagnóstico dominante sobre a condução da política monetária – é lícito supor que o Federal Reserve responda a um recrudescimento da inflação tentando elevar as taxas de juros reais. Tal movimento teria implicações fortemente negativas sobre o quadro traçado acima. Não somente o serviço das dívidas familiar e externa aumentaria significativamente, como o conseqüente impacto deflacionário nos mercados de ativos contribuiria para deteriorar os balanços patrimoniais das famílias e a capacidade de endividamento das empresas.

### Notas finais

Ainda que não tenhamos, no presente momento, nada de fundamentalmente novo a dizer sobre o processo de escolha e eventual troca de “moedas globais” e sobre os determinantes (inclusive geopolíticos) da conta de capital do balanço de pagamentos norte-americano (e, portanto, sobre a dinâmica do valor do dólar) parece-nos forçoso concluir que há poucos motivos para otimismo em relação à performance da economia norte-americana no futuro próximo. Dito de outro modo, parece-nos que uma visão otimista sobre os Estados Unidos tem, necessariamente, que combinar uma série de fatores positivos (em simultâneo), a saber, (i) uma retomada do investimento das corporações norte-americanas e não norte-americanas em território americano; (ii) uma retomada no

---

(46) Estimativas propositalmente otimistas de Godley et al. (2004) colocam esse número perto de 8%. Com efeito, Godley assume hipóteses mais pessimistas (otimistas) quanto ao crescimento do PIB real nos Estados Unidos (no resto do mundo), assim como uma maior elasticidade-renda das exportações americanas.

(47) Durante o “boom” de investimento entre 1997 e 2000, o aumento do endividamento das firmas flutuou em torno de 6% do PIB (alcançado o máximo de 7,2% no segundo trimestre de 1998). Uma vez que firmas podem se endividar também para comprar ativos financeiros (e não apenas para financiar despesas correntes), o endividamento financeiro líquido das mesmas tende a ser inferior ao aumento do endividamento total.

ritmo de valorização do mercado de ativos americanos; (iii) um aumento na taxa de poupança das famílias americanas;<sup>48</sup> (iv) a crescente e ordenada desvalorização do dólar; e (v) a diminuição na inflação nos mercados internacionais de *commodities*, a fim de evitar elevações exageradas nas taxas de juros reais.<sup>49</sup> Cenários menos róseos (como, por exemplo, os discutidos por Bergsten, 2004 e Baker, 2003) parecem-nos, entretanto, tão ou mais plausíveis do que a visão otimista neste momento.

Note-se ainda que, mesmo que a visão otimista se concretize no curto prazo, nada na mesma sugere a resolução dos desequilíbrios estruturais crônicos da economia norte-americana. Não discordamos necessariamente de que ainda pode haver tempo até que as contradições inerentes ao atual processo de acumulação norte-americano se tornem insustentáveis. Mas notamos que cabe aos otimistas responderem por quanto tempo se pode ganhar tempo. Nesse sentido, a mera constatação de que o diagnóstico estruturalista não se consumou na recessão de 2001 (pois o consumo das famílias – mais endividadas relativamente do que as firmas – continuou a crescer no período em questão) não nos parece suficiente. Não deve ser difícil, mesmo para o crítico mais ferrenho, reconhecer que a combinação de políticas monetária e fiscal violentamente expansionistas (i.e., o remédio estruturalista) desarmou e/ou retardou vários dos impedimentos ao crescimento americano apontados pelos estruturalistas. Mais importante, nos parece, é a constatação de que as principais tendências de longo prazo da economia norte-americana – identificadas por Kaldor mais de 30 anos atrás (quando a posição patrimonial americana era especialmente confortável) – continuam em franca atividade. Como argumentamos acima, a análise cuidadosa das implicações patrimoniais dessas tendências permite-nos concluir que os graus de liberdade da condução da economia norte-americana estão diminuindo significativa e crescentemente.

