

**Desigualdade,
endividamento e
estagnação secular: uma
análise de diferentes
abordagens da literatura
econômica pós-2008**

**João Emboava Vaz & Laura
Carvalho**

A relativa tendência de estagnação e queda das taxas de juros reais nos países desenvolvidos entre a década de 1980 e 2020 causaram uma controvérsia no debate macroeconômico contemporâneo que ficou conhecida como o debate da Estagnação Secular. Este artigo busca revisar a relação teórica entre desigualdade, endividamento familiar e estagnação partindo dos argumentos teóricos e empíricos desse debate, em especial das abordagens que compreendem a estagnação como fruto de uma persistente escassez de demanda nesses países. A pesquisa contrasta as visões do “zero lower bound economics” com a da economia pós keynesiana, expondo possíveis mecanismos em que o aumento da desigualdade de renda e do endividamento das famílias podem estar associados com tendências estagnacionistas.

Palavras-chave: desigualdade de renda; endividamento das famílias; estagnação secular; *zero lower bound*; pós-keynesianismo

The relative trend of stagnation and decline in real interest rates in developed countries between the 1980s and 2020 have caused a controversy in the contemporary macroeconomic debate that became known as the Secular Stagnation debate. This paper seeks to review the theoretical relationship between inequality, family indebtedness and stagnation based on the theoretical and empirical arguments of this debate, especially the approaches that understand stagnation as the consequence of a persistent shortage of demand in these countries. The research contrasts the views of economists of the "zero lower bound economics" with those of post-Keynesian economics, exposing possible mechanisms through which rising income inequality and household indebtedness may be associated with stagnationist trends.

Keywords: income inequality; household indebtedness; secular stagnation; zero lower bound; post-keynesianism

JEL: B22, E12, E25, E43, O40

Vaz, João Emboava; Carvalho, Laura (2021). Desigualdade, endividamento e estagnação secular: uma análise de diferentes abordagens da literatura econômica pós-2008 (Working Paper n° 005). Made/USP.

made.feausp@gmail.com

Introdução

Os anos que sucederam a Crise Mundial de 2008 trouxeram indubitavelmente desafios não só aos formuladores de política econômica como aos teóricos da ciência macroeconômica. Além da dificuldade de prever a crise, a economia na década seguinte apresentou comportamento intrigante: um crescimento abaixo de 2% na maioria dos países desenvolvidos, taxas de crescimento muito abaixo da tendência pré-crise, taxas de juros real próximas de zero ou mesmo negativas e inflação baixa e constante, regularmente abaixo da meta de inflação dos bancos centrais. Apesar de medidas monetárias e fiscais contracíclicas e expansionistas no período posterior à crise, os países desenvolvidos seguiram com crescimento muito abaixo dos 60 anos anteriores, e em desaceleração. Esses resultados desafiam a teoria econômica amplamente usada pelos Bancos Centrais desses países, normalmente dentro do escopo do chamado arcabouço Novo-Keynesiano.

Foi nesse contexto que Lawrence Summers, economista chefe do Banco Mundial de 1991 a 1993 e Secretário do Tesouro dos Estados Unidos de 1999 a 2001, reviveu, em discurso no FMI de 2013, o conceito de Estagnação Secular, de Alvin Hansen (1938). Ao retomar a controvérsia sobre uma tendência de estagnação que acometia esses países no longo prazo, Summers iniciou um caloroso debate dentro do campo macroeconômico, o que ficou conhecido como debate da Estagnação Secular (Baldwin & Teulings, 2014). Por mais que o termo (e mesmo o próprio debate) seja relativamente amplo, a ideia a ser confrontada seria a de que a anemia das economias desenvolvidas não seria um fenômeno de curto prazo, mas sim uma tendência que viria desde a década de 1980 e seria marcada pela queda da taxa de crescimento de longo prazo desses países e, principalmente, por uma persistente queda na chamada taxa “natural” de juros.

Em 2019, defendendo que as economias da OCDE viviam esse fenômeno, Summers abre espaço para outros arcabouços e questiona a capacidade do arcabouço Novo-Keynesiano de gerar soluções teóricas para a atual situação econômica:

“Nós chegamos a concordar com o ponto há muito tempo frisado pelos economistas Pós-Keynesianos [...] de que o papel de fricções específicas nas flutuações econômicas devem ser desenfaturadas relativamente a uma falta de demanda agregada mais fundamental” (Summers, 22 de agosto de 2019, em sua conta particular na plataforma Twitter)

Em linhas gerais, o atual comportamento das variáveis macroeconômicas nos países industrializados tem balançado o paradigma macroeconômico convencional na formulação das políticas de Bancos Centrais em todo o mundo. O debate ressuscitado por Summers, que aponta para uma mudança mais estrutural da economia nas últimas décadas com a hipótese de Estagnação Secular, tem o potencial de reformular esse paradigma. Mais do que apenas a hipótese de estagnação secular, mas a sua análise de escassez de demanda de longo prazo traz em si abertura para questionamentos e reflexões basilares da teoria macroeconômica.

Baldwin e Teulings (2014) foram os primeiros a realizar uma taxonomia do debate de Estagnação Secular dentro do arcabouço Novo-Keynesiano. Segundo os autores, o debate poderia ser dividido em três mecanismos principais que causariam a queda de longo prazo da taxa “natural” de juros. O primeiro estaria associado à queda da taxa de crescimento de longo prazo do produto potencial provocada pela queda da produtividade por fatores tecnológicos, educacionais, demográficos e de inovação. A segunda explicação para a tendência de queda dos juros seria por uma escassez persistente de demanda, associada à demografia, à desigualdade, ao endividamento privado e à condução de políticas monetárias e fiscais que, com o advento do limite inferior de juros, levariam a uma armadilha de liquidez. O terceiro mecanismo seria o de uma mudança na trajetória do produto potencial em função das crises. Ou seja, que a crise teria um efeito de histerese principalmente associado à desarticulação do mercado de trabalho com a permanência por tempo prolongado de trabalhadores fora do mercado. Esta última explicação perdeu influência com o rápido crescimento do emprego nos EUA nos anos que precederam a pandemia.

Neste trabalho, focaremos nas abordagens que entendem que o fenômeno da Estagnação Secular estaria relacionado à uma persistente escassez de demanda. Essas análises, que ganharam mais destaque neste debate, parecem explicar mais a fundo o fenômeno em curso e, como veremos, retomam ideias há muito tempo enfatizadas por autores fora do arcabouço Novo-Keynesiano. A compreensão de que haveria fatores restringindo o crescimento de longo prazo da demanda agregada desde a década de 1980 levanta uma série de possibilidades teóricas.

Nessa direção, dois temas que passaram a ganhar mais relevância na formulação econômica desde a crise de 2008 foram a desigualdade de renda e a financeirização das contas familiares, e seus papéis na dinâmica macroeconômica contemporânea.

A crescente desigualdade nos países desenvolvidos desde a década de 1980 levou cada vez mais economistas a analisarem a relação entre desigualdade e crescimento de longo prazo (Barro, 2008; Piketty, 2014; Summers, 2014a; Gordon, 2015; Krugman, 2014; Mian, Straub & Sufi, 2019). Algo semelhante vale para a participação financeira das famílias, em especial o endividamento familiar, já que a própria natureza da bolha especulativa que inicia a crise de 2008 estava intrinsecamente ligada à tomada de crédito por famílias de diferentes faixas de renda. Apesar de ainda incipiente, a inclusão desses aspectos na dinâmica de determinação da demanda e seu papel no crescimento econômico de longo prazo, representa um passo, mesmo que modesto, na direção de outros arcabouços teóricos - normalmente colocados afóra do “*mainstream*” - que já adotam tais relações em seus modelos há muitos anos.

Dentro do chamado arcabouço Pós-Keynesiano, por exemplo, a distribuição da renda possui papel central na dinâmica de crescimento de longo prazo (Kalecki, 1954; Steindl, 1952) e a dinâmica de tomada de empréstimos pelos trabalhadores, pela sua própria

relação com a desigualdade, também apresenta relação importante com o crescimento em modelos mais recentes (Palley, 1996; Dutt, 2006; Mason & Jayadev, 2014).

Nesse sentido, dentro do debate da Estagnação Secular daremos ênfase às abordagens que associam a insuficiência prolongada de demanda à desigualdade de renda e endividamento privado, para, a partir deste debate apresentar uma revisão das principais obras contemporâneas que relacionam a distribuição de renda, a financeirização da renda familiar e o crescimento do produto de longo prazo. Pretende-se com isso expor os diferentes mecanismos causais que associam as três variáveis dentro dos arcabouços Novo-Keynesiano e Pós-Keynesiano. Uma vez exposta a revisão da literatura no tema, apresentamos uma análise sobre possíveis desdobramentos teóricos desta dinâmica, a fim de instigar investigações futuras.

Na primeira seção deste artigo abordaremos os mecanismos de estagnação secular associados ao endividamento privado (tanto das famílias como de empresas), diferenciando na literatura dinâmicas causais distintas. A segunda seção se dedica à relação entre desigualdade, endividamento das famílias e crescimento. Na terceira seção apresentaremos uma análise da dinâmica de longo prazo entre as três variáveis, explicitando possíveis desdobramentos teóricos e questões contemporâneas. Por último, a conclusão busca sintetizar a revisão e a análise previamente apresentadas destacando principais pontos aqui revisados para o futuro da prática e teoria macroeconômica.

1. Dinâmicas de estagnação secular associadas ao endividamento privado

A queda das taxas de crescimento dos países desenvolvidos desde a década de 1980, associada à baixas taxas de inflação, trouxe para o centro do debate macroeconômico a possibilidade desse conjunto de países estar enfrentando um processo de estagnação de longo prazo.

Ao analisar os mecanismos causais econômicos que associam a tendência ao endividamento privado à estagnação, serão abordados dois conjuntos de teorias neste trabalho. Primeiro as teorias que compreendem a falta de demanda como um problema de ajustamento de curto prazo do mercado de fundos emprestáveis que se torna impraticável pelo limite inferior de juros, levando a economia a uma armadilha de liquidez (ou armadilha de dívida) que estende a natureza da falta de demanda para o longo prazo afetando o crescimento real da economia e levando à estagnação.

Em seguida, apresentamos as teorias que compreendem que a natureza de longo prazo da economia pode se encontrar em equilíbrio mesmo sem uso máximo (ou ótimo) da capacidade produtiva. Sendo o caminho da economia no longo prazo diretamente associado às condições de demanda. Dentro desse arcabouço, a dinâmica de estagnação não é associada a um mercado de fundos imprestáveis e sim à dinâmica de dispêndio da renda em consumo e investimento.

