



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

DIOGO VALENTE LEAL

**A BOLHA IMOBILIÁRIA: A EXPANSÃO ARTIFICIAL DO CRÉDITO COMO
FATOR DETERMINANTE NO SEU SURGIMENTO SEGUNDO A VISÃO
AUSTRIACA DOS CICLOS ECONÔMICOS.**

**SALVADOR
2010**

DIOGO VALENTE LEAL

**A BOLHA IMOBILIÁRIA: A EXPANSÃO ARTIFICIAL DO CRÉDITO COMO
FATOR DETERMINANTE NO SEU SURGIMENTO SEGUNDO A VISÃO
AUSTRIACA DOS CICLOS ECONÔMICOS.**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de ciências Econômicas da Universidade Federal de Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.
Versão definitiva

Orientador: Profº Bouzid Izerrougene

SALVADOR

2010

DIOGO VALENTE LEAL

·
A BOLHA IMOBILIÁRIA: A EXPANSÃO ARTIFICIAL DO CRÉDITO COMO FATOR DETERMINANTE NO SEU SURGIMENTO SEGUNDO A VISÃO AUSTRÍACA DOS CICLOS ECONÔMICOS.

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em 16 julho de 2010.

Orientador: _____

Prof. Bouzid Izerrougene
Faculdade de Economia da UFBA

Prof. Dr. Luís Filgueiras
Faculdade de Economia da UFBA

Prof. Bruno Pinheiro
Faculdade de Economia da UFBA

RESUMO

Este estudo destina-se a estabelecer relações entre o surgimento da bolha imobiliária americana e a expansão do crédito pré-crise através da visão austríaca dos ciclos econômicos. Em primeiro lugar, a teoria austríaca dos ciclos econômicos é apresentada, ressaltando o modelo subjetivo de Ludwig Von Mises e apresentando as relações entre uma alteração no volume monetário em circulação e a existência de ciclos econômicos. Estas relações podem ser estabelecidas através de uma apresentação dos fundamentos da Escola Austríaca que envolvem a teoria do valor, a formação dos preços, a moeda e o tempo como fatores relevantes. Posteriormente, o foco de análise se torna a realidade econômica onde, em primeiro lugar, o sistema bancário é apresentado como responsável pela criação do crédito artificial. Segue-se com uma breve explanação sobre a crise de 29, chegando ao ponto crucial da bolha da Internet como fenômeno chave para o desenvolvimento da bolha imobiliária. Ainda, as políticas que direcionaram o crédito criado para o setor imobiliário americano são apresentadas, de forma que se torna possível concluir que as ações do governo americano culminaram com o desenvolvimento de uma nova crise econômica.

Palavras-chave: Bolha imobiliária. Crédito artificial. Ciclos econômicos. Escola Austríaca.

Federal Reserve. Políticas de incentivo ao crédito. Sistema bancário.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
2	A TEORIA AUSTRIACA DOS CICLOS ECONÔMICOS	9
2.1	A AÇÃO HUMANA	10
2.2	A TEORIA DO VALOR E A MOEDA NATURAL	12
2.2.1	A Teoria do Valor	12
2.2.2	Princípio da formação de preços e a Moeda Natural	14
2.3	A PREFERÊNCIA TEMPORAL DO CONSUMIDOR E A TAXA NATURAL DE JUROS	16
2.4	A TEORIA AUSTRIACA DOS CICLOS ECONÔMICOS	21
2.4.1	O Crédito Bom e o Crédito Ruim	23
2.4.2	Influência monetária nos preços relativos	25
2.4.3	O ciclo econômico	28
3	AS ORIGENS DA BOLHA IMOBILIÁRIA	31
3.1	O SISTEMA BANCÁRIO DE RESERVAS FRACIONÁRIAS E O BANCO CENTRAL	32
3.2	O FEDERAL RESERVE E O CICLO ECONÔMICO	36
3.2.1	O Federal Reserve e a crise de 29	37
3.2.2	Da bolha da Internet à bolha imobiliária	38
3.3	POLÍTICAS DE INCENTIVO AO CRÉDITO E MEIOS DE SECURITIZAÇÃO DE EMPRÉSTIMOS	45
3.3.1	Políticas governamentais de incentivo ao crédito imobiliário	45
3.3.2	A securitização de empréstimos: a Fannie Mae e a Freddie Mac	47
3.3.3	Financiamento Criativo	49
3.4	A ESCOLA AUSTRIACA E A BOLHA IMOBILIÁRIA	51
4	CONCLUSÃO	54
	REFERÊNCIAS	56