### Referências bibliográficas

ARESTIS, P.; KARAKITSOS, E. *The sustainability of economic recovery in the United States: the risks to consumption and investment*. New York: Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 2004. (Public Policy Brief, n. 77).

ASIMAKOPULOS, A. *Keynes's general theory and accumulation*. Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press, 1991.

---

(48) Necessário a fim de diminuir a fragilidade financeira das mesmas (ver seções 2 e 3 acima). Obviamente, ocorrendo isoladamente tal aumento não necessariamente melhoraria a situação das famílias (uma vez que, *ceteris paribus*, implicaria uma diminuição do nível de crescimento da renda familiar). Daí nossa ênfase na simultaneidade dos fatores positivos mencionados acima.

(49) Alguns dos componentes desse cenário otimista ocorreram simultaneamente após os “Plaza Accords” em meados dos anos 1980. A análise dos determinantes de acordos dessa natureza está além dos objetivos deste texto, entretanto.

BACKUS, D.; BRAINARD, W.; SMITH, G.; TOBIN, J. A model of the U.S. financial and non-financial economic behavior. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 12, n. 2, p. 259-293, May 1980.

BAKER, D. *Bursting bubbles: why the economy will go from bad to worse*. Washington, D.C.: Center for Economic Policy Research, 2003.

BELLUZZO, L.; ALMEIDA, J. *Economia brasileira: da crise da dívida aos impasses do Real*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2002. (Mimeogr.).

BERGSTEN, C. F. The risks ahead for the world economy. *The Economist*, 372 (8.391), Sept. 2004.

BERNANKE, B. *Balance sheets and the recovery*. Discurso proferido no 41st Annual Winter Institute, St. Cloud State University, St. Cloud, Minnesota, 21 fev. 2003. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/default.htm/>>.

BIES, S. *The economic outlook and the state of household and business finances*. Discurso proferido no New York Forecasters Club, New York, 26 fev. 2004. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/>>.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE BANK – FED. *Flow of funds accounts of the United States*. Washington, D.C., Jun. 2004a.

\_\_\_\_\_. *Assets and liabilities of commercial banks in the United States*. Washington, D.C., Aug. 2004b.

\_\_\_\_\_. *Household debt service and financial obligations ratios*. Washington, D.C., Jul. 2004c.

BRAINARD, W.; TOBIN, J. Pitfalls in financial model building. *American Economic Review*, v. 58, n. 2, p. 99-122, May 1968.

BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS – BEA. *National income and product accounts*. Washington, D.C., Aug. 2004a.

\_\_\_\_\_. *Gross-domestic-product-by-industry accounts, 1998-2003*. Washington, D.C., Jun. 2004b.

\_\_\_\_\_. *International investment position*. Washington, D.C., Jun. 2004c.

\_\_\_\_\_. *U. S. international transactions accounts data*. Washington, D.C., Sept. 2004d.

CASE, K.; QUIGLEY, J.; SHILLER, R. *Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market*. New Haven, 2001. (Cowles Foundation Discussion Paper, n. 1.335).

CHINN, M. *Doomed to deficits? Aggregate U.S. trade flows re-examined*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2003. (Working Paper, n. 9.521).

CHRIST, C. A simple macroeconomic model with a government budget restraint. *The Journal of Political Economy*, v. 76, n. 1, p. 53-67, Jan./Feb. 1968.

CRUZ, P. *Dívida externa e política macroeconômica*. São Paulo: Brasiliense, 1984.

DAVIDSON, P. *Money and the real world*. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1972.

DAVIS, M., PALUMBO, M. *A primer on the economics and time series econometrics of wealth effects*. Finance and Economics Discussion Series. Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 2001. (Working Paper, n. 2001-9).

DAWSON, J. (Org.). *Flow of funds analysis: a guide to practitioners*. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1996.

DOS SANTOS, C. A stock-flow consistent general framework for formal Minskyan analyses of closed economies. New York: Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 2004a. (Working Paper, n. 403). A ser publicado no *Journal of Post-Keynesian Economics*.

