

# OS TRABALHADORES GASTAM O QUE NÃO GANHAM: KALECKI E A ECONOMIA AMERICANA NOS ANOS 2000\*

Franklin Serrano\*\*

## I.Introdução

O objetivo deste trabalho é discutir alguns aspectos da teoria da demanda efetiva de Kalecki (1971) a partir da análise do crescimento da economia americana nas últimas décadas e particularmente nos anos 2000. Ao longo deste período houve nos EUA um processo de crescente concentração da riqueza e da renda funcional e pessoal. Ao mesmo tempo o consumo agregado cresceu tanto como proporção do produto (PIB) quanto em relação à renda disponível “das famílias” tanto que é cada vez maior o coro dos que se preocupam com baixa e decrescente taxa de poupança da economia americana. Será que isso significa que tanto a idéia de Keynes de que os mais ricos tem maior propensão marginal a poupar quanto a idéia Kaleckiana (que vem de Marx) de que a propensão marginal a poupar dos trabalhadores é bem menor do que a dos capitalistas está errada? Neste trabalho vamos avaliar a visão de Kalecki sobre este e outros temas analisando o crescimento da economia americana neste período a partir de uma visão Sraffiana de crescimento liderado pela demanda e em particular utilizando a interpretação de Barba & Pivetti(2008) para a evolução do consumo agregado nos EUA. Além desta introdução, o trabalho se divide em sete seções. Na seção II fazemos brevíssimas considerações gerais sobre a compatibilidade da visão de Kalecki e a abordagem Sraffiana. Na seção III apresentamos a análise da realização da massa agregada de lucros em Kalecki chamando atenção para o possível papel do crédito ao consumidor e ao investimento residencial. A seguir analisamos a evolução da demanda efetiva na economia americana nos anos 2000 (seção IV), a questão da concentração da renda e da evolução do consumo agregado (seção V) e a dinâmica do investimento residencial, do boom especulativo até a recente crise subprime (seção VI). Na seção VII apresentamos breves observações finais.

---

\* O autor agradece, a Fabio Freitas da UFRJ por inúmeras discussões sobre o tema e a Julia Braga (da UFF) pelo uso de resultados de pesquisas conjuntas ainda não publicadas e ao Cnpq/Brasil pelo contínuo apoio financeiro.

\*\* Professor adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

## II. Kalecki e a abordagem do excedente

Talvez a mais importante contribuição da obra Kalecki(1971) foi desenvolver , a partir da análise de Marx do problema da realização das mais valia , uma teoria da acumulação onde tanto as oscilações cíclicas do produto quanto sua tendência de crescimento a longo prazo , e não apenas as crises periódicas como em muito da literatura marxista, são explicadas pela evolução da demanda efetiva agregada.

De certa forma poderíamos dizer que a obra Kalecki esta para a parte do volume II de O Capital de Marx que trata dos esquemas de reprodução como Sraffa está para a parte do Volume III que trata da teoria dos preços de produção. Apesar de seguir a abordagem do excedente e a contribuição crítica de Marx para esta abordagem, Kalecki não utiliza a teoria do valor trabalho como instrumento analítico , assim como Sraffa também não a utilizou. Em ambos os casos devido tanto às conhecidas dificuldades analíticas que envolvem o uso desta teoria como base para a determinação da taxa de lucro e dos preços de produção e também particularmente pela forte predominância de interpretações da teoria do valor baseadas em conceitos filosóficos e até éticos nos anos 1930 , que tornava impossível seu uso como instrumento de análise operacional<sup>1</sup>.

Kalecki também seguia a linha de que a formação de preços no capitalismo teria mudado muito na fase do “capitalismo monopolista” do Século XX, onde predominavam grandes empresas e oligopólios.

Por estes motivos, acabou adotando a “teoria da concorrência imperfeita” e a noção de que a distribuição funcional da renda e os preços dos produtos seria determinados por uma regra de mark-up determinado a partir do chamado grau de monopólio dos mercados. Nesta teoria os salários reais seriam determinados residualmente , dados os salários nominais e a tecnologia.

---

<sup>1</sup> Para a interpretação Sraffiana dos problemas da teoria do valor de Marx ver Serrano(2007).

Esta é, sem dúvida, a parte menos satisfatória de sua teoria e o próprio Kalecki em seu último artigo publicado sobre o tema da distribuição<sup>2</sup> deixa claro sua insatisfação com as versões anteriores de seu argumento. Neste artigo, Kalecki admite que a barganha dos trabalhadores por salários nominais pode sim mudar os salários reais e a distribuição de renda. Acaba admitindo também, ao menos implicitamente, que mesmo nas condições modernas haveria alguma tendência dos preços incorporarem uma taxa geral de lucro quando diz que setores com maior relação capital-produto devem ter margens brutas de lucro maiores.

Com a publicação do livro de Sraffa(1960) e o longo processo de clarificação da estrutura analítica da abordagem do excedente e da teoria dos preços de produção, hoje vemos com maior clareza o que de certa forma já aparece contemplado de alguma maneira nas teorias parciais de Steindl, Sylos-Labini, Joe Bain e até de Baumol (mercados contestáveis) que lucros anormais persistentes por vantagens de custo (barreiras à entrada ou saída) persistentes das grandes empresas modernas de forma alguma invalidam a teoria dos preços de produção e devem e podem ser tratados analiticamente como rendas. Estas rendas vem da diferença de custos entre a técnica dominante e difundida disponível para o entrante potencial, e os custos mais baixos da técnica de fato utilizada pelos grandes produtores. Mas mesmo assim é a técnica dominante que vai determinar o preço de produção naquele mercado que SylosLabini chamou, anos antes de Sraffa(1960) de “preço limite”.<sup>3</sup>

Kalecki não seguiu este caminho, mas hoje sabemos que ele é possível e que portanto sua teoria da demanda efetiva é plenamente compatível com a teoria dos preços de produção e mais ainda, não há nenhuma necessidade de restringi-la ao caso do suposto “capitalismo monopolista” pois igualmente válida na hipótese clássica de livre concorrência. Desta maneira nos parece claro que esta em Kalecki, até mais que em Keynes, o ponto de partida para o desenvolvimento da teoria da acumulação da abordagem do excedente renovada a partir da obra de Sraffa(1960).