1.1. Estagnação e endividamento privado no *Zero Lower Bound*

Após a Grande Recessão de 2008, grande parte dos países desenvolvidos chegaram a taxas de juros básicas nominais próximas ou iguais a zero. Tal fenômeno só havia sido anteriormente observado no período que se seguiu à Grande Depressão de 1929 nos EUA e no Japão durante a década de 90. Esse processo, de taxas de juros próximas a zero (ou mesmo negativas), baixa inflação e baixo crescimento, por ser similar em vários sentidos à dinâmica recente do país asiático, ficou cunhado como “japanização”.

Nessa dinâmica econômica, o limite mínimo de juros – a impossibilidade de atingir patamares reais muito negativos, em função do entesouramento – se tornaria um grande entrave para o crescimento desses países e para o fim do endividamento público e privado. Isso porque a taxa de juros que equilibraria o mercado de fundos emprestáveis não seria alcançável e os efeitos de endividamentos passados não poderiam ser arrefecidos com maiores cortes de juros. O estudo das possibilidades de política econômica para contornar as limitações impostas por esse limite inferior do juro ficou conhecido como *Zero Lower Bound Economics* (Krugman et al, 1998).

Esse processo criaria uma armadilha de liquidez (Krugman et al, 1998; Koo, 2011;) ou – equivalente - armadilha de dívida (Mian, Straub & Sufi, 2020). Nesse estado, taxas de juros mais baixas tenderiam a aumentar a tomada de crédito e formação de endividamento. Com maiores dívidas, tanto públicas quanto privadas, as autoridades monetárias ficariam mais restritas, já que um aumento da taxa básica de juros geraria o risco de criar um estímulo recessivo na economia ao aumentar os custos de serviço da dívida e restringir consumo e investimento. Por outro lado, as autoridades monetárias tampouco poderiam diminuir o patamar dos juros para amenizar o endividamento ou mesmo equilibrar a dinâmica de poupança e investimento, em função da incapacidade prática de reduzir a taxa de juros nominal para abaixo de zero e de gerar inflação suficiente para que a taxa real caia à níveis muito negativos, o que seria seu patamar de equilíbrio de longo prazo, ou taxa “natural” de juros (Wicksell, 1936).

Essa dinâmica poderia trazer sérias dificuldades para a economia. Koo (2012) argumenta que há ao menos dois tipos de recessão: aquelas geradas pelos ciclos de negócios e aquelas associadas à desalavancagem do setor privado, o que ele chama de *Balance Sheet Recession*, ou recessão de balanço patrimonial. Tais recessões refletiriam no âmbito macroeconômico uma dinâmica microeconômica em que uma quantidade relevante de empresas e famílias possuiriam um balanço patrimonial negativo, isto é, possuírem passivos que superem seus ativos, estariam endividadas.

Em uma recessão de balanço patrimonial, após um choque inicial que iniciaria a crise, as empresas passariam a minimizar suas dívidas ao invés de maximizar seus lucros. Com isso, empresas e famílias gastariam menos com investimento e consumo e poupariam mais. Com maior oferta de fundos emprestáveis e menor demanda por eles, a taxa de juros tende a cair até chegar na armadilha de liquidez do limite inferior de juros. Sem

intervenções, essa dinâmica leva a economia à depressão já que o aumento da poupança e diminuição dos gastos acarretariam menor demanda agregada, o que faria com que as receitas das empresas e famílias voltassem a cair dificultando seu processo de desalavancagem. Assim, o processo reforça a si mesmo, deteriorando novamente a situação financeira das empresas e famílias e depreciando a demanda agregada.

Nesse contexto, ressalta Koo (2012), a política monetária se tornaria ineficaz. Além da armadilha de liquidez, já explicitada, tampouco haveria eficácia em tentativas de expansão da base monetária. Como a experiência dos Estados Unidos no pós-2008 demonstrou, a expansão da base monetária não se concretiza em oferta efetiva de moeda uma vez que não há demanda por crédito, já que empresas e famílias estariam endividadas e com baixa confiança sobre o futuro. Nesse contexto, políticas de estímulo à inflação ou mudança altistas de meta tampouco surtiriam efeito, uma vez que as empresas e famílias estariam pagando dívidas em função da queda de preços de ativos e não de preços de bens de consumo. É uma dinâmica semelhante à apresentada em Fisher (1933), em que o choque inicial desencadeia uma espiral deflacionária associada ao endividamento privado.

Por isso, a ação do Estado e da política fiscal se tornaria fundamental. Seria necessário que o Estado tomasse empréstimos e efetivasse gastos na quantidade que o setor privado deixaria de efetuar, de modo a manter o nível de demanda agregada até que o setor privado recupere sua saúde financeira. Essa intervenção não possui grandes custos de expansão da dívida, como demonstra Koo (2012), uma vez que haveria alto efeito multiplicador desses gastos (principalmente dado o contrafactual recessivo) e de que não haveria efeitos de *crowding out*, já que o Estado assumiria um vácuo que o setor privado não possuiria saúde financeira suficiente para ocupar. Krugman & Eggertsson (2012) formalizam essa dinâmica de recessão de balanço patrimonial.

Há também teorias que associam a armadilha de liquidez (aqui descritas como armadilha de dívida) no limite inferior de juros não a uma dinâmica de desalavancagem apenas, mas ao próprio nível de endividamento do setor privado e sua tendência de aumento desde a década de 1980 que, associada à dinâmica de alocação da renda, geraria a estagnação. Mian, Straub & Sufi (2020) argumentam que o endividamento das famílias possuiria efeito estagnacionista pela transferência de renda que ele significa.

Ao observar o crescimento da desigualdade de renda nos EUA desde os anos 1980, os autores encontram evidência de que o aumento do endividamento das famílias de renda média ou baixa – que seria causado pela liberalização financeira e pelas políticas econômicas do período – possuiria efeito estagnacionista por concentrar maior renda em indivíduos com maior propensão a poupar. Com o pagamento de serviços da dívida, uma maior parte da renda seria transferida das famílias de baixa renda, com menor tendência a poupar, para famílias com maior renda, com maior tendência a poupar. Sem o aumento real da renda das famílias de renda baixa e média o movimento significaria uma concentração de renda que, ao aumentar a poupança, geraria pressão baixista sobre a taxa de juros, levando à armadilha da dívida já descrita.

Uma diferença em relação às teorias que entendem a desalavancagem das famílias ou empresas como efeito sobre a estagnação é de que no modelo de Mian, Straub & Sufi (2020), há um equilíbrio estável em que há maior nível de endividamento das famílias associado a uma menor demanda agregada, de modo que o endividamento não é um processo temporário. A teoria da demanda endividada desses autores também confere maior foco na dívida das famílias ao invés da dívida corporativa (Koo, 2012).

Um desdobramento interessante apontado em Mian, Straub & Sufi (2020) é de que, não só o mecanismo monetário convencional seria pouco efetivo contra a estagnação como já apresentado, como os mecanismos usuais de política estimulativa fiscal ampliariam tais efeitos. Políticas de aumento do gasto público baseado no endividamento público gerariam uma depreciação da demanda agregada no longo prazo em função da emissão de títulos da dívida ou pelo aumento de impostos. A emissão de títulos geraria uma transferência para a parcela de poupadores da sociedade, enquanto um aumento dos impostos, se incidisse sobre a base da pirâmide, também diminuiria o consumo desse grupo, ambos reforçando o mecanismo de demanda endividada. A solução viria, portanto, de políticas direcionadas para a redução da desigualdade e do nível de endividamento das famílias.

Rachel & Summers (2019) chegam a conclusões opostas, afirmando que o gasto público (especialmente em seguridade social e saúde dos idosos) apresentaram efeito de contenção da queda dos juros e aumento da oferta de crédito nos EUA. Para os autores, a queda de longo prazo da taxa de juros nos países da OCDE é associada à alteração das propensões a poupar e a investir resultantes de mudanças demográficas (ver Eggertsson, Lancastre & Summers (2018) e Eggertsson, Mehrotra & Robbins (2019)), queda da produtividade do trabalho e aumento da desigualdade de renda. Embora a dinâmica no *Zero Lower Bound* seja semelhante, as causas da anemia da demanda não são associadas diretamente ao endividamento privado, mas indiretamente pelo canal de aumento da oferta de poupança. A desigualdade está presente com causalidade semelhante à Mian, Straub & Sufi (2019), mas com menor relevância.

1.2. Endividamento e o papel da renda em uma dinâmica de crescimento conduzida pela demanda agregada

A teoria de determinação da demanda agregada e distribuição de renda de Kalecki (1954) é uma das principais bases teóricas do arcabouço macroeconômico Pós-Keynesiano, paradigma econômico que entende a distribuição funcional da renda como aspecto determinante da demanda agregada e do crescimento no longo prazo. Abordaremos alguns dos autores que incorporam a tomada de empréstimo pelos trabalhadores em modelos de base kaleckiana, buscando apresentar como a dinâmica de estagnação está relacionada ao endividamento familiar nesse arcabouço teórico.

Partindo de Keynes (1936) e Kalecki (1954), teóricos da economia Pós-Keynesiana sempre atribuíram papel fundamental para o ajuste do produto à demanda na dinâmica

econômica de curto e longo prazo. Entende-se que os produtores produzirão aquilo que esperam vender, condicionando a decisão de produzir ao nível de demanda. Nesses modelos, a economia chegaria a equilíbrios de longo prazo que não necessariamente representam um uso máximo (ou ótimo) da capacidade produtiva. Isso porque fatores como a incerteza e a distribuição da renda – encarada como funcional: salários, lucros do capital, da terra ou do juro – alterariam os padrões de consumo e investimento. O que por sua vez afetaria o crescimento também no longo prazo, uma vez que o padrão de dispêndio da renda entre capitalistas e trabalhadores seria diferente (trabalhadores poupam menos), alterando a trajetória da demanda agregada e conseqüentemente da economia como um todo.

Com essa base, Palley (1996) constrói um modelo kaleckiano intergeracional com endividamento privado, o que ele chama de teoria de *Inside Debt*, ou da dívida interna. Palley chega à conclusão de que a tomada de crédito pelos trabalhadores pode aumentar a demanda agregada e estimular o crescimento econômico. Haveria um crescimento liderado pela demanda em que a tomada de empréstimos pelos trabalhadores (em massa crescente) absorveria parte da demanda perdida pelo aumento da poupança dos capitalistas conforme o crescimento da renda agregada. Assim, o aumento do endividamento para o consumo teria um efeito de crescimento de longo prazo e não estagnacionista.