1 INTRODUÇÃO

Desde o século XIX, a partir do desenvolvimento do sistema de produção capitalista, o mundo vem sofrendo com crises econômicas recorrentes. O traço singular destas crises econômicas é a dificuldade de entrever com precisão a causa ou as causas que as deflagraram. (GARCIA, 2002). Várias teorias econômicas foram desenvolvidas numa tentativa de explicar este fenômeno cíclico do sistema econômico. Ludwig Von Mises (1881-1976) desenvolveu uma teoria econômica baseada no subjetivismo. O foco de sua análise está baseado na ação humana, ou seja, as escolhas do homem como o mecanismo fundamental na formação de um sistema econômico. É a partir do seu modelo subjetivo que Mises (1980; 1996) busca explicar o fenômeno dos ciclos econômicos, numa teoria que ficou conhecida como a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos.

Mises (1996) parte do princípio que todos os seres humanos buscam atingir uma situação melhor, no futuro, do que no presente. Esta busca é realizada através da ação humana que, para Mises (1996), é o conjunto das atitudes tomadas pelos agentes de acordo com o ambiente sócio-econômico em que vivem em um determinado momento numa tentativa de eliminar algum desconforto no presente. Este processo é realizado através das trocas e escolhas no mercado onde a moeda representa nominalmente o valor, através do sistema de preços. Os preços, para Mises (1996), são determinados pela convergência entre os desejos dos vendedores e compradores, ou seja, uma relação entre oferta e demanda.

Mises (1996), seguindo a linha de Böhm-Bawerk (1890), considerou o tempo como fator extremamente importante na análise econômica ao estabelecer que, dado todos os outros fatores constantes, o homem prefere consumir num período de tempo próximo a um período mais distante. Contudo, os fatores não permanecem constantes e o tempo é escasso. O homem está sempre se deparando com escolhas que objetivam atingir um estado melhor no futuro. Estas escolhas, porém, podem trazer satisfações diferentes, em períodos de tempo diferentes e, uma mesma escolha, poderá trazer satisfações diferentes dependendo do período de tempo em que ela é realizada. É da relação entre satisfações obtidas num futuro próximo e satisfações obtidas num futuro mais distante que surge o conceito de Mises (1996) sobre os juros. Os juros aparecem como um prêmio a ser ganho por se postergar

uma determinada escolha de consumo. Os agentes da economia, entretanto, analisam as escolhas de forma diferente entre si, existindo aqueles que exigem um prêmio maior do que outros para “atrasarem” suas escolhas e, assim, são formadas as preferências temporais do consumidor. A relação entre as preferências temporais do consumidor é que determinam as taxas de juros que, na teoria austríaca, representam a relação entre a oferta agregada de poupança e a demanda agregada por esta.

Os ciclos aparecem quando a taxa de juros sofre uma intervenção e é reduzida a níveis abaixo da taxa natural. Neste caso, há um aumento considerável do crédito na economia, através de uma expansão monetária, e novos investimentos são realizados fazendo com que a economia entre em um período de expansão. Este crescimento, porém, não é sustentável, porque o aumento do crédito não ocorre devido a um aumento do nível de poupança, mas de uma alteração no volume de moeda em circulação. Nesse caso, quando o crédito cessar e a taxa de juros voltar a subir, muitos empresários terão realizado maus investimentos que terão que ser sanados. Assim, segundo Mises, um período de crescimento artificial será, certamente, acompanhado por um período de crise que funciona como um reajuste ao crescimento anterior (ROTHBARD, 2000).