---

<sup>2</sup> “The class struggle and the distribution of national income” (reimpresso em Kalecki(1971)).

<sup>3</sup> Ver Serrano(1988), capítulo 3.

### III. Os Capitalistas Ganham o que Financiam

Kalecki(1971) resumiu de forma brilhante sua teoria da demanda efetiva (e as lições dos esquemas de reprodução de Marx) no famoso aforismo: “os trabalhadores gastam o que ganham e os capitalistas ganham o que gastam”.

A idéia é que, numa economia monetária capitalista, no agregado os gastos em consumo dos trabalhadores a partir do seu poder compra contratual monetário recebido como salário eram no agregado ao mesmo tempo uma receita e um custo. A massa total de lucros realizados, portanto dependeria (no caso da economia fechada e sem governo) do quanto os próprios capitalistas gastassem no período tanto em investimento quanto em consumo.

A rigor o aforismo deveria começar com a palavra “se”. Pois apenas “se os trabalhadores gastam o que ganham” os capitalistas ganham exatamente o que gastam. O próprio Kalecki mostra que se os trabalhadores gastam menos do que gastam em consumo (pouparam) os capitalistas ganharão menos “do que gastam” pois agora no agregado a folha salarial é um custo maior do que uma receita.

Kalecki também introduz o governo na análise e mostra que a massa de lucros é maior do que os gastos dos capitalistas se há um déficit público e o Estado gasta mais do que ganha. Mostra também que no caso da economia aberta um superávit comercial faz a massa de lucro ficar superior aos gastos dos capitalista, pois o “resto do mundo” está gastando mais do que ganha nesta economia.

Quanto ao consumo , Kalecki sempre deu importância ao componente autônomo (que ele chamava de “semi-exógeno”) do consumo dos capitalistas mas não detalha como este é financiado. Não fica claro se os capitalistas simplesmente usam uma parte do aumento do crédito de necessariamente tem coletivamente que captar nos bancos para que os seus gastos cresçam no agregado<sup>4</sup> para pagar a ampliação do consumo dos donos

---

<sup>4</sup> É muito importante ter isso claro. Numa economia monetária se no agregado toda a renda realizada no passado imediato for gasta, tanto pelos capitalistas quanto pelos trabalhadores, a renda simplesmente não vai aumentar nem diminuir. Para haver crescimento é necessário um aumento da quantidade de poder de compra monetário que implica necessariamente mais moeda e/ou mais crédito no agregado. Ver Keynes(1939) e Pivetti(2006).

das empresas e suas famílias ou se isso ocorre a partir de um sistema específico de crédito ao consumidor ao qual só famílias mais ricas teriam acesso.

Além disso, Kalecki não contempla o caso em que os próprios trabalhadores tenham acesso ao crédito para o consumo e, portanto houvesse um componente autônomo no consumo dos trabalhadores, além do consumo induzido de (parte ou toda) a folha de salários.

Kalecki também não enfatiza especialmente o investimento residencial, isto é, o investimento imobiliário com o objetivo de moradia ou pura acumulação patrimonial e especulativa das famílias capitalistas, que não amplia a capacidade produtiva das empresas do setor privado da economia.<sup>5</sup> Tanto que para Kalecki o único tipo de o gasto em investimento em capital fixo que segundo Kalecki seria autônomo não apenas no curto prazo e em relação á renda ou a poupança potencial mas sim autônomo a longo prazo e totalmente independente de qualquer mecanismo acelerador ou de “ajuste do estoque de capital” e cujo crescimento contribuiria para que a economia tivesse uma tendência de longo prazo.

Além disso, Kalecki também não fala sobre o sistema pelo qual o investimento residencial seria financiado. Não contempla também a possibilidade de parte do investimento residencial ser feito pelos trabalhadores assalariados.

O motivo mais provável para estas omissões na maior parte dos casos parece ser que, para Kalecki o que interessa é a natureza da fonte do poder de compra que viabilizou o gasto,ou seja crédito no caso dos gastos autônomos em investimento e a folha de salários no caso do consumo induzido dos trabalhadores. Deste ponto de vista, todo o investimento e o consumo financiado por crédito seriam “gastos capitalistas” (afinal, os bancos são capitalistas) que ajudariam a realizar a massa de lucros embora nem sempre sejam “gastos **dos** capitalistas” e talvez precisemos mudar o aforismo para “os capitalistas ganham o que financiam”.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Um hotel ou um prédio de escritórios seria claramente investimento não residencial (em estruturas) enquanto compra de casas na praia ou na montanha por famílias ricas seriam investimento residencial.

<sup>6</sup> Para uma interpretação do mecanismo do multiplicador baseado nesta leitura de Kalecki ver Serrano(1995).

#### **IV. Demanda Efetiva e Crescimento na Economia Americana nos anos 2000**

a característica marcante do ciclo de expansão da economia americana nos anos 2000, que termina com a forte desaceleração da economia no final de 2007, é a baixa taxa média de crescimento, tanto da demanda agregada quanto da economia. No ano em que o PIB mais cresceu neste ciclo recente a taxa de crescimento foi de apenas 3,6% (2004) e o crescimento médio do PIB entre 2001 e 2007 foi de 2,4% ao ano.<sup>7</sup> Se esta média se mantiver até o fim da década teremos a taxa de crescimento média mais baixa de todo o pós-guerra.<sup>8</sup>

Na economia americana, a taxa de crescimento de gastos “improdutivos” ou finais apresenta forte influencia sobre a taxa de investimento produtivo (isto é, a razão entre o investimento não residencial que cria capacidade para o setor privado da economia e o PIB), que determina, por sua vez, a taxa de crescimento da capacidade produtiva da economia. Os gastos improdutivos são todos aqueles que criam demanda mas não criam diretamente capacidade produtiva para o setor privado da economia. Nestes gastos estão incluídos o consumo das famílias, as exportações (inclusive de bens de capital pois criam capacidade apenas no exterior), todos os gastos públicos (inclusive os investimentos públicos) e o investimento residencial. Desta forma, o crescimento e o ciclo econômico na economia americano podem ser bem caracterizados de acordo com modelo de crescimento liderado pela demanda do supermultiplicador.<sup>9</sup>