Grande parte das teorias pós-keynesianas da estagnação remetem a Josef Steindl, importante economista kaleckiano do século XX. Steindl (1952) defende uma teoria de maturidade e estagnação, em que o capitalismo tenderia à concentração oligopolista estagnante. Em mercados mais competitivos os lucros seriam restritos às empresas mais produtivas, normalmente maiores e com mais tecnologia/estoque de capital. Choques negativos de demanda e choques positivos de inovação iriam alterar preços e tender a concentrar lucros nessas empresas mais produtivas que iriam ganhando maior parcela do mercado. O que levaria à presença de mercados cada vez mais oligopolistas, em que choques negativos de demanda seriam associados ao menor uso da capacidade produtiva sem necessariamente realocar lucros e preços, uma vez que as firmas já atuariam com preços acima dos custos marginais.

Essa dinâmica de maturidade e concentração, com economias passando a concentrar menos mercados competitivos e mais mercados oligopolistas, possui um efeito de estagnação a nível macroeconômico. Isso porque mercados oligopolistas concentrariam renda em firmas que possuem pouco incentivo em usá-la para novos investimentos (por possuírem maior capacidade ociosa) e tenderiam a menor uso da capacidade produtiva, seja por uma tendência de aumentar seus *mark-ups* ou pela rigidez dos *mark-ups* em momentos de declínio do investimento (Steindl, 1979).

Dutt (2006) constrói um modelo kaleckiano-steindliano simplificado que incorpora a tomada de empréstimo pelos consumidores. Nesse modelo, o aumento da tomada de crédito pelos trabalhadores elevaria a demanda agregada e conseqüentemente a produção

econômica no curto prazo, como no mecanismo apresentado por Palley (1996). No longo prazo, entretanto, esses efeitos seriam mais ambíguos. Por um lado, o aumento da tomada de crédito aumentaria o consumo e, portanto, a demanda agregada, aumentando a capacidade utilizada, o que, considerando investimento constante, possuiria um efeito de gerar crescimento e reduzir a desigualdade de renda. Por outro lado, o aumento do pagamento de serviços da dívida transferiria renda de trabalhadores que consomem mais para capitalistas que poupam mais, gerando aumento da desigualdade e redução do uso da capacidade produtiva. Se a taxa de investimento (investimento líquido em proporção do capital) for superior à propensão a poupar dos capitalistas vezes a taxa de juros, então um aumento do crédito para o consumo corresponderia ao aumento do crescimento econômico e diminuição da desigualdade de renda. Em caso contrário, o efeito seria também oposto, correspondendo à estagnação.

Esse efeito, exposto em Palley (1996) e Dutt (2006) para o caso em que um maior endividamento dos trabalhadores aumenta sua renda, ficou conhecido na literatura como “paradoxo da dívida”. Hein (2012) descreve o paradoxo da dívida como um regime de demanda de longo prazo *debt-led*, ou guiado pela dívida, em que a relação dívida-renda dos trabalhadores seria menor quanto maior for a proporção de poupança dos rentistas sendo emprestadas para os trabalhadores e quanto maior for a razão dívida dos trabalhadores em relação ao capital. Hein (2012) também expõe o regime de demanda *debt-burdened*, restringida pelo endividamento, em que uma maior razão dívida dos trabalhadores-capital seria associada com um equilíbrio com menor utilização da capacidade produtiva e acumulação de capital, nesse caso a relação dívida-renda dos trabalhadores crescerá mais que a relação dívida-capital. Hein (2012) associa o regime puxado pelo endividamento a uma taxa de lucro que excede a taxa de juros, e o regime restringido pelo endividamento com relação inversa. Isso porque no regime *debt-led* o efeito expansionista de novos empréstimos superaria o efeito contracionista de maior gasto com pagamento de juros, mesmo com maior estoque de dívida.

Hein (2015), incidindo no debate de estagnação secular (Summers, 2014a), constrói um modelo kaleckiano-steindliano mais complexo que incorpora o endividamento privado, dando também ênfase ao endividamento corporativo. Nesse caso, haveria uma tendência à estagnação com um aumento na taxa de retorno do rentista, expressa por um aumento na taxa de juros, da taxa de dividendos e/ou da taxa de capital financiado internamente. Isso em um contexto *debt-burdened* - aqui também classificado pelo autor como “caso normal” - caracterizado por uma propensão a consumir dos rentistas menor que a propensão das firmas a investir com novas fontes de renda. No contexto contrário, em que a resposta das firmas para investimento seria menor que a propensão a consumir dos rentistas, poderia haver duas situações. Uma em que o efeito de maior consumo dos rentistas sobre a capacidade utilizada é baixo, sendo chamado de “caso intermediário”. Nesse caso, maiores taxas de retorno do rentismo estariam associadas com maior utilização da capacidade ociosa e maiores taxas de lucro, mas menor acumulação de

capital. E o caso *debt-led*, em que maiores taxas de retorno do rentismo estariam associadas também à maior acumulação de capital.

Mason & Jayadev (2014), ao abordar a questão do endividamento das famílias, mesmo não entrando a fundo na dinâmica de longo prazo, associam um maior endividamento das famílias a um processo de queda da demanda agregada. Esse processo, como já exposto para os demais autores pós keynesianos, está relacionado à proporção da renda disponível para o consumo. Mais endividados, trabalhadores possuiriam menos renda para consumir. E do outro lado os rentistas, mesmo com maior renda, tenderiam a gastar menor proporção da renda do que os trabalhadores.

Stockhammer (2012) associa o processo de aumento do endividamento das famílias a uma tendência de financeirização e acirramento de conflito distributivo nas economias modernas a partir do final da década de 1970. Para o autor, a implementação de políticas neoliberais estaria associada ao favorecimento do capital dentro do contexto capital-trabalho. Com uma contínua concentração nos rendimentos do capital, o aumento do endividamento estaria associado à duas dinâmicas estagnacionistas diferentes. A princípio haveria uma tendência a depreciação da demanda agregada atrelada a essa dinâmica de queda relativa da renda do trabalho, já que o mundo como um todo seria *wage-led* (com crescimento guiado pela renda dos salários). Além disso, em países como os EUA, a financeirização da renda familiar por meio da facilitação e incentivo à tomada de crédito pelas famílias teria efeito de suprir a queda da demanda pelo aumento da desigualdade, mas ao mesmo tempo elevaria o risco de instabilidade financeira - à lá Minsky (1986) - e levaria a uma demanda endividada no longo prazo que concentraria renda novamente - à lá Dutt (2006). Nesse contexto, países emergentes passariam cada vez mais a depender de fluxos externos de capital, possibilitando maiores déficits de balança comercial, mas aumentando a vulnerabilidade externa desses países a crises de fuga de capitais.

Portanto, ao analisar o crescimento de longo prazo associada à dinâmica da renda, o maior endividamento privado possui efeito ambíguo na literatura. De toda forma, a literatura pós-keynesiana mais recente (e.g. Dutt, 2011; Hein, 2015; Stockhammer, 2012) observa a expansão do crédito aos trabalhadores como expansionista no curto prazo, mas estagnante no longo prazo. Isso porque, por um lado o empréstimo de renda dos capitalistas para os trabalhadores possui um efeito expansionista da demanda, por transferir renda que seria poupada para trabalhadores que irão dispende tal renda em consumo. Por outro lado, por estar atrelado ao pagamento de juros, essas transferências pelo serviço da dívida podem simbolizar, com um maior estoque de endividamento, uma transferência significativa de renda dos trabalhadores para os capitalistas, que tendem a gastar menor parte da sua renda. Por isso, há maior consenso na literatura pós-keynesiana de que há predominância do efeito de longo prazo de que a formação de um maior estoque de dívida das famílias seja associado à menor utilização da capacidade produtiva e menor acumulação de capital, ou seja, condizente com a estagnação.

Tabela 1. Mecanismos de Estagnação Secular causado pela desigualdade e endividamento

Abordagem	Mecanismo	Literatura
Insuficiência de Demanda por Armadilha de Liquidez no <i>Zero Lower Bound</i>	Recessão de balanço patrimonial	Koo (2011, 2012)
		Krugman & Eggertsson (2012)
	Demanda Endividada	Mian, Straub & Sufi (2020)
	Queda das propensões a poupar e investir	Rachel & Summers (2019)
Demanda efetiva insuficiente por fatores distributivos da renda	Paradoxo da Dívida	Palley (1996)
		Dutt (2006)
	<i>Debt-Burdened Demand</i>	Stockhammer (2012)
		Hein (2015)
		Mason & Jayadev (2014)

A Tabela 1 sintetiza a organização proposta nesta seção. A divergência entre campos da teoria macroeconômica se mostra evidente já que analisamos diretamente a causalidade teórica de determinação do produto agregado de longo prazo. O arcabouço Novo-Keynesiano, assim como o *mainstream* de forma geral, entende que o produto de longo prazo da economia é determinado objetivamente pelas condições de oferta agregada do produto potencial, partindo da premissa de que no longo prazo a demanda agregada se ajusta à oferta. Enquanto algumas análises não convencionais, como a do arcabouço Pós-Keynesiano, apontam que também no longo prazo a economia pode estar abaixo da sua capacidade produtiva, sendo o produto de longo prazo determinado também pela demanda agregada.

Seria a rigidez nominal de determinação do equilíbrio do mercado de fundos emprestáveis, isto é, o limite inferior de juros (ou *Zero Lower Bound*) que apresentaria a possibilidade teórica de insuficiência de demanda por período prolongado no arcabouço Novo-Keynesiano. O limite inferior de juros não causa nenhuma mudança de paradigma no cerne da teoria desse arcabouço, pelo contrário. O que estaria colocado nesse caso é que, por uma sucessão de curtos prazos em que a demanda é impedida de se ajustar, o produto nunca chegaria à sua “determinação de longo prazo” equivalente ao produto potencial

estabelecido por fatores estritamente de oferta. É essa ênfase no papel das rigidezes nominais que Summers passa a questionar no paradigma convencional¹.

Por fim, vale pontuar que aqui focou-se na forma como o endividamento privado, familiar e empresarial, pode afetar o crescimento de longo prazo. Não é foco desse trabalho analisar a forma como o endividamento público afeta tal dinâmica. Fato é que a literatura é consideravelmente mais ampla nesse outro tema².

2. Desigualdade de renda e sua relação com as dinâmicas de longo prazo de endividamento e estagnação

2.1. Desigualdade e crescimento

A literatura econômica que estuda a relação entre a distribuição de renda e o crescimento potencial de longo prazo é extensa e presente em diferentes arcabouços teóricos. Dentro do campo chamado de Pós-Keynesiano, a incorporação da distribuição de renda no crescimento de longo prazo sempre obteve papel fundamental, apesar de ainda haver ampla controvérsia teórica entre autores desse campo sobre como essas variáveis se relacionam (ver Lavoie, 2014, pgs 347- 455).