Durante os primeiros anos do século XXI, a economia americana viveu um período de alto crescimento no consumo. Esta expansão foi impulsionada especialmente pela subida acentuada nos preços do mercado imobiliário americano. O preço médio de uma casa, por todo o território americano, subiu cerca de 150% durante os anos de 1998 e 2006 (WOODS 2009). De 2000 a 2005, o preço médio de venda de uma casa de família básica cresceu cerca de um terço, de U\$ 143.600 para U\$ 219.600. Esta grande valorização do mercado imobiliário se deveu à forte expansão da demanda, decorrente de um grande aumento nas redes de financiamento imobiliário. O financiamento imobiliário se expandiu em razão das taxas baixas de juro e do estímulo do governo americano à compra da casa própria (SOWELL, 2009).

A Escola Austríaca trata os ciclos econômicos como resultado de uma influência direta dos bancos na quantidade de moeda em circulação, tendo o banco central, com seus poderes monopolistas sobre a emissão de moeda, um agente principal de controle desta moeda. Logo, há de se supor que o Federal Reserve teve papel crucial para o desenvolvimento de

expansão e na crise iniciada no setor imobiliário ao manter sua taxa básica de juros¹ a níveis extremamente baixos, fazendo com que a oferta monetária fosse expandida durante esse período de valorização dos imóveis. Outra questão pertinente é que houve um aumento dos preços em um nível muito maior no mercado imobiliário do que em outros setores da economia e, por isso, tem de se considerar as políticas americanas de incentivo à casa própria como responsáveis pelo direcionamento do crédito criado. (ROTHBARD, 1994; WOODS, 2009).

A primeira parte deste trabalho é dedicada à apresentação dos fundamentos da teoria austríaca dos ciclos econômicos. Partindo do conceito de ação humana, faz-se uma análise de como as escolhas dos indivíduos são responsáveis pelo desenvolvimento da teoria do valor de Mises (1996) e como se dá a formação dos preços e o surgimento da moeda natural na Escola Austríaca. O tempo aparece como fator importante na análise, já que as relações preferências temporais são fundamentais na formação de uma taxa natural de juros e, por isso, possui uma seção específica. Avançando no capítulo, a teoria dos ciclos é apresentada.

A segunda parte do trabalho faz uma relação entre a teoria apresentada e fenômenos da realidade econômica, especificamente, o desenvolvimento da bolha surgida no mercado imobiliário americano. Primeiro, os mecanismos de expansão do volume de moeda em circulação utilizados pelos bancos comerciais e centrais são apresentados. Em seguida, é demonstrado como o banco central americano atuou de forma direta nos períodos de ciclos, especialmente no que se refere à bolha imobiliária. Por fim, considera-se que as políticas americanas de incentivo à casa própria direcionaram o crédito criado para o setor imobiliário e que as baixas taxas de juros, junto com incentivos governamentais, desenvolveu o financiamento criativo.

¹ Taxa dos Fundos Federais. Esta taxa é aquela que os bancos cobram entre si para cobrir o overnight, ou seja, é a taxa interbancária americana.

2 A TEORIA AUSTRÍACA DOS CICLOS ECONÔMICOS

A escola austríaca de economia surgiu em 1871 com a publicação do livro *Princípios de Economia Política* de Carl Menger (1840-1921). Neste livro, Menger buscou construir novos fundamentos econômicos com vista em reedificar a Ciência Econômica e desenvolveu uma teoria econômica baseada no ser humano como um “ator criativo e protagonista de todos os eventos sociais” (SOTO, 2000, p. 114). Sua teoria foi elaborada na base do subjetivismo e foi capaz de explicar formalmente o surgimento espontâneo de todas as instituições sociais (econômicas, jurídicas e lingüísticas) entendidas como esquemas pautados no comportamento humano.