Vejamos então qual foi o comportamento das diversas componentes da demanda nos anos recentes. Antes de analisar os números da política fiscal temos que apontar aqui uma divergência importante em relação a Kalecki. Kalecki(1971) acreditava que somente um déficit fiscal poderia ser expansionista pois neste caso o governo aumentaria a massa de lucros e o produto é determinado em sua teoria como um múltiplo dos determinantes da massa de lucros. O chamado teorema do orçamento

---

<sup>7</sup> Todos os dados dizem respeito a taxas de crescimento em termos reais e foram elaborados a partir das Contas Nacionais americanas disponíveis (já deflacionados e ajustados sazonalmente) no site Nipaweb (<http://www.bea.gov/bea/dn/nipaweb/index.asp>).

<sup>8</sup> Para análises mais detalhadas que mostram o baixo crescimento da economia americana no ciclo atual em relação a ciclos anteriores ver Bivens & Irons (2008) e Aron-Dine, Stone & Kogan (2008).

<sup>9</sup> Ver Freitas e Serrano (2007) . Para uma análise do crescimento da economia americana nos anos 1990 utilizando esta abordagem ver Braga e Serrano (2006).

equilibrado de Haavelmo(1945) mostra que Kalecki esta incorreto.<sup>10</sup> Numa economia fechada qualquer aumento do gasto público aumenta a demanda agregada e, no caso da teoria da demanda efetiva , o produto no seu exato montante. Se o governo financiar este aumento dos gastos com moeda ou dívida pública a uma dada taxa de juros o impacto do gasto público da economia será acrescido pelo efeito multiplicador do aumento da renda disponível do setor privado , que será no caso idêntico ao aumento do gasto. Dada a distribuição de renda e as propensões marginais a consumir haverá um efeito secundário de aumentos adicionais do consumo induzido dos assalariados empregados para produzir os bens e serviços comprados pelo governo. Se o governo simultâneamente conseguisse aumentar os impostos agregados no mesmo montante do aumento dos gastos, sem dúvida o efeito expansionista será menor pois evidentemente a renda disponível do setor privado não vai aumentar. Mas neste caso o multiplicador do gasto público será igual a 1 pois a demanda agregada aumentou no montante do aumento do gasto público e o produto interno bruto também , embora a renda disponível do setor privado tenha ficado constante.

Kalecki tem toda razão quando diz que a massa de lucros agregada só aumenta no montante do déficit público e que uma expansão dos gastos públicos seguida de idêntico aumento dos impostos não aumenta a massa de lucros. Só que a massa de lucros é parte da renda disponível do setor privado e é incorreto dizer que o nível do produto é um múltiplo constante do nível da massa de lucros quando introduzimos o gasto público e a taxação, pois neste caso a razão entre renda disponível do setor privado e o produto interno bruto depende do nível da carga fiscal líquida.

Por isso, ao contrário do que diz Kalecki, o crescimento do nível dos gastos públicos é um fator fundamental para medirmos o impulso fiscal. Se diante de um aumento dos gastos existe um déficit a política fiscal esta sendo mais expansionista (tem um multiplicador maior que um) , mas ela não é expansionista apenas quando existe um déficit.<sup>11</sup> Mesmo um superávit fiscal pode ser um pouco expansionista numa economia

---

<sup>10</sup> Steindl (1979) nota que Kalecki não levou em conta o papel do crescimento dos gastos públicos teorema de Haavelmo mas não nota que há uma incoerência entre a análise de Haavelmo e de Kalecki.

<sup>11</sup> Formalmente ,  $Y=Cw+Ck+I+G$  e  $Y= W+P+T$  , onde  $Cw$  é o consumo dos trabalhadores,  $Ck$  o consumo dos capitalistas,  $I$  o investimento em capital fixo ,  $W$  é a massa salarial ,  $P$  a de lucros e  $T$  a de impostos líquidos. Kalecki corretamente que se  $Cw=W$  então  $P=I+Ck+G-T$ . Só que isto não muda o fato de que  $Y$  no caso de um aumento igual em  $G$  e  $T$ ,  $Y$  aumente no montante que  $G$  aumentou, embora  $P$  fique constante .

onde os gastos públicos aumentam se e a propensão marginal a consumir agregada for baixa. Suponhamos que (com inflação zero) os gastos públicos aumentem em 10 pesos, que os impostos aumentem 15 pesos e que a propensão marginal a consumir agregada seja de 50%. Neste caso os gastos públicos vão aumentar a demanda agregada em 10 mas o consumo induzido vai cair pela redução da renda disponível do setor privado no montante de 7,5 pesos. Neste caso o efeito expansionista foi de 2,5 pesos. O multiplicador do gasto fiscal, no caso de superávit público, é certamente menor que um, mas pode ser positivo se os gastos estão aumentando e a propensão marginal a consumir da economia é baixa.<sup>12</sup>

É importante não fazer a análise do impacto da política fiscal apenas olhando o déficit, não apenas porque o déficit em geral (e ao contrário dos nossos exemplos acima) é endógeno mas também porque é fundamental olhar o ritmo de crescimento do gasto público para avaliar impacto do impulso fiscal. Feitas estas considerações críticas, passemos à análise da política fiscal americana no período recente.