Em especial na literatura kaleckiana e neo-kaleckiana, a distribuição de renda e o crescimento estão sempre relacionados. Como já mencionado, essa literatura entende que a decisão de produzir é condicionada à expectativa de demanda, sendo a demanda efetiva determinada pelo dispêndio da renda do trabalho como consumo e da renda do lucro, do juro e da terra na forma de consumo e investimento. Dadas as propensões a consumir e investir dos capitalistas e das firmas, o aumento da parcela de lucros na renda pode ser contracionista (em economias *wage-led*, ou guiadas pelos salários) ou expansionista (em economias *profit-led*, guiadas pelo lucro) (Bhaduri & Marglin, 1990; Blecker, 2015). Essa dinâmica pode também depender dos níveis e não apenas dos sentidos dessas variáveis. Da mesma forma, a distribuição de renda também pode depender do regime de acumulação vigente. Para Stockhammer (2012), o modelo de acumulação neoliberal, por exemplo, tenderia a concentrar a renda em momentos de crescimento, em função da maior participação dos lucros financeiros, à retirada de direitos trabalhistas e ao fim de políticas de proteção social e de serviços públicos, medidas que favoreceriam o capital. Para essa literatura, portanto, a desigualdade está intrínseca à dinâmica de acumulação, e assim ao crescimento de longo prazo.

Nos últimos anos, o crescimento da desigualdade pessoal da renda e uma tendência à queda da parcela dos salários na renda foram amplamente documentados (e.g. Elsby et al. 2013; Karabarbounis and Neiman 2013; Piketty and Saez 2003; FMI 2017), levando

¹ Conforme citado na introdução, Summers questiona em sua conta da plataforma Twitter sobre a relevância da rigidez nominal na determinação da demanda ao invés de uma insuficiência mais fundamental de demanda. O contexto era o do lançamento do artigo Rachel & Summers (2019).

² Para mais nesse tema ver Saungweme & Odhiambo (2018) e Blanchard (2019)

também vários autores identificados com o arcabouço Novo-Keynesiano a considerar a desigualdade de renda como um dos possíveis fatores que explicam a queda no crescimento do produto (e.g. Piketty, 2014; Summers 2014b; Eggertsson, Mehrotra & Robbins 2019; Gordon 2015; Rachel & Summers 2019).

Piketty (2014), baseando-se na evidência empírica para os EUA desde o século XVIII, argumenta que o capitalismo estaria fadado ao aumento da desigualdade, uma vez que a taxa de crescimento dos rendimentos do capital seria sempre superior à taxa de crescimento da economia, ou seja, o processo de acumulação de capital concentraria renda. Além disso, o contínuo aumento dos rendimentos do capital e da desigualdade fariam com que a economia tendesse a taxas menores de crescimento. Esse processo só teria sido revertido historicamente pelas grandes guerras que destruíram o capital instalado. Embora sua proeminência no debate público, Piketty (2014) recebeu muitas críticas, principalmente à sua sugestão de que a saída estaria em tributar duramente as grandes fortunas efetivando a redistribuição de riquezas.

No arcabouço Novo-Keynesiano, apesar de ainda possuir um papel muito menos central na determinação do produto de longo prazo do que aquele remetido pelos pós-keynesianos, a desigualdade tem sido cada vez mais interpretada como um possível canal causal de aumento da poupança, já que transferiria renda de agentes com menor para agentes com maior propensão a poupar (Summers, 2014b; Eggertsson, Mehrotra & Robbins 2019; Mian, Straub & Sufi, 2020). Essa diferença de propensões a poupar tem sido corroborada pelos resultados empíricos (Carroll 2000; Dynan, Skinner & Zeldes, 2004). A partir dessa conclusão, Straub (2017) estimou que a desigualdade teria reduzido as taxas de juros real nos EUA em pelo menos 1%. Esse aumento de poupança e queda da taxa de juros estaria associado ao crescimento econômico pelo mecanismo apresentado na seção 1.1, e é interpretado como mais um efeito de restrição de demanda que impede a realização do produto de equilíbrio em função do *Zero Lower Bound*. Rachel & Summers (2019), por exemplo, estimam influência menor da desigualdade sobre a queda da taxa de juros do que o crescimento populacional, a dívida pública e o crescimento da produtividade. Os autores fazem a ressalva, entretanto, de que “[suas] simulações provavelmente subestimam o impacto total do crescimento da desigualdade na renda permanente”, indicando possibilidade de mais investigações futuras sobre o tema.

Portanto, nas análises que dão centralidade ao papel da demanda agregada na determinação do crescimento de longo prazo, a questão da distribuição da renda exerce papel primordial por seu conseqüente impacto sobre a demanda efetiva. Para os economistas do *Zero Lower Bound Economics*, essa distribuição também passa a exercer cada vez mais importância, mesmo que seja por uma dinâmica de efeito sobre a taxa de juros neutra de longo prazo e não por um efeito direto sobre a demanda.

2.2. Desigualdade e endividamento das famílias

O crédito às famílias, em especial aquelas de renda baixa ou média, exerce papel fundamental na dinâmica macroeconômica em associação à desigualdade. O crédito funciona como uma transferência de renda no tempo entre agentes (geralmente de distintos grupos econômicos), é uma nova fonte de demanda e possui relação direta com a taxa de juros básica da economia. A literatura econômica de diferentes arcahouços registra essa relação direta entre desigualdade de renda e endividamento familiar, sendo a desigualdade vista tanto como causa quanto consequência de maiores endividamentos.

Mian, Straub & Sufi (2020) associam o aumento do endividamento privado ao crescimento da desigualdade operado pelas políticas econômicas de liberalização financeira, entre outras, desde a década de 1980 nos EUA. Mas também associam o alto nível de endividamento das famílias como causa de um aumento da desigualdade, já que o pagamento de serviços da dívida corresponderia à transferência de renda de famílias mais pobres para famílias mais ricas. Processo também associado à estagnação, já que gera uma demanda agregada endividada com a renda concentrada naqueles que poupam mais, como explicitado na seção 1.1. Krugman & Eggertsson (2012), apesar de dar menor centralidade à desigualdade de renda, também associam a distribuição do endividamento ao fenômeno de insuficiência de demanda agregada e baixo crescimento econômico.

Nessas análises, o endividamento e a desigualdade são abordados em modelos baseados em agentes econômicos individuais diferenciados pela sua propensão a poupar e/ou por sua restrição de endividamento (Rachel & Summers, 2019; Mian, Straub & Sufi, 2019). Mesmo com a utilização de métodos distintos, essas análises Novo-Keynesianas que defendem uma insuficiência prolongada de demanda associada diretamente ao endividamento das famílias e à desigualdade de renda consequente (e.g. Mian, Straub & Sufi, 2020) se aproximam em algum grau da literatura kaleckiana-steinldiana de estagnação pautada no endividamento dos trabalhadores e na desigualdade (Dutt, 2006, 2011; Hein, 2015). Em ambas as abordagens, o aumento da desigualdade estimula a tomada de crédito pelos trabalhadores e o endividamento dos consumidores aumenta a desigualdade de renda por meio serviços da dívida, que geram uma transferência de renda de um grupo que gasta maior parcela da sua renda para outro que gasta menor parcela da sua renda. O que resulta em estagnação.

No entanto, os autores kaleckianos, como explicitado na seção 1.2, não limitam esse processo a uma restrição do mercado de fundos emprestáveis. Nessa dinâmica, o produto de longo prazo pode estar associado a diferentes equilíbrios com menor ou maior uso da capacidade instalada em função de um ajustamento de preços associado à demanda efetiva em uma dinâmica oligopolista que prezaria pela preservação do lucro dos capitalistas, na forma de *mark-up* (Steindl, 1952). E não há um mercado de fundos emprestáveis que equilibraria poupança e investimento por uma adequação do nível do

investimento à poupança. Pelo contrário, o investimento possui caráter autônomo com diferentes determinantes (ver Lavoie, 2014) e a poupança é ajustada por um efeito renda de acordo com a demanda agregada efetiva. A taxa de juros, por sua vez, equilibra o mercado monetário e não o mercado de bens.

Entre os autores pós-keynesianos, há também diferentes mecanismos causais de efeito da desigualdade sobre o endividamento privado. Van Treeck (2012), partindo de Rajan (2010), associa o aumento da desigualdade de renda à maior necessidade de tomada de empréstimos por parte dos consumidores em uma economia em que o nível de consumo é determinado pela renda relativa dos indivíduos a seus grupos de referência. Hein (2015) e Stockhammer (2012) associam o aumento do endividamento das famílias a uma maior tomada de empréstimos como forma de manutenção da demanda agregada em economias que tenderiam à estagnação em função de uma tendência de concentração da renda para os capitalistas. Para Mason & Jayadev (2015), por outro lado, a desigualdade está associada a um maior nível de endividamento das famílias não pelo aumento da tomada de empréstimos, mas por um efeito renda. Isto é, as famílias não teriam tomado mais empréstimos, mas suas dívidas em proporção à renda teriam crescido já que a taxa de juros associada a essas dívidas seriam maiores do que a taxa de crescimento da renda dessas famílias, que nos EUA teriam permanecido em patamares baixos desde a década de 1980.

Seguindo os diferentes modelos de acumulação associados ao endividamento apresentados na seção 1.2, a relação da dívida das famílias com a desigualdade depende da dinâmica da economia em questão. Em uma economia *debt-led* (Palley, 1996), o aumento do endividamento na forma de tomada de crédito estaria associado à queda da desigualdade, já que a transferência de renda da poupança dos capitalistas para o gasto em consumo dos trabalhadores estaria associada ao crescimento da renda real e da parcela da renda disponível aos trabalhadores. No caso *debt-burdened* (Dutt, 2011; Hein, 2015) o endividamento traria aumento da desigualdade pelo pagamento de serviços da dívida que não resultaria em crescimento econômico correspondente, dessa forma o endividamento seria a apropriação na forma de juros de parte da renda do trabalho. Por último, no caso intermediário (Hein, 2015) o gasto dos rentistas é maior que aquele que os trabalhadores ou capitalistas teriam com a renda transferida como serviços da dívida, mas não em escala suficiente para gerar aumento da acumulação e apenas maior uso da capacidade instalada, sem resultar em queda da desigualdade.

Assim, observa-se que a dinâmica de endividamento das famílias necessariamente possui relação com a distribuição de renda, já que a tomada de crédito e o pagamento de serviços da dívida funcionam como transferências de renda entre grupos sociais. Essas transferências, por consequência, também vão influenciar a demanda. Entretanto, o efeito dessas variáveis sobre a dinâmica macroeconômica como um todo, como amplamente apresentado neste trabalho, ainda é bastante controverso.