Transformar o comportamento humano num principal meio de análise do desenvolvimento econômico foi a parte mais importante na teoria de Menger, a qual impulsionou o desenvolvimento do pensamento subjetivo de Ludwig Von Mises. Ao afastar-se do objetivismo da escola clássica anglo-saxônica, Menger criou as bases do pensamento austríaco contemporâneo. Seu discípulo mais brilhante, Eugen Von Böhm-Bawerk (1851-1914) deu continuidade ao impulso de Menger na teoria subjetiva.

Böhm-Bawerk, além de aperfeiçoar a teoria subjetiva, expandiu de forma notável a sua aplicação ao campo da teoria do capital e do juro. Na sua obra *Capital and Interest* (Capital e Juro), realizou uma análise dinâmica dos preços que se tornou a base de construção da teoria austríaca do capital. Sua análise subjetiva da preferência temporal do consumidor como fator determinante na formação de juros foi o alicerce fundamental para a construção da teoria dos ciclos econômicos de Ludwig Von Mises, influenciando diretamente na análise que este fez do juro.

Ludwig Von Mises (1881-1976) foi capaz de desenvolver o modelo criado por Menger e aplicá-lo em uma série de novos campos no âmbito da economia, dando um impulso à Escola Austríaca no século XX. Para Soto, “o que distingue a Escola Austríaca e lhe há de proporcionar fama imortal é precisamente o fato de ter desenvolvido uma teoria da ação econômica e não da ‘não ação’ ou ‘equilíbrio econômico’” (MISES 1978 apud SOTO, 2000, p. 167).

Este capítulo tem como objetivo desenvolver os principais fundamentos econômicos da Escola Austríaca, buscando neles uma explicação para a ocorrência dos ciclos econômicos. Neste aspecto, tem de se analisar o comportamento dos agentes no mercado a partir da praxeologia misesniana, a formação dos preços, o surgimento da moeda e a formação dos juros, para que, por fim, se entenda a explicação do ciclo econômico na abordagem austríaca.

2.1 AÇÃO HUMANA

A Escola Neoclássica desenvolveu sua teoria tomando como base a *teoria da decisão* onde os agentes econômicos, sujeitos à restrição, buscam a maximização de seus atos, através de um conceito estrito de racionalidade. Nisto, a Escola Austríaca difere do pensamento neoclássico. Os neoclássicos partem de uma metodologia baseada no objetivismo e consideram o processo de decisão dos agentes como algo extremamente racional, desconsiderando a possibilidade de erros nos processos de decisões. Os economistas da Escola Austríaca avançam que uma simples do processo de decisão dos agentes e do funcionamento da economia, pode mostrar que as idéias neoclássicas não condizem com a realidade econômica quando tratada como um todo. (GUTHMAN, 2007)

Fugindo do paradigma dominante neoclássico, Ludwig Von Mises desenvolveu sua teoria baseando-se no subjetivismo de Menger e estabelecendo um novo método de análise da realidade econômica, que ele denominou de praxeologia (MISES, 1996 p. 3). A praxeologia é a “teoria geral da ação humana” (MISES, 1996, p. 3) que, distanciando-se dos economistas clássicos, estabelece as ações humanas como foco do estudo econômico.

A ação humana é definida como um comportamento propositado, uma força de vontade humana colocada em operação e transformada em uma ação, objetivando atingir um determinado fim ou objetivo, “é a resposta do ego aos estímulos e às condições do ambiente” (MISES, 1996, p. 10). Ação Humana não é só uma questão de preferência revelada, mas as atitudes tomadas ou não tomadas pelo indivíduo de acordo com sua vontade, numa busca para atingir um estado mais satisfatório no futuro do que no momento

da escolha, o presente. A Ação Humana representa, ao mesmo tempo, uma escolha e uma renúncia, já que quando um indivíduo opta por uma determinada ação, ele é incapaz de realizar, no mesmo período de tempo, uma outra ação. De uma forma simplificada, a ação humana é o conjunto das atitudes tomadas pelos agentes de acordo com o ambiente sócio-econômico em que vivem em um determinado momento numa tentativa de eliminar o que Mises (1996) chama de desconforto no presente.