A política fiscal se tornou mais expansionista nos EUA a partir de 2001, especialmente depois do terrível choque causado pelos ataques terroristas de 11 de setembro. Os gastos totais do governo (civis e militares) cresceram a uma média de 2,3% ao ano entre 2001 e 2007 com a “guerra contra o terrorismo” enquanto nos anos 1990, com “o fim da guerra fria”, os gastos públicos haviam crescido apenas 1,2% ao ano.<sup>13</sup> A política fiscal, no entanto, foi menos expansionista do que os números do déficit público podem nos fazer pensar. O governo passou de um superávit fiscal (que chega a um pico de 1,93% do PIB no primeiro trimestre de 2000) para uma situação de déficit fiscal, que atingiu 5,48% do PIB no terceiro trimestre de 2003. Porém, o grosso da mudança na situação fiscal parece ter sido causado por queda na receita tributária, muito influenciada pela endógena da arrecadação, que é resultado da própria desaceleração do crescimento econômico e do fim das receitas de impostos sobre ganhos de capital, que diminuíram com o fim da bolha da bolsa. Uma parte desta queda, que foi decidida discricionariamente pelo governo, se deve a corte de impostos, isenções fiscais e subsídios de vários tipos, especialmente em 2001 e em 2003. Apesar de sua magnitude considerável, estes cortes de impostos em muitos casos não tiveram impacto

---

<sup>12</sup> Poderíamos até chamar esta generalização do teorema de Haavelmo de “submultiplicador do orçamento desequilibrado”, mas não vamos fazer isto.



muito significativo sobre a demanda agregada, pois beneficiaram empresas (que tem por característica não investir quando existe muita capacidade produtiva ociosa) e famílias bastante ricas, que tem relativamente menor propensão marginal a consumir.

Quanto ao impacto do setor externo da economia americana, a maior parte dos autores inclusive Kalecki(1971) acredita que somente um superávit comercial e de serviços não-fatores pode ampliar a demanda efetiva e o produto. Aqui novamente discordamos de Kalecki. A maneira correta de avaliar o impacto do setor externo na demanda efetiva não é simplesmente somar o saldo externo a dados níveis de consumo, investimento e gasto público pois as importações da economia são necessariamente resultado dos gastos domésticos seja diretamente quando um aumento do consumo agregado é suprido por produtores fora do país , seja porque alguma peça, componente ou insumo de um bem produzido e vendido domesticamente é importada. Assim, a maneira correta de medir o impacto do setor externo da economia é ver que o crescimento das exportações sempre vai aumentar o produto no exato montante do valor adicionado domestico embutido nelas e que, por outro lado , o aumento do conteúdo importado (queda do valor adicionado nacional) seja nas exportações , seja nos gastos de consumo , investimento ou do governo é que reduz a demanda efetiva e o produto interno bruto.

Um aumento das exportações de um produto seguido de aumento idêntico das importações de outros no mesmo valor para Kalecki não aumentaria o produto. Kalecki aponta corretamente que isso não aumentaria a massa de lucros dos capitalistas. Mas o aumento da produção do bem exportado vai ter um efeito positivo sobre o produto igual ao conteúdo doméstico destas exportações. Se posteriormente toda a renda ganha com esse valor adicionado das exportações for gasta com importações, não haverá o efeito secundário de aumento adicional da demanda doméstica pelos que receberam renda no setor exportador, mas o efeito expansionista inicial é , de qualquer forma garantido. <sup>14</sup> Por isso o crescimento das exportações tem sido um estímulo ao crescimento nos EUA muito mais importante do que se pensa usualmente , apesar dos déficits externos crescentes. A expansão do conteúdo importado da demanda agregada tem, sem dúvida,

---

<sup>14</sup> Formalmente, num caso simplificado em que o conteúdo importado é igual para todos os tipos de gastos , em vez de usarmos a expressão  $Y=C+I+G+X-M$  , é melhor usar  $Y=(1-q)(C+I+G+X)$  , onde X são exportações, M importações e q é o conteúdo importado ( $q=M/(C+I+G+X)$ )

um efeito negativo sobre o crescimento da economia americana.<sup>15</sup> Mas, por outro lado, se o crescimento da proporção importada da demanda é gradual e a taxa de crescimento das exportações é rápida, com crescimento médio de 7,1 % ao ano no período 1991-2000. Dessa forma, o efeito líquido do setor externo da economia é positivo, a despeito dos crescentes déficits externos. Entre 2001 e 2003 como resultado da desaceleração da economia mundial as exportações americanas cresceram a taxa negativa de -1,9% a.a.<sup>16</sup> e depois se recuperaram fortemente com a retomada do crescimento na economia mundial e a tendência à desvalorização do dólar, crescendo a 8,3% a.a. entre 2004 e 2007.

Ao efeito direto do crescimento das exportações, deve-se somar o efeito “multiplicador” do consumo de produtos americanos derivados dos salários pagos nas indústrias exportadoras e, adicionalmente, os possíveis efeitos “aceleradores” sobre o investimento produtivo do aumento da utilização da capacidade instalada nos setores exportadores da economia. É desta forma que as exportações contribuem para o crescimento a partir do supermultiplicador.

Assim o crescimento acelerado das exportações no período mais recente, depois de meados de 2007, cumpriu um papel de compensar a queda do crescimento da demanda interna a partir dos desdobramentos da crise do subprime bem maior do que o que pensam aqueles que como Kalecki medem o impacto do setor externo na demanda efetiva apenas pela mudança no déficit externo.

## **V. O Processo de Concentração da Renda e o Crescimento do Consumo<sup>17</sup>**

Para entender o que está ocorrendo com o consumo das famílias americanas, por sua vez, é necessário antes chamar a atenção para uma das mais importantes tendências recentes nos EUA: o forte aumento da desigualdade da distribuição de renda e riqueza, com fortíssima concentração de ganhos no topo da distribuição. Estas tendências vêm pelo menos desde o início dos anos 1980 e continuaram se aprofundando nos anos 2000.

No período mais recente, a renda se concentrou a partir tanto de uma mudança na distribuição funcional da renda quanto em termos da distribuição pessoal (ou por domicílio).

---

<sup>15</sup> De fato, a tendência de longo prazo de maior abertura da economia americana levou a um crescimento regular da proporção da demanda agregada atendida por importações, que passou de cerca de 5% em meados dos anos 1960 para quase 20% em 2006-2007.

<sup>16</sup> Um dos poucos analistas que parece medir o impacto do setor externo na economia americana adequadamente é Ray Fair (2005).

<sup>17</sup> Esta seção segue a interpretação de Barba & Pivetti (2008).