\_\_\_\_\_. Keynesian theorizing during hard times: stock-flow consistent models as an unexplored 'frontier' of Keynesian macroeconomics. New York: Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 2004b. (Working Paper, n. 408).

EATWELL, J.; TAYLOR, L. The American stock-flow trap. *Challenge*, v. 42, n. 5, p. 34-49, Sept./Oct. 1999.

FERGUSON, R. *Macroeconomic outlook and uncertainties*. Discurso proferido no Federal Reserve Bank of San Francisco, California, 8 abr. 2004. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/>>.

FISHER, I. The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica*, v. 1, n. 1, p. 337-357, Oct. 1933.

FOLEY, D.; TAYLOR, L. *A heterodox growth and distribution model*. Presented at "Growth and Distribution Conference", University of Pisa, Jun. 16-19, 2004.

GERTLER, M. Financial structure and aggregate economic activity: an overview. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 20, n. 3, p. 559-588, Aug. 1988.

GODLEY, W. Keynes and the management of real national income and expenditure. In: WORSWICK, G.; TREVITHICK, J. (Ed.). *Keynes and the modern world*. Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press, 1983.

\_\_\_\_\_. *Money, finance and national income determination: an integrated approach*. New York: Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 1996. (Working Paper, n. 167).

\_\_\_\_\_. Money and credit in a Keynesian model of income determination. *Cambridge Journal of Economics*, v. 23, n. 2, p. 393-411, Apr. 1999a.

\_\_\_\_\_. Seven unsustainable processes. New York: Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 1999b. (Special Report).

\_\_\_\_\_; CRIPPS, F. *Macroeconomics*. London: Fontana, 1983.

\_\_\_\_\_; IZURIETA, A. *Strategic prospects and policies for the U.S. Economy*. Strategic Analysis. New York: Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 2002.

\_\_\_\_\_; IZURIETA, A.; ZEZZA, G. *Prospects and policies for the U.S. economy: why net exports must now be the motor for U.S. growth*. Strategic Analysis. New York: Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 2004.

GODLEY, W.; MCCARTHY, G. Fiscal policy will matter. *Challenge*, v. 41, n. 1, p. 38-54, Jan./Fev. 1998.

GREENSPAN, A. *The Federal Reserve's report on monetary policy*. Testemunho ao comitê de bancos, habitação e questões urbanas do Senado dos EUA. Washington, July 20th, 2000. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/>>.

\_\_\_\_\_. Understanding household debt obligations. Discurso proferido na “Credit Union National Association 2004 Governmental Affairs Conference”. Washington, 23 Feb. 2004a. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/>>.

\_\_\_\_\_. *The Federal Reserve's semiannual report on monetary policy*. Testemunho ao comitê de bancos, habitação e questões urbanas do Senado dos EUA. Washington, 20 jul. 2004b. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/>>.

\_\_\_\_\_. *Government-sponsored enterprises*. Testemunho ao comitê de bancos, habitação e questões urbanas do Senado dos EUA. Washington, 24 fev. 2004c. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2004/>>.

HOOVER, P.; JOHNSON, K.; MARQUEZ, J. *Trade elasticities for G7 countries*. International Finance Discussion Series. Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 1998. (Working Paper, n. 609).

HOUTHAKKER, H. S.; MAGEE, Stephen P. Income and price elasticities in world trade. *Review of Economics and Statistics*, v. 51, n. 2, p. 111-125, May 1969.

JOHNSON, D.; PARKER, J.; SOULELES, N. *Household expenditure and the income tax rebates of 2001*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2004. (Working Paper, n. 10.784).

JOHNSON, K. *Convenience or necessity?* Understanding the recent rise in credit card debt. Finance and Economics Discussion Series. Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 2004. (Working Paper, n. 2004-47).

JUSTER, F.; LUPTON, J.; SMITH, J.; STAFFORD, F. *The decline in household saving and the wealth effect*. Finance and Economics Discussion Series. Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 2004. (Working Paper, n. 2004-32).