Os seres humanos estão sempre em busca de atingir, no futuro, um nível mais satisfatório do que o momento atual. A busca por mais e melhor comida, melhores casas e roupas, e diversas outras coisas que tragam uma satisfação maior no futuro será desenvolvida através de ações que objetivarão estes fins. Estas ações são, na verdade, escolhas tomadas pelos indivíduos: trabalhar ou não trabalhar, consumir mais ou menos, consumir *a* ou consumir *b*, produzir *a* ou produzir *b*. As escolhas, então, são os meios utilizados para atingir determinado fim ou fins que trarão uma maior satisfação para o indivíduo, numa relação de causa e efeito. (MISES, 1996)

A Ação Humana visa à mudança para um estado melhor e mudança é um conceito que está inteiramente ligado à noção de seqüência temporal. O tempo, na Escola Austríaca, é tratado como um fator altamente escasso e tem de ser tratado como os fatores escassos são tratados. As ações humanas buscam sempre alocar o tempo da melhor forma possível, ou seja, estabelecem os meios para atingir os fins, baseando-se fundamentalmente na questão temporal. Mises (1990, p. 101/102) diz que mesmo um homem que possui a capacidade de satisfazer todos os seus desejos e necessidades imediatamente sem o dispêndio de trabalho, ele terá que preparar uma agenda de quais desejos e necessidades serão atendidos primeiro, já que existem desejos e necessidades que não podem ser consumidos ao mesmo tempo. “Para este homem, o tempo também seria considerado escasso e sujeito ao critério de ‘mais cedo’ e ‘mais tarde’.” (MISES, 1996, p. 102)

Quando se parte do pressuposto que o tempo é escasso e que não pode ser recuperado, pode-se definir que a ação humana irá atribuir uma escala de valor entre suas mais e menos urgentes necessidades. Para o homem em ação (*acting man*), existem vários graus de relevância e urgência no que diz respeito ao seu bem-estar. Quando um homem ativo

escolhe comprar uma televisão e não um rádio, produzir um carro e não um bem de capital, ele está atribuindo uma escala de valor através de uma ação, uma atitude, uma escolha.

Diante dessa introdução à Teoria da Ação Humana vemos que, para Mises, as ações tomadas pelos homens - em uma realidade onde o tempo é escasso e a há uma busca por maior satisfação no futuro - são o que determinam o funcionamento da sociedade, tanto na questão social, quanto no âmbito econômico. Será através da soma das escolhas individuais que se determinará o que se deve e o que não se deve ser produzido e de que forma os recursos devem ser mais bem alocados. Esse processo de decisão, tanto do produtor quanto do consumidor, será de acordo com o sistema de preços. Os preços transmitem informações aos agentes econômicos sobre a escassez relativa dos bens de produção e de consumo, permitindo que planos sejam feitos e que decisões sejam tomadas.

2.2 A TEORIA DO VALOR E A MOEDA 'NATURAL'

2.3.1 A Teoria do Valor

O princípio da teoria do valor misesiana tem como base a revolução marginalista do final do século XIX com a publicação da obra *Princípios de Economia Política* de Carl Menger e nos trabalhos de William Stanley Jevons e León Walras. Para Mises (1996), a construção de uma teoria do valor e dos preços tem de, primeiramente, considerar a utilidade das mercadorias. Nada é mais normal do que presumir que as coisas são valoradas de acordo com a sua utilidade.