Houve uma queda na participação da renda do trabalho e baixíssimo crescimento dos salários reais dos trabalhadores ligados à produção e dos trabalhadores menos qualificados em geral (muito abaixo das relativamente altas taxas de crescimento da produtividade). As diversas causas deste contínuo processo de concentração de renda e riqueza estão ligadas à forte redução do poder de barganha econômico e político dos trabalhadores nos EUA por causa do efeito combinado do 1) enorme aumento de imigrantes legais e ilegais na força de trabalho americana<sup>18</sup>, 2) crescente abertura comercial gerando o impacto da concorrência externa<sup>19</sup> e das constantes ameaças de realocização de fábricas de empresas americanas para países de custos salariais menores e de câmbio desvalorizado em relação ao dólar; 3) redução do poder e da representatividade dos sindicatos, com a tendência, desde o governo Reagan, de crescimento do emprego em empresas que não aceitam a sindicalização, como a Wall-Mart; 4) perda de valor real do salário mínimo que passou dez anos sem qualquer reajuste nominal, entre 1997 e 2007, o mais longo período sem reajuste nominal de sua história. O valor real caiu cerca de 20% antes da parcial recuperação devido à recente sequência de reajustes em 2007 e 2008.

O impacto conjunto de todos os fatores, num contexto de crescimento relativamente baixo do emprego, foi o baixo crescimento do salário real mediano, que de 2000 a 2007 cresceu apenas 3% enquanto a produtividade cresceu cerca de 20% no período como um todo.

Quanto à distribuição funcional da renda, é interessante notar que a parcela dos lucros não foi reduzida nos anos 2000 apesar da tendência a uma moderada redução dos níveis das taxas de juros reais. Essa taxa define o custo financeiro e o custo de oportunidade do capital e estabelece um piso mínimo de rentabilidade para o capital a longo prazo em condições competitivas. Houve aumento da parcela das rendas da propriedade em geral e, em particular, da parcela dos lucros das empresas (de sociedade

---

<sup>18</sup> Mais da metade do crescimento da força de trabalho de 1995 a 2005 se constitui de novos imigrantes. Desde 1990 existem nos EUA mais trabalhadores nascidos no exterior (14,7% da força de trabalho) do que negros americanos na força de trabalho americana. A grande quantidade de novos imigrantes (e especialmente os ilegais) exerce forte pressão para baixo nos salários de ocupações menos qualificadas, que com frequência já são efetuadas por imigrantes mais antigos.

<sup>19</sup> O componente importado na indústria é crescente e já atinge 20% na produção de insumos intermediários. Em menor escala, é cada vez mais importante o chamado offshoring, a importação de serviços na área de informática (e outros mais simples do tipo Call Center) de países de língua inglesa, boa infra-estrutura de internet e trabalhadores com qualificações técnica, como a Índia e algumas ilhas do Caribe.

anônima), o que provavelmente reflete o fato de que boa parte dos substanciais ganhos de produtividade não foram repassados em termos de menores preços dos bens e serviços. Desta forma, praticamente todo aumento de produtividade neste período aumentou as rendas dos 10% mais ricos.

Além disso, houve intenso aumento da desigualdade entre os 10% mais ricos, pois a participação dos 1% mais ricos cresceu significativamente.<sup>20</sup> Aconteceu nesse período uma tendência ao crescimento acelerado das remunerações dos níveis superiores de gerência, em particular dos que ocupam cargos de direção em grandes empresas, os C.E.O.'s (*chief executive officers*), que nos EUA tendem cada vez mais a serem pagos com opções de ações das próprias empresas, mas cujos pagamentos continuam sendo oficialmente classificados como remuneração do trabalho. O crescimento desproporcional das remunerações dos que tem sido chamado de profissionais superstars, que incluem estes chefes executivos e também alguns profissionais muito bem pagos na área de entretenimento (esportes e artistas), assim como alguns advogados de grandes escritórios e altos gerentes de bancos de investimento e outras instituições financeiras, tem sido tão grande que, recentemente pela primeira vez na história, os 1% mais ricos estão recebendo mais renda (supostamente) do trabalho do que da propriedade (juros, dividendos e aluguéis).

Portanto, em contrapartida à forte redução do poder de barganha econômico e político dos trabalhadores nos EUA, houve correspondente reforço no poder de barganha das classes proprietárias e da elite gerencial das grandes empresas. Um ambiente pouco regulado por instituições do governo permitiu aos executivos uma imensa capacidade de manipulação (com frequência fraudulenta e quase nunca transparente) das variações de curto prazo dos preços das ações, reforçando substancialmente o poder dos gerentes em relação aos acionistas e, portanto, sua capacidade de se apropriar de parte dos lucros anormais das empresas.<sup>21</sup>

O consumo agregado, a não ser no período 1995-2000, não cresceu a taxas muito elevadas. A média foi de 3,5% a.a. nos anos 1990 e 3% a.a. para o período 2001-2007. O consumo tem crescido sistematicamente menos que a demanda agregada porém mais do que o Produto Interno Bruto, resultado do fato de as importações

---

<sup>20</sup> Para dados ver Dew-Becker & Gordon (2005, 2008) e Piketty & Saez (2006).

<sup>21</sup> Ver Brennan (2008).

cresem a um ritmo mais veloz que a demanda agregada, em todos os períodos. A renda disponível, por sua vez, cresce menos até que o produto. Portanto os gastos em consumo cresceram muito mais do que a renda disponível das famílias, tanto nos anos 1990 quanto nos anos 2000. O motivo para esse baixo crescimento é novamente o processo de concentração da renda e da riqueza.

Tudo isso mostra também que na realidade a capacidade de poupança interna potencial da economia americana aumentou em vez de ter se reduzido, uma vez que os ricos evidentemente têm uma maior propensão a poupar. De fato, a crescente concentração de renda e de riqueza não foi acompanhada por grande aumento da concentração da distribuição do consumo entre as diversas classes sociais.