A Tabela 2 a seguir sintetiza os canais através dos quais desigualdade, endividamento e estagnação se relacionam e possuem papel fundamental na determinação das variáveis

macroeconômicas, assim como um resumo das principais políticas econômicas recomendadas por cada artigo. Vale pontuar que a maioria dos artigos aqui analisados não entra a fundo em motivos para o aumento da desigualdade além dos motivos ligados ao endividamento privado e à própria dinâmica de crescimento de longo prazo. Ademais, sendo vasta a literatura empírica que registra o aumento da concentração da renda nas faixas superiores de distribuição (Katz & Murphy 1992, Piketty & Saez 2003, Piketty 2014, entre outros) optou-se neste trabalho por explorar as principais implicações macroeconômicas do aumento da desigualdade e do endividamento e não uma revisão histórica da trajetória dessas variáveis nesses países.

Tabela 2 - A dinâmica entre desigualdade, endividamento e estagnação e recomendações de política econômica anti-estagnacionista

Artigo	Desigualdade	Endividamento	Estagnação	Políticas econômicas recomendadas
Koo (2011, 2012)	-	Famílias e empresas em situação de desalavancagem pós-crise, passam a minimizar dívidas ao invés de maximizar lucros	Parcela relevante do mercado privado passa por processo de desalavancagem, reduzindo demanda agregada	<ul style="list-style-type: none"> Política fiscal expansionista cobrindo queda dos gastos do setor privado Políticas de desalavancagem do setor privado (renegociação de dívidas, etc)
Krugman & Eggertsson (2012)	Distribuição do endividamento leva a baixo crescimento	Famílias e empresas em situação de desalavancagem pós-crise, passam a minimizar dívidas ao invés de maximizar lucros	Parcela relevante do mercado privado passa por processo de desalavancagem, reduzindo demanda agregada	<ul style="list-style-type: none"> Política fiscal expansionista cobrindo queda dos gastos do setor privado Políticas de desalavancagem do setor privado (renegociação de dívidas, etc)
Eggerstsson, Mehrotra & Robbins (2019)	Desigualdade transfere renda para grupos com maior propensão a poupar, aumentando poupança agregada e reduzindo taxas de juros de equilíbrio	Há aumento da oferta de crédito, pelo excesso de poupança causado pela transição demográfica e o aumento da desigualdade, principalmente	Maior poupança leva à queda da taxa de juros. Limitado pelo <i>Zero Lower Bound</i> economia tem insuficiência de demanda	<p>Na confirmação de um "novo normal" com taxas negativas de juros real:</p> <ul style="list-style-type: none"> Aumento da proporção dívida/PIB Aumento dos gastos em seguridade social Metas de inflação mais altas
Piketty (2014)	Desigualdade é fruto da natureza capitalista em que a taxa de retorno do capital (r) cresce mais rápido que a taxa de crescimento do produto (g)	-	O crescimento exacerbado de r, levaria à maior desigualdade e à queda da taxa de crescimento (g)	<ul style="list-style-type: none"> Políticas de transferência de renda, em especial a taxação de grandes fortunas para gasto do Estado
Summers (2014a, 2014b), Rachel & Summers (2019)	Desigualdade transfere renda para grupos com maior propensão a poupar, aumentando poupança agregada e reduzindo taxas de juros de equilíbrio	Aumento de oferta de crédito pela queda da taxa de juros, causada por diminuição de programas de seguridade social, desigualdade, transição demográfica e redução das propensões a poupar e a investir	Maior poupança leva à queda da taxa de juros. Limitado pelo <i>Zero Lower Bound</i> economia tem insuficiência de demanda	<ul style="list-style-type: none"> Política fiscal expansionista Aumento dos gastos em seguridade social Políticas de redução da desigualdade
Mian, Straub & Sufi (2020)	Desigualdade aumenta poupança agregada e endividamento das famílias, que novamente aumentam a desigualdade	Endividamento é fruto da liberalização financeira e do aumento da desigualdade	Demanda endividada: excesso de dívida das famílias no <i>Zero Lower Bound</i> mantém insuficiência de demanda	<ul style="list-style-type: none"> Políticas de transferência de renda e redução da desigualdade, mas mantendo política fiscal superavitária Políticas de redução do endividamento das famílias (renegociação das dívidas, incentivos, etc) Regulação financeira
Rajan (2010)	Aumento da desigualdade, elevou demanda por crédito, que levou ao endividamento das famílias, crise financeira e estagnação	Endividamento, como fruto da oferta de crédito barato e necessidade para manutenção do consumo em cenário de aumento da desigualdade	Crescimento baseado em baixo consumo doméstico e excesso de crédito arriscado apresentam risco estagnacionista	<ul style="list-style-type: none"> Combate ao risco e incentivo à inovação financeira Políticas educacionais e de qualificação profissional Organização multilateral de países contra a manutenção de superávits persistentes de transações correntes
Stockhammer (2012)	Conflito distributivo entre capital e trabalho no cerne das dinâmicas de financeirização e depreciação da demanda	Endividamento é fruto da financeirização e mecanismo para manutenção da demanda com menores salários	Dinâmica neoliberal associa financeirização, aumento da desigualdade e estagnação por falta de demanda	<ul style="list-style-type: none"> Definancieirização: redução do tamanho do sistema financeiro, aumento do poder de <i>stakeholders</i> em detrimento de <i>shareholders</i> Políticas distributivas de redução da desigualdade
Van Treeck (2012)	Desigualdade de renda deprecia demanda efetiva e puxa endividamento para manter comportamento do consumo	Endividamento é necessidade para manutenção do consumo em cenário de aumento da desigualdade	Desigualdade e endividamento das famílias reduzem demanda agregada levando à estagnação	<ul style="list-style-type: none"> Políticas distributivas de redução da desigualdade
Palley (1996)	Desigualdade de renda puxa demanda efetiva e diminui com aumento da tomada de crédito	Tomada de crédito pelos trabalhadores como forma de expansão da demanda agregada	Maior endividamento, ou tomada de crédito pelos trabalhadores atuaria como forma e conter estagnação	<ul style="list-style-type: none"> Políticas de incentivo a tomada de crédito pelos trabalhadores
Hein (2015)	Desigualdade deprecia demanda, impulsiona tomada de crédito e leva à estagnação	Tomada de crédito leva no longo prazo à restrição de demanda por aumento da desigualdade	Tendência estagnacionista por característica oligopolista do capitalismo aumenta com desigualdade e endividamento	<ul style="list-style-type: none"> Políticas de transferência de renda e redução da desigualdade Políticas de redução do endividamento das famílias Regulação financeira
Dutt (2011)	Desigualdade deprecia demanda, impulsiona tomada de crédito e leva à estagnação	Tomada de crédito pelos trabalhadores gera crescimento no curto prazo e demanda endividada no longo prazo	Desigualdade e endividamento das famílias reduzem demanda agregada no longo prazo levando à estagnação	<ul style="list-style-type: none"> Políticas de transferência de renda e redução da desigualdade Políticas de redução do endividamento das famílias Regulação financeira
Mason & Jayadev (2014)	Distribuição da renda possui papel central de manutenção da demanda efetiva	Endividamento cresce por queda relativa da renda, que cresce a taxas menores que a taxa de juros para famílias de baixa renda	Maior endividamento leva à queda da demanda efetiva e estagnação	<ul style="list-style-type: none"> Políticas de transferência de renda e redução da desigualdade Políticas de redução do endividamento das famílias (renegociação das dívidas, incentivos, etc)

3. Uma análise da dinâmica macroeconômica de longo prazo da tríade desigualdade, endividamento e crescimento

Uma vez contextualizada e analisada uma ampla teoria econômica que analisa o papel da desigualdade e do endividamento familiar na determinação do produto econômico no longo prazo, se mostra pertinente levantar alguns possíveis desdobramentos teóricos da dinâmica entre as variáveis. Primeiro, duas realidades macroeconômicas dos países desenvolvidos que à primeira vista parecem contraditórias se mostrariam possíveis com o pano de fundo da desigualdade: (1) maior grau de endividamento agregado com maior grau de poupança agregada e (2) um maior nível de endividamento agregado com menores taxas de juros básicas na economia. Além disso, a partir da análise da literatura até aqui empregada, levantamos duas reflexões para investigação futura: (3) que a tríade desigualdade, endividamento e estagnação seria indissociável em uma economia com alta financeirização da renda das famílias, sendo possível afirmar que a variação de duas das três variáveis exerce pressão sobre a terceira na mesma direção; e (4) que a dinâmica de intensificação desses três fatores se autorreproduziria, o que tornaria necessário o uso de políticas não convencionais para mudar sua tendência. Por último, traremos reflexões sobre (5) a mudança de tendência dessas variáveis no período pós-2008 e sobre (6) os primeiros sinais e possíveis efeitos da pandemia e da condução de políticas econômicas não convencionais sobre essas variáveis.

3.1. A desigualdade como pano de fundo de realidades aparentemente contraditórias

A começar, vamos analisar a dinâmica recente de crescimento tanto da poupança quanto do endividamento agregado. A priori, se esperaria que em uma economia de maior poupança agregada, tudo mais constante, as pessoas teriam maior capacidade de arcar com o cumprimento de dívidas passadas. Mesmo assim, se observa nos EUA por exemplo, um crescimento tanto da poupança agregada como do gasto com serviços da dívida em proporção da renda (Dutt, 2011). O crescimento da desigualdade, no pano de fundo dessa dinâmica pode ser interpretado como contexto causal que garante tal possibilidade. Isso porque neste cenário tanto poupança quanto endividamento cresceriam, mas de grupos distintos na economia. Enquanto famílias mais ricas, que poupam mais, possuiriam maior parcela da renda nacional, fazendo a poupança agregada crescer, famílias mais pobres concentrariam cada vez menor parcela da renda nacional, passando a tomar mais crédito e aumentar a dívida média como proporção da renda. É a diferenciação entre grupos de rendas distintas que contextualiza essa dinâmica econômica.

Consideremos um aumento generalizado do endividamento, de todas as faixas de renda. A própria natureza do serviço da dívida pago pelas famílias pode ser considerado uma forma de poupança, por ser parte da diferença entre renda total e consumo, e já

remeteria necessariamente à distribuição de renda, por se tratar de uma abstenção ao consumo que se reflete em transferência de renda entre grupos sociais. Assim, quando olhamos a economia em termos agregados, o endividamento só aumentaria a poupança agregada se ele transferisse renda para grupos que não iriam gastar tal renda em consumo ou investimento, portanto, que poupam mais. Isto é, se o total pago em serviços da dívida fosse igualmente revertido em consumo pelos grupos recebedores de tais serviços, em termos agregados haveria uma manutenção da demanda, o que tanto no contexto pós-keynesiano como novo-keynesiano sob o limite inferior de juros, levariam a manutenção da renda agregada. Tudo mais constante, não haveria aumento do endividamento agregado em termos de dívida privada/PIB já que dívida e renda (na forma agregada de PIB) cresceriam a taxas iguais em termos agregados. Essa dinâmica do endividamento agregado só se faz real pela desigualdade de renda como transferência entre grupos com propensões distintas a gastar.