Os economistas neoclássicos sofreram dificuldades durante muitos anos em adequar a utilidade dos bens ao seu valor e foram incapazes de solucionar a questão de um determinado bem, considerado mais útil, possuir um valor menor do que um outro bem considerado menos útil. Esta relação pode ser observada em diversos bens como, por exemplo, petróleo e ouro. Por que o ouro vale mais do que o petróleo se, observando a utilidade de cada um, vemos que o segundo bem possui uma utilidade maior para o homem? (MISES, 1996)

A solução deste problema surgiu quando os economistas da Escola Austríaca descobriram que o aparente paradoxo nessa comparação vinha de uma má formulação do problema em questão. O que ocorre no mercado não são transações que envolvem todo o ouro disponível e todo o petróleo disponível (MISES, 1996). O homem não possui essa escolha. Ele tem que escolher, na verdade, entre 100 onças de ouro ou 100 litros de petróleo e isso leva a perspectiva de escolha a um parâmetro totalmente diferente do que se existisse a possibilidade de escolher entre o total de ouro ou o total de petróleo existentes. O que irá contar nessa escolha será qual a satisfação que, direta ou indiretamente, cada quantidade de bem irá trazer. O ser humano não considera a satisfação absoluta que o ouro ou o petróleo irá trazer, ele não se preocupa em definir se é o ouro ou o petróleo, como um todo, é o mais importante para a humanidade. A escolha se resume simplesmente à satisfação que cada quantidade irá lhe proporcionar, satisfações que ele não poderá ter juntas. (MISES, 1996)

O parágrafo acima nada mais representa do que uma simplificação da teoria da utilidade marginal. Quando um agente possui duas alternativas, abrir mão de uma unidade de seu estoque da mercadoria *a* ou abrir mão de uma unidade de seu estoque da mercadoria *b*, ele não compara o total de seu estoque de *a* com o total de seu estoque de *b*. Ele compara o valor de uma unidade de *a* com o valor de uma unidade de *b*, ou seja, ele comparara o valor marginal de *a* como o valor marginal de *b* e, assim, decide de qual bem ele irá abrir mão. Este agente pode escolher abrir mão de uma unidade *a* devido ao valor marginal do bem *b* ser maior e, no entanto, quando posto em uma situação onde ele tem de abdicar do estoque total de *a* ou o estoque total de *b*, ele prefira abdicar do estoque total de *b*. (MISES, 1996)

Mises (1980), entretanto, critica a visão objetiva que muitos economistas, como Irving Fischer e Joseph Schumpeter, tratam a utilidade marginal. Fisher tenta solucionar o problema do cálculo da utilidade marginal através da matemática e, segundo Mises (1980), ele não foi capaz de superar as dificuldades resultantes da utilidade marginal decrescente e o seu uso da matemática nada mais é do que uma forma de esconder os defeitos de sua inteligente, porém artificial, construção teórica.

Schumpeter tentou definir a satisfação resultante do consumo de uma determinada mercadoria como sendo referência para expressar a satisfação no consumo de outras mercadorias. Schumpeter exemplifica essa questão ao dizer, como exemplo, que “a

satisfação que eu posso obter com o consumo de uma certa quantidade de mercadoria é mil vezes maior do que a satisfação que obtenho ao consumir uma maçã por dia” (SCHUMPETER, 1908 apud MISES, 1980 p.58). Segundo Mises (1980), ninguém está realmente preocupado em imaginar esse tipo de comparação. Quando uma pessoa está diante de uma escolha, ela não se importa o quanto, em números, uma escolha irá lhe trazer mais satisfação. Ela se baseia somente na questão subjetiva de qual escolha lhe proporcionará um maior nível de satisfação. É uma comparação de importância entre as diferentes possibilidades.

Para Mises, então, a formação da teoria do valor, baseada na utilidade, tem de ser construída através de uma fundamentação subjetiva.

A atribuição de valor não é susceptível a nenhum tipo de medida. [...] A atribuição de valor de forma subjetiva [...] somente organiza as mercadorias de acordo com sua importância; ela não calcula o quanto é essa significância. (MISES, 1981, p. 52). (Tradução Nossa).