Ademais houve um enorme aumento na disponibilidade de crédito para as famílias de renda mais baixa que vivem de rendas do trabalho.<sup>22</sup> Foi esta crescente substituição de salário por crédito que manteve o consumo agregado crescendo a taxas razoáveis num contexto de relativa estagnação do salário real da maioria dos trabalhadores. A média de crescimento do crédito direcionado ao consumo foi de cerca de 8% ao ano no período 1992-2006. A importância do crédito ao consumo nos EUA se reflete nas maiores taxas relativas de crescimento do consumo de bens duráveis: 6,5% ao ano nos anos 1991-2000 e 5,3% a.a. no período mais recente, de 2001 a 2007.

Os ativos que serviram de colateral para essa imensa expansão do crédito têm sido, em grande parte, os próprios bens duráveis de maior valor comprados (basicamente automóveis) e as hipotecas das moradias destas famílias, que praticamente não tem patrimônio líquido acumulado (e sim dívidas). Além disso, nos EUA é prática muito comum extrair parte do aumento do valor dos imóveis comprados a partir das hipotecas para financiar gastos de consumo, refinanciando a hipoteca do imóvel quando o seu valor de mercado aumenta. Estimativas da extensão em que isso ocorreu mostram que no auge da bolha imobiliária em 2005 chegou a 10% da renda disponível das famílias.

Vemos então que o problema da economia americana não é um suposto crescimento excessivo do consumo agregado ou falta de capacidade de poupança das famílias ou da economia como um todo. O problema é a necessidade cada vez maior de sustentar o crescimento do consumo a partir da expansão cada vez maior do crédito e do

---

<sup>22</sup> Os dados mostram que o crédito ao consumidor nos EUA se concentra em grande parte nos 80% mais pobres e que a proporção cresce para aqueles na parte inferior da distribuição de renda.

endividamento da maioria das famílias mais pobres, cuja renda tem aumentado pouco, devido ao forte processo ainda em curso de concentração de renda nas mãos de algumas poucas famílias.

## **VI. O Investimento Residencial, da Bolha à Crise**

Por isto, há hoje um certo consenso sobre a importância da grande valorização dos preços dos imóveis na economia americana de à 2005, tanto para a moderação do período recessivo de 2001, quanto para a sustentação do crescimento da economia americana ao longo da década de 2000. Este contínuo crescimento do consumo de duráveis e da construção civil financiados por crédito impediu o sucesso das previsões de que o fim da imensa bolha especulativa da bolsa de valores, liderada pelas ações das empresas da chamada “nova economia” (ligadas a informática e internet) contempladas no índice Nasdaq, em 2000/1 levaria “o consumidor americano” a cortar seus gastos, tanto em consumo quanto em investimento residencial. Estas previsões se mostraram totalmente erradas: a recessão não foi consequência da queda dos gastos das famílias e sim da rápida contração dos investimentos produtivos das empresas. Por terem crescido a taxas totalmente insustentáveis, em parte pela disponibilidade de financiamento acionário extremamente barato no setor de alta tecnologia durante o período da bolha da “nova economia”, esses investimentos estavam gerando níveis excessivos de capacidade ociosa não planejada. Aqui aparece mais uma divergência em relação a análise de Kalecki (1971), que acreditava que os investimentos em inovação não seriam barrados por problemas de excesso de capacidade porque os inovadores poderiam roubar parcelas de mercado dos que investiram em técnicas (ou produtos) mais antigos. O problema aqui é que Kalecki não parece levar em conta o fato de que se a demanda final improdutiva não se ampliar autonomamente a expansão autônoma do investimento dos inovadores fatalmente levará a uma forte redução induzida dos investimentos dos não inovadores que ficaram com margens de capacidade ociosa não planejada crescentes, o que torna implausível a idéia de que um crescimento autônomo do investimento não residencial com inovações seria capaz, por si só, de gerar uma tendência de crescimento a longo prazo positiva.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> Para a crítica a idéia de tendência puxada por investimentos autônomos ver Cesaratto, Serrano & Stirati(2003).

O investimento residencial é que foi o fator fundamental na expansão da economia americana no ciclo de crescimento recente. De fato, estes gastos cresceram 4,8% em 2002, 8,4% em 2003, 10% em 2004 e 6,6% em 2005, seguindo a expansão acelerada dos preços dos imóveis que cresceram cerca de 88% de 2000 a 2006 (pelo índice Case-Shiller). O grande problema foi a dramática redução posterior, que começa ainda em 2006 e se acelera vertiginosamente em 2007 e no início de 2008.

O ciclo econômico americano quase sempre é puxado pela construção civil. A maior parte dos ciclos econômicos dos EUA do pós guerra segue o padrão “primeiro casas, depois carros, depois o investimento das empresas”, isto é, o crescimento é puxado inicialmente pela expansão do investimento residencial, que posteriormente é acompanhado pela expansão do consumo de duráveis e finalmente pelo investimento produtivo das empresas, e a reversão cíclica da expansão da construção civil também, na maior parte dos casos, puxa para baixo o consumo de duráveis e depois o investimento não-residencial.<sup>24</sup>

Uma novidade é que desta vez o ciclo foi muito mais extremo, tanto em termos de expansão quanto também em termos de contração posterior. A outra é que, apesar do colapso do investimento residencial e da forte desaceleração da economia em 2007 e início de 2008, até o segundo trimestre de 2008 a economia americana não chegou a entrar em recessão, contrariando a imensa maioria das previsões e apesar da imensa crise financeira que foi detonada a partir dos problemas no mercado imobiliário.