A possibilidade de aumento concomitante de poupança agregada e endividamento agregado não só se mostra possível em função da desigualdade, como também apresenta uma relação de causa-consequência. Enxergando pela ótica novo-keynesiana de dinâmica macroeconômica, uma vez que a moeda possui papel exógeno, um aumento da poupança agregada seria também uma maior oferta de crédito. Um crescimento da oferta de crédito, pelo próprio equilíbrio do mercado de fundos, significaria uma maior concessão de crédito, e caso a renda real dos grupos que passariam a tomar esses créditos não cresça em ritmo superior ao serviço da dívida (como descreve Mason & Jayadev(2014)) haveria um aumento do endividamento. O crescimento da desigualdade de renda nos EUA nos últimos anos, expressou exatamente essa queda no crescimento da renda real das famílias mais pobres e o crescimento do seu endividamento (Rajan, 2010; Mian, Straub & Sufi, 2019, 2020). O que também se relacionaria à taxa de juros, como falaremos mais à frente.

Pela ótica pós-keynesiana esse efeito causal se mostra mais intuitivo, uma vez que o aumento da poupança agregada, na forma de redução dos gastos com consumo, tudo mais constante, depreciaria a demanda agregada; que aliada ao processo de aumento da desigualdade, causaria nova redução de demanda efetiva que por sua vez reduziria a renda das famílias, em especial dos trabalhadores, que passariam a tomar crédito como forma de manutenção do seu padrão de vida. Este é o mecanismo explicitado em Stockhammer (2012), Van Treeck (2012) e Dutt (2011) como demonstrado na seção 1.2.

A segunda reflexão é sobre outra dinâmica, que é em aparência contraditória: a de que a níveis inferiores de taxa básica de juros haja maior (e crescente) endividamento agregado. Novamente a desigualdade serviria de pano de fundo capaz de explicar tal dinâmica macroeconômica. Em primeiro lugar porque a taxa de juros que incide sobre os consumidores depende da renda, isto é, famílias com menor renda geralmente pagam maiores taxas de juros e tem acesso mais limitado ao crédito, especialmente em momentos de deflação pós-crise (Minsky, 1986). Mas o mesmo seria válido em situações de crescimento econômico, já que a chance de inadimplência desses consumidores é maior.

Outro motivo se dá porque a dinâmica da taxa de juros é diretamente associada à dinâmica de crédito anteriormente descrita. Na ótica do arcabouço Novo-Keynesiano a dinâmica está clara, a desigualdade aumentaria poupança agregada que continuamente reduziria a taxa de juros e ao mesmo tempo ofereceria mais crédito às famílias. Já na ótica do arcabouço Pós-Keynesiano, o crescimento da demanda por crédito como substituto da renda também possuiria caráter depreciador da taxa de juros: o sistema bancário, que criaria moeda ao ofertar crédito nesse arcabouço, ao conceder empréstimos para cobrir tal demanda iria também demandar mais moeda do banco central para acomodar reservas. Uma vez havendo tal demanda por moeda, o Banco Central teria incentivo para aumentar a base monetária novamente depreciando a taxa de juros básica da economia.

3.2. A dinâmica entre as três variáveis

É claro, entretanto, que o aumento da concessão de crédito não é em si um problema se este for coberto, isto é, se não significar um crescimento da proporção endividamento-renda. Portanto, o crescimento do endividamento se tornaria um problema pela estagnação da renda. Por isso, além da revisão até aqui empregada de relação entre esses três fatores, agora faremos um exercício lógico como uma terceira reflexão de como a relação entre essas três variáveis se mostra indissociável em economias com alto grau de financeirização da renda das famílias.

O exercício lógico e teórico, assim como comprovação empírica, dos efeitos da desigualdade e endividamento das famílias sobre o crescimento de longo prazo já foi amplamente apresentado neste trabalho. Pela ótica do *zero lower bound*, como demonstrado em Mian, Straub & Sufi (2019, 2020) o crescimento da desigualdade, assim como das condições de tomada de crédito, associadas a políticas monetárias expansionistas, gerariam efeito constante de queda da taxa de juros que, após a chegada ao limite inferior de juros, levaria à demanda endividada que teria como consequência baixo crescimento ou estagnação. Pela ótica da economia determinada pela demanda, exceto pelo caso de economias lideradas pelo endividamento (Palley, 1996), o aumento do endividamento dos trabalhadores com crescente desigualdade de renda acarretaria forte tendência estagnacionista (Dutt, 2011; Hein, 2015; Mason & Jayadev, 2014). Dessa forma, pelo menos a partir dessas abordagens, o crescimento da desigualdade e do endividamento, tudo o mais constante, levaria à queda no crescimento de longo prazo. É importante notar que por mais que não contemple toda a causalidade exposta, a teoria da demanda endividada não é contraditória àquelas apresentadas em Summers (2014b), Krugman (2014), Eggertsson & Mehrotra (2014).

Se desigualdade e endividamento juntos trariam a estagnação, o mesmo pode ser dito para outras combinações das três variáveis? Vamos analisar. Como também já apresentado, o crescimento da desigualdade em um contexto de estagnação ou baixo crescimento elevaria o endividamento privado. Isso porque, com amplo acesso ao crédito pelas famílias, o aumento da desigualdade estaria relacionado com o aumento da

poupança agregada (Summers, 2014b; Krugman, 2014; Mian, Straub & Sufi, 2020) e da oferta de crédito, ou ao aumento da demanda por crédito (Dutt, 2011; Rajan, 2010; Hein, 2015). Em um cenário de estagnação, com baixo crescimento da renda real, a dinâmica de ampla concessão de crédito (seja puxada pela oferta ou pela demanda) apresentaria consequente tendência ao endividamento, que por sua vez seria atendida pelos mecanismos de financeirização da renda familiar (Pistor, 2012; Schularik & Taylor, 2012; Mehrling, 2016).

Pela literatura até aqui observada, podemos também fazer a descrição lógica do processo que nos falta. O crescimento do endividamento das famílias, em um contexto de baixo ou nenhum crescimento, eleva a desigualdade? A base teórica parece apontar nessa direção. Ao menos no *zero lower bound*, como descrito em Mian, Straub & Sufi (2020), o aumento do endividamento seria diretamente relacionado ao aumento da desigualdade uma vez que transferiria renda de famílias mais pobres para famílias mais ricas via serviço da dívida. Os únicos cenários em que essa realidade não se concretizaria seriam se o maior endividamento estivesse relacionado com maior crescimento econômico, seja em uma economia liderada pela dívida (Palley, 1996) ou outro mecanismo, mas nesses casos a maior tomada de crédito seria incompatível com a estagnação.

Esse exercício lógico levanta a hipótese, ao menos do ponto de vista teórico, de que a tríade desigualdade, endividamento e estagnação andam juntas do ponto de vista de dinâmica macroeconômica. De forma que a incidência de aumento de ao menos duas das variáveis, tudo mais constante, geraria tendência de aumento da terceira - em uma economia com ampla liberalização financeira. Esse resultado seria condizente tanto com a teoria do arcabouço Pós-Keynesiano como com a dinâmica Novo-Keynesiana no *zero lower bound*.

A quarta reflexão aqui levantada, apresentada também como conclusão de vários autores da literatura abordada neste trabalho, é a possibilidade de que uma vez iniciado uma dinâmica de aumento da desigualdade e do endividamento, essa dinâmica apresente um caráter estagnacionista que se reafirma. Isto é, que tenderia a se intensificar na ausência de políticas econômicas não convencionais.

Pelo arcabouço Novo-Keynesiano, no limite inferior de juros essa realidade se reafirmaria pela armadilha de liquidez (Summers, 2014b; Koo, 2011; Krugman & Eggersson, 2012; Mian, Straub & Sufi, 2020). Isto é, incapaz de reduzir a taxa de juros e com famílias (e empresas) endividadas, a demanda agregada se manteria abaixo do potencial gerando menor renda para esses agentes econômicos, o que agravaria a situação de endividamento e de desigualdade pela transferência de renda pelo serviço da dívida (Mian, Straub & Sufi, 2020). Mesmo havendo grande controvérsia sobre as políticas capazes de retirar a economia de tal dinâmica, por exemplo a apresentada entre Mian, Straub & Sufi (2020) e Rachel & Summers (2019), há um consenso de que a condução convencional de política monetária e fiscal seria incapaz de corrigir tal dinâmica.

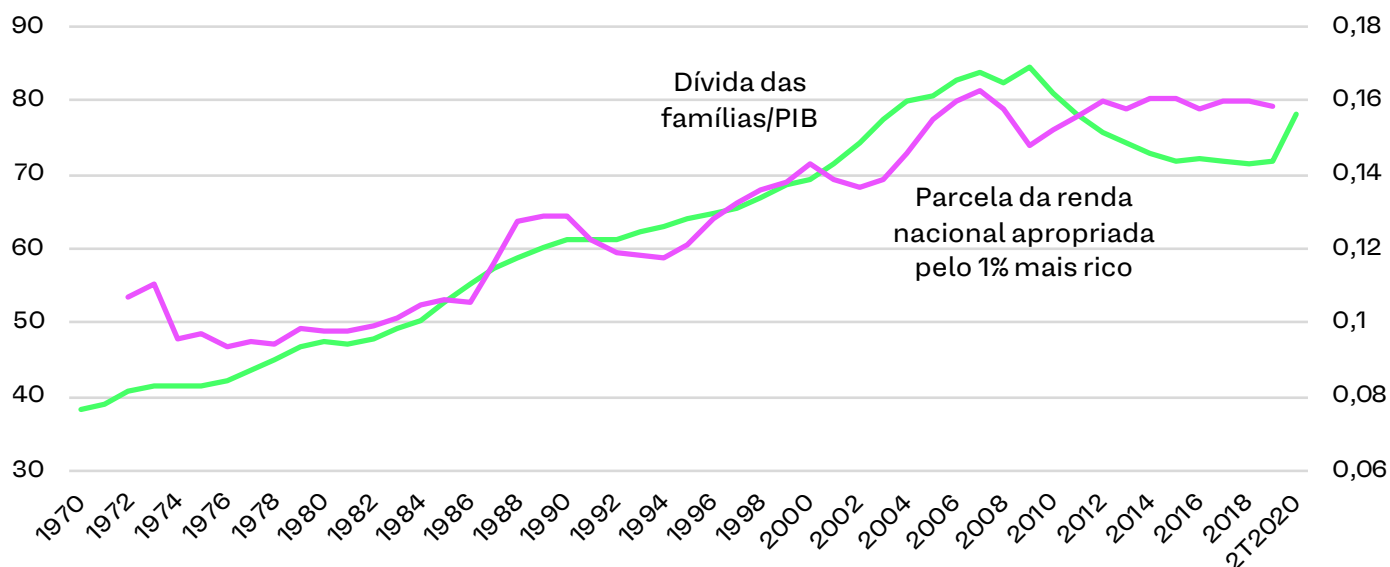
No arcabouço Pós-Keynesiano, essa realidade se retroalimentaria pelo ajustamento do produto à demanda efetiva. Seja por um aumento da demanda dos trabalhadores por crédito (Dutt, 2011; Van Treeck, 2012; Hein, 2015), seja pelo aumento do endividamento via efeito renda (Mason & Jayadev, 2014), um maior grau de endividamento estaria ligado, na literatura recente, à uma dinâmica *debt-burdened* em que o endividamento geraria aumento da desigualdade e conseqüente queda da demanda agregada no longo prazo, que causaria nova redução da renda que geraria novo aumento da demanda por crédito para manutenção do consumo e/ou aumento da proporção endividamento-renda pela queda da renda real.