A lei da utilidade marginal não se refere ao valor de uso objetivo, mas a seu valor subjetivo. Ela não se importa com a composição física ou química das coisas, mas sim com a relevância para o bem estar de um homem, de acordo com sua visão, em um determinado momento. Ela não tem como foco lidar com o valor das coisas, mas sim com o valor da utilidade que ela irá lhe trazer. (MISES, 1996 p.125).

2.3.2 Princípio da Formação de Preços e a Moeda ‘Natural’

O princípio da teoria dos preços misesiana está baseado na sua teoria do valor. As transações econômicas não são nada mais do que trocas envolvendo duas partes e só serão realizadas se cada parte valorar mais aquilo que está recebendo ao que está dando em troca.

Com a evolução da divisão do trabalho e do processo de trocas no mercado, se torna uma regra produzir para o consumo de outras pessoas, os membros da sociedade precisam vender e comprar. Quando os atos de troca se multiplicam e o número de pessoas que vendem ou querem comprar uma determinada mercadoria cresce, as margens de atribuição de valor convergem. Isso significa que com maior número de agentes atuando no mercado,

maior fica a tendência de os preços representarem o valor que o comprador acredita que vale e o que o vendedor espera obter com a venda (MISES, 1996). Mises (1996) diz que os preços convergem a partir de dois pontos: a valoração do comprador marginal e o primeiro vendedor marginal que se abstém de vender, com a valoração do vendedor marginal e o primeiro potencial comprador marginal que se abstém de comprar.

A formação dos preços, então, é um fenômeno determinado pela relação de oferta e demanda onde, em última instância, cada indivíduo contribui para a sua formação na medida em que estes tomam as decisões de comprar ou não comprar, vender ou não vender. Quanto maior o mercado, menor a influência individual de cada pessoa na formação dos preços e os indivíduos passam a ser tomadores de preços no mercado, tomando suas decisões a partir dos preços observados. (MISES, 1996).

Quando o mercado cresce, torna-se impossível a existência de trocas sem que um meio de troca comum seja estabelecido. É nesse cenário que surge a moeda. Para Mises (1980), a moeda só é necessária a partir da existência de um mercado baseado não só na divisão do trabalho, mas da existência da propriedade privada de bens de primeira ordem (bens de consumo), assim como da existência desta para bens de ordens mais altas (bens de produção). Neste tipo de sociedade, onde a produção é anárquica, ou seja, não existe um planejamento central que determina o quê e o quanto deva ser produzido, são os donos dos meios de produção que decidem o que deve e o que não deve ser produzido. Os donos dos meios de produção irão produzir não só para suas necessidades, mas também para as necessidades de outros, que estarão dispostos a trocar o que eles produziram pelo que os primeiros produziram, acabando por atender a demanda.

Mises (1980) diz que, com a evolução da divisão do trabalho, as trocas indiretas se tornam cada vez mais necessárias, e um meio de troca intermediário surge como facilitador. Este meio de troca intermediário não é simplesmente criado, mas sim desenvolvido a partir do processo de troca onde os bens mais comerciáveis são os que se tornam meios de troca intermediários, evoluindo para a moeda, que, em primeiro lugar, não é nada mais que um bem. Ela representa algo que foi produzido e, por isso, representa o valor desse bem no mercado.

Durante muito tempo, a moeda foi representada por metais preciosos, que são resultados de produção (cunhagem privada). Quando a produção de moedas metálicas passou a ser monopólio estatal (cunhagem estatal) e com o surgimento da moeda fiduciária, a moeda deixou de possuir o caráter de circulação natural. As moedas de circulação natural, segundo Smith (2009), “são aquelas originadas através da cooperação voluntária das pessoas”.