Porém, a evolução das taxas de juros não parece ter sido o principal fator por trás da bolha imobiliária. O crescimento acelerado do crédito imobiliário e dos preços dos imóveis neste período é resultado direto da nova fase de desregulamentação financeira nos EUA, com o sistema financeiro começando a se aproveitar da extinção

---

<sup>24</sup> Em trabalho recente Leamer(2007) mostra como as recessões americanas foram precedidas por quedas do investimento residencial, com a exceção das recessões dos anos 1950, causada pela queda abrupta do gasto militar com o armistício que pôs fim à guerra da Coreia, e a de 2001, causada pela queda do investimento produtivo. Os poucos “falsos positivos” (isto é, reduções da construção civil que não se transformaram em recessão da economia como um todo) ocorreram por aumentos compensatórios nas exportações e gastos públicos. O estudo econométrico de Green (1997) também confirma que na economia americana o crescimento é liderado pelo investimento residencial e o investimento produtivo das empresas só o segue posteriormente. No entanto, ambos os autores, sem nenhum argumento melhor que seu apego a idéia ortodoxa de que o crescimento a longo prazo não pode ser liderado pela demanda e sim pela oferta, insistem que estas relações só seriam relevantes para as flutuações cíclicas de curto prazo. Essa premissa contradiz seus próprios testes estatísticos, assim como toda a evidência estatística da análise de series temporais do PIB americano, que confirma que as mesmas forças que regulam as oscilações cíclicas do produto são as que determinam a tendência de crescimento do produto a longo prazo (ver Braga, 2008).

final da antiga lei de Glass-Steagall em 1999, ainda no governo Clinton. A característica marcante deste ciclo imobiliário foi a expansão sem precedentes da securitização de empréstimos imobiliários, o que gerou fortes incentivos à expansão especulativa do crédito imobiliário.

Com o fim da lei Glass-Steagall, passou a não haver nenhuma restrição ou limite legal a um processo no qual a instituição que originava o empréstimo imobiliário vendia rapidamente um título correspondente a este, transferindo todo o risco para os compradores destes títulos. Isto gerou fortíssimos incentivos para que os originadores de empréstimos ampliassem ao máximo o número de empréstimos concedidos para todo e qualquer tipo de cliente. Daí o rápido crescimento do segmento do mercado chamado subprime, que diz respeito a clientes de baixa renda, sem garantias e com históricos de crédito problemáticos. Evidentemente, este processo não iria muito longe se estes títulos não pudessem ser vendidos com facilidade e, para isto, estes foram empacotados em vários e complexos instrumentos financeiros, que combinavam frações de empréstimos imobiliários de alto risco com outros ativos melhores. Com a garantia informal e implícita (que depois se mostrou totalmente falsa) de que os bancos originadores recomprariam estes títulos se houvessem problemas no mercado, e com uma complexa argumentação estatística e atuarial de que tais pacotes combinados afinal tinham baixo risco, as agências privadas classificação de risco financeiro aceitaram classificar estes títulos como de baixo risco. Isso garantiu grande demanda por estes títulos por parte de diferentes instituições financeiras (fundos de pensão, fundações sem fins lucrativos, indivíduos, governos locais, outros bancos, etc.) tanto nos EUA quanto no exterior (Grã Bretanha, China, entre outros).

Uma parte crescente dos empréstimos concedidos a clientes de baixa renda começava com pequenos pagamentos e juros baixos durante algo como dois anos. Depois os juros subiam drasticamente ao longo da maturação do empréstimo. Isto não chegava a gerar problemas durante o período em que os preços dos imóveis cresciam continuamente, pois com frequência estes empréstimos eram refeitos a partir de valores mais altos para os imóveis adquiridos. Parte do ganho de capital obtido podia ainda ir para o cliente, que usava este dinheiro para aumentar seus gastos em consumo.

Neste sentido, não havia propriamente uma tendência natural do mercado de transitar para estruturas financeiras menos líquidas e mais arriscadas ao longo do ciclo, e sim uma crescente quantidade de empréstimos que eram sabidos insolventes de



antemão e que só podiam ser rolados enquanto a bolha continuasse, com a continuação do aumento dos preços dos imóveis.

Com a mudança na direção da política monetária a partir de meados de 2004 e o contínuo aumento das taxas básicas de juros, o crescimento do investimento residencial começou a se desacelerar em 2005, já que muitos dos empréstimos eram realizados à taxas de juros reajustáveis. O crescimento do preço dos imóveis desacelerou, atingindo um pico no primeiro trimestre de 2006. No final deste ano, os preços começaram a cair e o número de inadimplentes a aumentar. Ao longo de 2007 o investimento residencial iniciou uma trajetória de queda a taxas crescentes, se instaurando uma grave crise financeira. Houve perda de valor dos títulos imobiliários e grande retração de crédito entre as instituições financeiras, que buscavam manter determinado nível de liquidez. Nesse momento, surgiu uma enorme incerteza sobre a saúde financeira de diversas instituições, na medida em que vão aparecendo os prejuízos da crise e o mercado finalmente se dá conta de que os títulos tinham riscos não só elevados como (e em boa parte) desconhecidos. No final de 2007 as mesmas agências classificadoras de risco, que haviam classificado os títulos securitizados como sendo de baixo risco, rebaixaram o *rating* destes títulos. Como resposta, o Banco Central americano (e o de diversos outros países) interveio pesadamente para prover liquidez, evitar falências em massa no setor financeiro e a paralisação do sistema de crédito da economia.

Com a eclosão da crise financeira e a queda acelerada do investimento residencial o Banco Central americano começou a baixar rapidamente a taxa básica de juros no segundo semestre de 2007, com uma sequência de cortes, que continua até meados de 2008. O Congresso americano aprovou em regime de urgência um pacote de estímulo fiscal, que tem como objetivo ampliar a renda disponível dos trabalhadores e estimular o consumo. Novas regras para a regulação do sistema financeiro foram introduzidas às pressas.

A rápida e decidida intervenção da política monetária e fiscal conseguiu evitar uma recessão aberta, apesar do colapso do investimento residencial e da queda dos preços dos imóveis. Para isso, contribuiu muito o rápido crescimento das exportações estimulado pela grande desvalorização do dólar, puxada pela redução dos juros

americanos e pela contínua expansão da demanda agregada interna em diversos países, especialmente na Ásia.<sup>25</sup>

Portanto a bolha e a crise só tiveram a extensão e gravidade observadas por conta da desregulamentação financeira e da falta de supervisão adequada do Banco Central e outras agências do governo. Quanto à política monetária, o que ainda não ficou bem explicado não é o fato do Banco Central não ter subido os juros para evitar a bolha. No período em questão, apesar do crescimento acelerado dos preços dos imóveis e da construção civil, a demanda agregada da economia não estava crescendo a taxas muito elevadas e a inflação não estava acelerando. Se o Banco Central antecipasse um aumento de juros impediria a recuperação da economia, pois os gastos em consumo e as exportações seriam prejudicados pela alta dos juros, devido aos seus impactos sobre os investimentos residenciais, o crédito e a taxa de câmbio. É a desregulamentação financeira e as falhas de supervisão por parte do Banco Central que têm gerado a inflação de preços de ativos, mesmo sem a inflação de preços de bens e serviços.