Retomamos essas dinâmicas já amplamente apresentadas anteriormente para apresentar possíveis canais em que as tendências de longo prazo do aumento da desigualdade, do endividamento das famílias e da queda do crescimento tendem a se autorreproduzir, sendo crucial o desenvolvimento de políticas econômicas que ataquem essas questões em específico. Em especial políticas macroeconômicas que tenham como objetivo a manutenção e crescimento da renda das famílias de baixa renda, seja pela transferência de renda, por políticas voltadas a renegociação de dívidas ou por valorização da renda do trabalho. O que parece patente, e se apresenta como reflexão nessa análise, é que políticas que visam o combate à desigualdade de renda não possuem um caráter apenas de justiça social como apresentado por muito tempo pela teoria econômica, mas possuem também caráter fundamental da dinâmica macroeconômica de crescimento no longo prazo.

3.3. Da Grande Recessão à pandemia de Covid-19

Até aqui, abordamos em todo este trabalho análises sobre fenômenos de longo prazo da economia, tendências que viriam desde a década de 1980 – aumento da desigualdade, crescimento do endividamento familiar e queda das taxas de crescimento do PIB. Além disso, a maior parte da literatura central aqui revisada foi constituída pós-2008. Como essa literatura expressou, tanto teórica como empiricamente, essas tendências são persistentes desde a década de 1980. Entretanto, como o Gráfico 1 demonstra, há uma mudança de trajetória das variáveis desigualdade e endividamento pós-2008, que apesar de não apontar reversão das tendências seculares, pode trazer algumas reflexões.

GRÁFICO 1. ENDIVIDAMENTO FAMILIAR (eixo da esquerda) E DESIGUALDADE (eixo da direita) NOS PAÍSES DESENVOLVIDOS



Nota: dados para Alemanha, Canadá, Japão, EUA e Reino Unido ponderados pelo PIB de 1980 em PPC. Dados não disponíveis para renda do top 1% para 2020 e dados de dívida familiar disponíveis só até 2º trimestre de 2020.

Fonte: Elaboração própria com base em dados do FMI, FRED, BIS, CEIC, WID

Sobre a trajetória do endividamento familiar, expresso como dívida das famílias em proporção do PIB (*Household debt/GDP*), há para os países observados, a priori, um aumento leve do endividamento com a chegada da crise e depois uma queda constante até estabilização em aproximadamente 75% do PIB em 2015. Por um lado, essa queda pode ser explicada pela inadimplência (Mason & Jayadev, 2014), pela renegociação das dívidas e pela queda recorde de taxa de juros (fruto da expansão monetária extraordinária posta em curso à época). A inadimplência poderia ser associada ao próprio advento do estouro da bolha, e a renegociação das dívidas pelos bancos a um contexto pós-crise de fragilidade financeira e grande socorro do Estado às instituições financeiras. Mian, Straub & Sufi (2020) destacam que a queda do endividamento familiar vem acompanhado de um grande aumento do endividamento público, associado principalmente ao socorro de grandes empresas financeiras e não financeiras. Essa política monetária e fiscal não convencional poderia ter gerado às condições para uma dinâmica financeira mais saudável, com bancos renegociando dívidas anteriores e revendo suas políticas de concessão de crédito.

Nesse sentido, seria possível acreditar que a queda do endividamento familiar seria uma medida sustentável, fruto de uma mudança estrutural do sistema financeiro após perceber como o crédito às famílias gerava instabilidade financeira, e mesmo pressões estagnacionistas sobre o crescimento. Por outro lado, como aponta Mian, Straub & Sufi (2020), a queda da taxa de juros e o recrudescimento dos sistemas de concessão de crédito, não reverteram o alto grau de endividamento das famílias de renda baixa e média, nem o fluxo de transferência de renda do serviço da dívida. A estabilização do endividamento em

grau elevado (acima do patamar de 2001 para aquele conjunto de países) nos leva à reflexão de que as políticas extraordinárias implementadas no pós-crise, assim como a mudança do padrão de concessão de crédito, teriam freado uma tendência secular de crescimento do endividamento, mas sem reverter o seu produto final: uma demanda endividada.

Isso se relaciona ao crescimento da renda real. O Gráfico 1 aponta que a desigualdade de renda, expressa pela renda apropriada pelo 1% mais rico, teria primeiro retraído com a crise (fruto do colapso financeiro) nesse conjunto de países, mas logo se reestabelecido em patamar alto e constante (próximo ao máximo da série histórica disponível pelo *World Inequality Database*). A desigualdade, quando vista pela ótica do baixo crescimento da renda real dos mais pobres, como já expresse amplamente neste trabalho, poderia estar associada ao alto endividamento familiar (mesmo com juros baixos) e com a estagnação. Mian, Straub & Sufi (2019) argumentam nessa direção, apontando que o alto grau de endividamento manteria um fluxo de renda constante aos rentistas, sustentando a desigualdade e uma demanda endividada.

Dessa forma, a relativa estabilização da desigualdade e do endividamento no pós-2008 não reverteriam uma realidade de estagnação impulsionada pelo alto endividamento e alta desigualdade. Além disso, essa estabilização de nenhuma forma invalidaria às relações descritas na literatura sobre a relação entre essas variáveis e o crescimento de longo prazo nos países desenvolvidos. Por outro lado, ela levanta algumas reflexões. Primeiro, se as variáveis teriam chegado a níveis máximos, correspondentes à estagnação e a juros mínimos, sendo a continuação do aumento do endividamento familiar insustentável do ponto de vista de estabilidade financeira e do crescimento econômico. Ou, por outro lado, se essa estabilização não seria correspondente apenas à um momento de reversão de expectativas, como no caso descrito por Minsky (1986) para o crédito às empresas, sendo uma retomada dessas tendências provável em caso de retomada das expectativas, especialmente do mercado financeiro-bancário.

De toda forma, o advento da pandemia de Covid-19 trouxe uma nova realidade de choque adverso para essas tendências. Ainda é muito cedo para tomar quaisquer conclusões sobre os efeitos de longo prazo que a pandemia terá sobre a desigualdade, o endividamento e a estagnação. De acordo com os dados do Fed, disponíveis até o meio do ano de 2020, a interrupção da atividade em função da pandemia teria aumentado drasticamente o endividamento familiar no curto prazo. E, embora ainda não haja dados específicos, se pandemias e epidemias servem de guia, a desigualdade deve aumentar (Furceri et al., 2020).

Entretanto, as consequências para esses processos dependerão da condução de política econômica. Nunca na história dos EUA, por exemplo, o governo havia realizado pacotes fiscais de transferência de renda como aqueles realizados em 2020 e em 2021. Dessa forma, a realidade nefasta da pandemia, poderia também servir como álibi para a realização de medidas não-convencionais que provavelmente não seriam realizadas em situações ordinárias. Do outro lado da balança, na maior parte do mundo a miséria deve

aumentar em função da pandemia³, houve concentração dos mercados com a falência de inúmeras micro e pequenas empresas e a rápida recuperação do mercado financeiro aponta para continuidade do processo de liberalização financeira.

Uma coisa que a história nos ensinou é que grandes eventos econômicos podem mudar completamente tendências anteriores a eles, a outra é que geralmente os reais efeitos desses fenômenos são mais bem observados com a distância temporal. Se ainda é extremamente incerto o que acontecerá com as tendências observadas neste trabalho, é improvável que a desigualdade de renda e o endividamento familiar deixem de ser relevantes para a economia.

Conclusões

Neste trabalho fizemos uma ampla revisão da relação entre as variáveis desigualdade de renda, endividamento familiar e estagnação secular em diferentes abordagens teóricas recentes. O aumento da desigualdade e do endividamento privado na maioria dos países desenvolvidos nas últimas décadas parecem variáveis relevantes para a dinâmica de queda da taxa de crescimento desses países. Nesse sentido, não apenas o debate da Estagnação Secular se beneficiaria de maior atenção a essas variáveis, como também a ciência macroeconômica como um todo. Parece fundamental que o chamado *mainstream* econômico e a condução de políticas macroeconômicas leve em consideração o papel da distribuição de renda e das variáveis financeiras na determinação da dinâmica macroeconômica no curto e no longo prazo. Neste sentido, outros arcabouços teóricos têm muito a contribuir.

Nessa direção, a inclusão do *zero lower bound* como componente fundamental da dinâmica macroeconômica recente aproximou parte do *mainstream* de conclusões há muito tempo defendidas por economistas do arcabouço Pós-Keynesiano. Entre elas o papel da desigualdade de renda como fator depreciador da demanda (Summers, 2014b; Krugman, 2014; Kalecki, 1954) e do papel do endividamento das famílias como fator que corrobora com o aumento da desigualdade e estagnação pela incidência de uma demanda endividada (Mian, Straub & Sufi, 2020; Rajan, 2010; Dutt, 2011; Stockhammer, 2012). Ao mesmo tempo, a lógica de determinação do produto de longo prazo permanece muito distinta entre os dois arcabouços e a rigidez nominal representada pelo limite inferior de juros passa a representar fator cada vez mais necessário para toda a dinâmica econômica da abordagem Novo-Keynesiana.