KALDOR, N. The dollar crisis. In: \_\_\_\_\_. *Collected economic essays*. London: Duckworth, 1978. v. 6: Further essays on applied economics.

KALECKI, M. Professor Pigou on the ‘Classical Stationary State’ – A comment. *Economic Journal*, v. 54, n. 213, p. 131-132, Apr. 1944.

KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. Amherst, NY: Prometheus Books, 1997.

KOHN, D. Monetary policy and imbalances. *Banking and Finance Lecture Series*, Widener University, PA, Apr. 1<sup>st</sup> 2004. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/>>.

KRUGMAN, P.; BALDWIN, R. The persistence of the U.S. trade deficit. *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, p. 1-56, 1987.

LAVOIE, M.; GODLEY, W. Kaleckian growth models in a stock and flow monetary framework: a Kaldorian view. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 24, n. 2, p. 277-311, Winter 2001-2002.

LETTAU, M.; LUDVIGSON, S. *Understanding trend and cycle in asset values: reevaluating the wealth effect on consumption*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2003. (Working Paper, n. 9.848).

MAKI, D. *The growth of consumer credit and the household debt service burden*. Finance and Economics Discussion Series. Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 2000. (Working Paper, n. 2000-12).

\_\_\_\_\_; PALUMBO, M. *Disentangling the wealth effect: a cohort analysis of household saving in the 1990s*. Finance and Economics Discussion Series. Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 2001. (Working Paper, n. 2001-21).

MANN, C. *Managing exchange rates: achievement of global re-balancing or evidence of global co-dependency*. Washington, D.C.: Institute for International Economics, 2004.

MINSKY, H. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.

\_\_\_\_\_. *Can it happen again?* Armonk, NY: ME Sharpe, 1982.

\_\_\_\_\_. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MODIGLIANI, F. Consumer spending and monetary policy: the linkages. *Federal Reserve Bank of Boston Conference Series*, n. 5, 1971.

\_\_\_\_\_; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, Jun. 1958.

OLSON, M. *U.S. banking industry performance highlights – 2003*. Discurso proferido na Conferência anual do Institute of International Bankers. Washington, D.C., 1 mar. 2004. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/>>.

PAPADIMITRIOU, D.; SHAIKH, A.; DOS SANTOS, C.; ZEZZA, G. *Is personal debt sustainable?* Strategic Analysis. New York: Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, 2002.

ROUBINI, N.; SETSER, B. *The U.S. as a net debtor: the sustainability of the U.S. external imbalances*. New York: Stern School of Business, New York University, 2004. (Mimeogr.).

RUDD, J.; WHELAN, K. *A note on the cointegration of consumption, income, and wealth*. Finance and Economics Discussion Series. Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 2002. (Working Paper, n. 2002-53).

SHAIKH, A.; ZEZZA, G.; DOS SANTOS, C. *Is international growth the way out of U.S. current account deficits? A note of caution*. New York: Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, Sept. 2003. (Policy Note, n. 2003/6)

TAYLOR, L. *Structuralist macroeconomics*. New York: Basic Books, 1983.

\_\_\_\_\_. *Reconstructing macroeconomics: structuralist proposals and critiques of the mainstream*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 2004.

TOBIN, J. *Asset accumulation and economic activity*. Chicago: The University of Chicago Press, 1980.

\_\_\_\_\_. Money and the macroeconomic process. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 14, n. 2, p. 171-204, May 1982.

U.S. TREASURY DEPARTMENT. *Treasury Bulletin*, Washington, 2004. Disponível em: <<http://www.fms.treas.gov/bulletin/index.html>>.

WHELAN, K. *A guide to the use of chain aggregated NIPA data*. Finance and Economics Discussion Series. Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 2000. (Working Paper, n. 2000-35).

ZEZZA, G.; DOS SANTOS, C. The role of monetary policy in post-Keynesian stock-flow consistent macroeconomic growth models: preliminary results. In: LAVOIE, M.; SECCARECCIA, M. (Ed.). *Central banking in the modern world: alternative perspectives*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, Dec. 2004.