## **VII. Observações Finais**

Neste trabalho tentamos mostrar, apoiados na interpretação do processo de crescente substituição de salários por crédito de Barba & Pivetti(2008) , que a análise da demanda efetiva em Kalecki, a despeito de algumas divergências sobre tópicos específicos é o ponto de partida necessário para uma análise da acumulação a longo prazo. Em particular duas questões centrais na discussão da questão da demanda efetiva por Kalecki são essenciais para entender a evolução recente da economia americana , o caráter dual do investimento não residencial, que primeiro gera demanda mas depois gera capacidade e a conexão entre os padrões de gasto em investimento e consumo e a origem e natureza diferenciada do poder de compra monetário que os viabiliza. As principais lições de Kalecki que avançou a partir de Marx na análise sobre a contradição entre as condições de produção e as de realização do excedente na economia capitalista madura não só permanecem válidas mas são fundamentais para o correto entendimento da economia americana onde os trabalhadores cada vez mais gastam o que não ganham.

---

<sup>25</sup> Sobre a crise do subprime, ver Davidson(2008a e 2008b).

## REFERÊNCIAS

Freitas, F. e Serrano, F. (2007) “El supermultiplicador sraffiano y el papel de la demanda efectiva en los modelos de crecimiento”. *Circus*, v. 1, p. 19.

Serrano, Franklin e Braga, Julia M. (2006). O mito da contração fiscal expansionista durante o governo Clinton. *Economia e Sociedade (UNICAMP)*, v. 15, p. 213, 2006.

Bivens, L. Josh and Irons, John(2008) The fundamental economic weaknesses of the 2001-07 expansion. May 1, 2008. Economic Policy Institute. EPI Briefing Paper #214.

Aron-Dine, Aviva; Stone, Chad; Kogan, Richard (2008) How Robust is the Current Economic Expansion? October 2007 (revised April 22, 2008). Report for the Center on Budget and Policy Priorities (Washington, D.C.).

Fair, Ray (2005) "Policy Effects in the Post Boom U.S. Economy," *Topics in Macroeconomics*, Berkeley Electronic Press, vol. 5(1), pages 1302-1302.

Leamer, E. (2007) “Housing is the Business Cycle” NBER Working Paper No. 13428 September 2007

Green, Richard (1997) “Follow the Leader: How Changes in Residential and Non-residential Investment Predict Changes in GDP”, *REAL ESTATE ECONOMICS*, Vol. 25 No. 5, Summer 1997

Braga, Julia de M. (2008) Ajustamento nos Mercados de Fatores, Raiz Unitária e Histerese na Economia Americana. *TEXTOS PARA DISCUSSÃO UFF/ECONOMIA*, TD 241. Universidade Federal Fluminense.

Kindleberger, Charles (1978) “Manias Panics and Crashes”, John Wiley and Sons, 1978

Brennan, D.(2008) **Co-opting the Shareholder Value Movement: A Class Analytic Model of Share Repurchases** *Review of Radical Political Economics*, winter 2008;

**Barba, A. & Pivetti, M. (2008) *Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications—a long-period analysis*, *Cambridge Journal of economics* , *Advance Access published online on August 5, 2008***

Kalecki, M. (1971) "Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933-1970", Cambridge University Press.

Davidson, Paul, 2008a. "[How To Solve The U.S. Housing Problem and Avoid A Recession: A Revived HOLC and RTC](#)," [MPRA Paper 7427](#), University Library of Munich, Germany.

Paul Davidson, 2008b. "[Is the current financial distress caused by the subprime mortgage crisis a Minsky moment? or is it the result of attempting to securitize illiquid noncommercial mortgage loans?](#)," [Journal of Post Keynesian Economics](#), M.E. Sharpe, Inc., vol. 30(4), pages 669-676, July.

CESARATTO, S., SERRANO, S. & STIRATI, A. (2003) "Technical Change, Effective Demand and Employment", *Review of Political Economy*, vol. 15, n. 1

PIKETTY T., SAEZ E.(2006) : « The evolution of top incomes : a historical and international perspectives », *American economic review*, vol.96, no 2, 2006, p. 200-205.

Dew-Becker, Ian & Gordon, Robert J, 2008. "[Controversies about the Rise in American Inequality: A Survey](#)," [CEPR Discussion Papers 6817](#), C.E.P.R. Discussion Papers.

Ian Dew-Becker & Robert J. Gordon, 2005. "[Where Did the Productivity Growth Go? Inflation Dynamics and the Distribution of Income](#)," [NBER Working Papers 11842](#)

Steindl (1979) "Stagnation Theory and Stagnation Policy", 1979, *Cambridge Journal of economics*

Haavelmo, T. (1945) "Multiplier Effects of a Balanced Budget", *Econometrica*, 1945

Serrano, F. ( 1995) "Long Period Effective Demand and the Sraffian Supermultiplier", *Contributions to Political Economy*, 1995

Serrano, F. (2007) "Seminários Sraffianos", editorial cooperativas, Buenos Aires ,2007

Sraffa, P.(1960) "Production of Commodities by means of commodities", Cambridge U. P. , 1960

Keynes, J ( 1939), J. "The process of capital formation", EJ, 1939

Pivetti, M. (2006) Marx e lo sviluppo dell'economia critica, in "*Il Ponte*", anno LXII, nn. 8-9, 2006, pp. 81-104

Serrano, F. (1988) "A teoria dos preços de produção e o princípio da demanda efetiva", dissertação de mestrado não publicada, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1988