Além disso, a partir da literatura aqui revisada, levantamos algumas reflexões sobre a dinâmica macroeconômica recente dos países desenvolvidos, em especial dos EUA. Primeiro, que a desigualdade pode ser vista como pano de fundo causal capaz de explicar duas realidades aparentemente contraditórias que vivem esses países: (1) maior

³ Baseado no Relatório dos Países Menos Desenvolvidos de 2020, da Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento

endividamento agregado com maior grau de poupança agregada e (2) um maior nível de endividamento agregado com menores taxas de juros básicas na economia. Em segundo lugar, sugerimos as reflexões teóricas de que: (3) a tríade desigualdade, endividamento e estagnação seria indissociável em uma economia com alta financeirização da renda das famílias, sendo possível afirmar que a variação de duas das três variáveis exerceria pressão sobre a terceira na mesma direção; e que (4) a dinâmica de aumento desses três fatores se reafirmaria continuamente, dependendo de políticas não convencionais para mudar essa tendência. Nesse sentido, por fim, levantamos reflexões sobre (5) como o advento da Grande Recessão, com as políticas extraordinárias que a sucederam, podem ter afetado essas tendências, apesar de não reverter os seus efeitos; e (6) como a pandemia de Covid-19 traz novas incertezas quanto ao aprofundamento ou não dessas tendências seculares. Ainda pouco fundamentadas, essas reflexões sugerem possíveis hipóteses de investigação futura que poderiam auxiliar a tomada de decisões de política econômica.

O cenário econômico com o qual o ano de 2021 se inicia torna a revisão da literatura e as reflexões aqui apresentadas ainda mais primordiais. O alto nível de desemprego e de endividamento público e privado na saída da pandemia de Covid-19, vindo de uma década de desaceleração do crescimento global e baixa inflação - além da tendência de longo prazo de queda das taxas de crescimento e do alto nível de endividamento familiar nos países desenvolvidos - apresentam grandes desafios à condução de políticas econômicas. Dentro desse contexto, se mostra fundamental à teoria macroeconômica explorar mais a fundo os efeitos da distribuição de renda sobre o crescimento de longo prazo, levando em consideração o cenário de alta financeirização das rendas familiares em um mundo cada vez mais globalizado.

Referências Bibliográficas

BALDWIN, Richard; TEULINGS, Coen; (eds.): **Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures**. A VoxEU.org eBook, London: Centre for Economic Policy Research (CEPR). 2014

BARRO, Robert. **Inequality and Growth Revisited**. ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration, No. 11, Asian Development Bank (ADB), Manila, 2008

BHADURI, Amit; MARGLIN, Stephen. **Unemployment and the Real Wage: the Economic Basis for Contesting Political Ideologies**. Cambridge Journal of Economics, vol. 14, no. 4, 1990, pp. 375–393. 1990.

BLANCHARD, Olivier. **Public debt and low interest rates**. American Economic Review 109 (4): 1197–229. 2019

BLECKER, Robert. **Wage-led versus profit-led demand regimes: the long and the short of it**. Review of Keynesian Economics, 2015

CARROL, Cristopher. **Portfolios of the Rich**. National Bureau of Economic Research. Cambridge, Massachusetts, 2000

DUTT, Amitava. **Maturity, Stagnation and Consumer Debt: a Steindlian Approach**, Metroeconomica, vol. 57, pp. 339-364. 2006

DUTT, Amitava. **Growth and Income Distribution: A Post-Keynesian Perspective**, em Hein E. and Stockhammer E. (eds.), A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 61-87. 2011

DYNAN, Karen; SKINNER, Jonathan; ZELDES, Stephen. **Do the Rich Save More?**. National Bureau of Economic Research. Cambridge, Massachusetts, 2004

EGGERTSON, Gauti; MEHROTRA, Neil; **A Model of Secular Stagnation**. NBER Working Paper No. 20574. October 2014

EGGERTSSON, Gauti; LANCASTRE, Manuel; SUMMERS, Lawrence. **Aging, Output Per Capita and Secular Stagnation**. NBER Working Paper 24902. Agosto 2018

EGGERTSON, Gauti; MEHROTRA, Neil; ROBBINS, Jacob. **A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation**. American Economic Journal: Macroeconomics, 11 (1): 1-48. DOI: 10.1257/mac.20170367. 2019

EICHENGREEN, Barry. **Secular stagnation: A review of the issues**. Em: Teulings, C., Baldwin, R. (eds.), Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures. A VoxEU.org eBook, London: Centre for Economic Policy Research (CEPR). 2014

ELSBY, Michael, HOBIJN, Bart; SAHIN, Ayşegül. **The decline of the US labor share.** Brookings Papers on Economic Activity 44 (2): 1–63. 2013

FISHER, Irving. **The Debt-Deflation Theory of Great Depressions,** *Econometrica*, Vol. 1, no. 4. 1933

FMI. **Understanding the downward trend in labor income shares.** In Chapter 3 of *World Economic Outlook: Gaining Momentum?* Washington, DC: International Monetary Fund. 2017

FURCERI, Davide; LOUNGANI, Prakash; OSTRY, Jonathan; PIZZUTO, Pietro. **COVID-19 will raise inequality if past pandemics are a guide.** VoxEU CEFR. 2020

GORDON, Robert. **Secular Stagnation on the Supply Side: U.S. Productivity Growth in the Long Run.** Northwestern University, Evanston, IL, USA, 2015

HANSEN, Alvin. **Economic Progress and Declining Population Growth.** *The American Economic Review*, 1938

HEIN, Eckhard. **‘Financialisation’, distribution, capital accumulation and productivity growth in a post-Kaleckian model,** *Journal of Post Keynesian Economics*, 34: 475- 496. 2012

HEIN, Eckhard. **Secular stagnation or stagnation policy? Steindl after summers.** Working Paper, No. 846, Levy Economics Institute of Bard College, Annandaleon-Hudson, NY. 2015

KALECKI, Michael. **The Theory of Economic Dynamics.** *Theory of Economic Dynamics*, London: George Allen and Unwin. 1954

KARABARBOUNIS, Loukas; NEIMAN, Brent. **The global decline of the labor shares.** *Quarterly Journal of Economics* 129 (1): 61–103. 2013

KATS, Lawrence; MURPHY, Kevin. **Chances In Relative Wages, 1963-1987; Supply And Demand Factors.** NBER Working Paper Series, Cambridge MA, 1992

KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest and Money.** Em: *The Collected Writings of J.M. Keynes*, Vol. VII, London, Basingstoke: Macmillan 1973 (1936).

KEYNES, John Maynard. **The long-term problem of full employment.** Em: *The Collected Writings of J.M. Keynes*, Vol. XXVII, London: Macmillan, 1980 (1943)

KOO, Richard. **The Holy Grail of macroeconomics: lessons from Japan's great recession.** John Wiley & Sons. Tóquio, novembro de 2011

KOO, Richard. **The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics.** Real-world economics review, nº 58. Nomura Research Institute. Tóquio, 2012

KRUGMAN, Paul; DOMINGUEZ, Katharyn; ROGOFF, Keneth; **It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap.** Brookings Papers on Economic Activity, nº2, 1998

KRUGMAN, Paul; EGGERTSSON, Gaudi. **Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: a Fisher-Minsky-Koo Approach.** New York, 2012

LAVOIE, Marc. **Post-Keynesian Economics: New Foundations,** Cheltenham, UK, Edward Elgar. 2014

MASON, J.W.; JAYADEV, Arjun. **"Fisher Dynamics" in US Household Debt, 1929–2011.** American Economic Journal: Macroeconomics 2014, 6(3): 214–234. <http://dx.doi.org/10.1257/mac.6.3.214>. 2014

MEHRLING, Perry. **Shadow banking's enduring perils.** Institute for New Economic Thinking, Finance Article, publicado em 9 de maio de 2016. Disponível em: <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/shadow-bankings-enduring-perils>

MINSKY, Hyman. **Stabilizing an Unstable Economy.** New Haven: Yale University Press, 1986

MIAN, Atif; STRAUB, Ludwig, SUFI, Amir. **The Saving Glut of the Rich and the Rise in Household Debt.** 2019

MIAN, Atif; STRAUB, Ludwig, SUFI, Amir. **Indebted Demand.** CESifo Working Papers, Munique, 2020

PALLEY, Thomas. **Inside debt, aggregate demand, and the Cambridge theory of distribution,** *Cambridge Journal of Economics*, vol. 20, 465–74). 1996

PIKETTY, Thomas; SAEZ, Emmanuel. **Income inequality in the united states, 1913-1998.** Quarterly Journal of Economics. 2003

PIKETTY, Thomas. **Capital in the Twenty-First Century.** Belknap Press: An Imprint of Harvard University Press. 2014

PISTOR, Katharina. **Towards a Legal Theory of Finance.** European corporate governance institute (ecgi) law working paper no. 196/2013; columbia law & economics working paper no. 434, 2012

RACHEL, Lukasz; SUMMERS, Lawrence. **On Secular Stagnation in the Industrialized World.** National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, agosto 2019

RAJAN, Raghuram. (2010), **Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy**, Princeton University Press, 2010

SAUNGWEME, Talknice; ODHIAMBO, Nicholas. **The Impact of Public Debt on Economic Growth: A Review of Contemporary Literature**. *The Review Of Black Political Economy*, SAGE Journals, 2019

SCHULARIK, Moritz; TAYLOR, Alan. **Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008**. *American Economic Review*, Vol. 102, No. 2: Pages 1029-1061. April 2012

STEINDL Josef. **Maturity and Stagnation in American Capitalism**. Oxford: Blackwell, 2nd edition, New York, London: Monthly Review Press, 1976(1952).

STEINDL, Josef. **Stagnation theory and stagnation policy**. *Cambridge Journal of Economics*, 3, 1-14, reprinted in: Steindl, J., *Economic Papers, 1941-88*, Basingstoke: Macmillan, 1990(1979) (page numbers in the text refer to the original).

STOCKHAMMER, Engelbert. **Financialization, Income Distribution and the Crisis**. *Investigación Económica* 71, no. 279: 39-70. 2012

SUMMERS, Lawrence. **US economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero-lower bound**, *Business Economics*, 49 (2): 65-73. 40. 2014a

SUMMERS, Lawrence. **Reflections on the ‘New Secular Stagnation Hypothesis’**. Em: Teulings, C., Baldwin, R. (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. A VoxEU.org eBook, London: Centre for Economic Policy Research (CEPR). 2014b

VAN TREECK, Till. **Did inequality cause the U.S. financial crisis?** *IMK Working Paper*, No. 91, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf, 2012

WICKSELL, Knut. **Interest and Prices**. London, 1936