Percebe-se que enquanto a moeda se apresenta na sua forma natural, sendo estabelecida pelo mercado, as trocas realizadas no mercado serão sempre de mercadorias. Isso porque o valor da moeda, como já explicado, vem inicialmente de um bem que possui um valor de troca, como explicita Mises:

Antes de um bem econômico ser utilizado como dinheiro, ele já deverá possuir um valor de troca baseado em outra função do que a sua função monetária. Mas o dinheiro que já possui a sua função monetária deve manter seu valor mesmo que a fonte original de seu valor tenha deixado de existir. Seu valor, neste caso, é baseado somente na sua função como meio de troca comum. (MISES, 1980, p. 132) (Tradução Nossa).

Pode-se concluir que para Mises (1980) a moeda deve representar um valor de algo que realmente foi produzido para que as trocas realizadas sejam “honestas”, ou seja, de bens do mesmo valor. Por essa questão, o controle estatal da moeda e o seu curso forçado são os fatores que criam distorções no mercado e, por consequência, geradores de ciclos econômicos. Estas distorções acontecem devido à facilidade com que a moeda fiduciária pode ser criada (barata e rapidamente), distorcendo o sistema de preços que é o principal determinante das ações dos agentes econômicos. Mais adiante esta questão será tratada detalhadamente.

2.3 A PREFERÊNCIA TEMPORAL DO CONSUMIDOR E A TAXA NATURAL DE JUROS

A Escola Austríaca foi a primeira a tratar do tempo como um fator fundamental na formulação de uma teoria econômica. Como foi visto anteriormente, o tempo é escasso e os agentes econômicos buscam alocá-lo da melhor maneira possível, tanto na questão de o quanto e o que produzir, quanto na questão de o que e o quanto consumir. É nesse cenário

que Bhöm-Bawerk desenvolveu o conceito de preferência temporal. (BHÖM-BAWERK, 1890).

Supondo que um ser humano se depare com uma escolha entre consumir algo num futuro próximo ou num futuro distante, dado que todas as variáveis se mantêm constantes de um período para outro, ele sempre optará por consumir num futuro mais próximo. Quando as satisfações obtidas com o consumo de um determinado bem são as mesmas, independente do período em que este é consumido, a preferência sempre estará voltada para um consumo no período mais próximo. Se o indivíduo preferisse um consumo num futuro mais distante, mantendo as circunstâncias descritas acima, o ato de consumo nunca iria se realizar, ele não consumiria e não iria satisfazer seus desejos. Ele sempre acumularia, nunca consumiria. “Ele não consumiria hoje, mas também não consumiria amanhã, porque no amanhã ele se confrontaria com a mesma alternativa”. (MISES, 1996, p. 484).

O tempo atua como uma variável importante no processo de decisão pelo simples fato de que os agentes econômicos poderão obter satisfações diferentes em distintos períodos de tempo. O adiamento de um ato de consumo significa que o indivíduo prefere a satisfação de um consumo no futuro do que a satisfação obtida com o consumo imediato. Assim como a escolha de um processo produtivo mais longo significa que o agente valoriza mais o produto deste processo do que o produto resultante de um processo produtivo menor. O processo produtivo aparece como um tempo de espera que tem de ser contabilizado. Mises considera que mostrar a importância do tempo de espera na questão da escolha do processo produtivo foi uma das contribuições mais importantes dos trabalhos de Jevons e Böhm-Bawerk. (MISES, 1996).

Porém, o tempo não deve ser avaliado de acordo com sua dimensão. O tempo não pode ser tratado como algo homogêneo onde somente a sua duração influencia na decisão. Mises trata o tempo como “um fluxo irreversível de frações no qual ele aparece em diferentes perspectivas de acordo com a proximidade ou não do processo de avaliação e decisão” (MISES, 1996, p. 483). A satisfação de um desejo num futuro próximo é sempre preferível do que num futuro distante, mantendo-se as condições constantes. Bens no presente valem mais do que bens no futuro.

Como já visto anteriormente, entretanto, a ação humana lida com fatores escassos. O tempo é escasso, assim como os outros fatores de produção também o são. O homem não pode usufruir tudo em um único momento. Escolhas têm de ser tomadas com o objetivo de melhor alocar os recursos disponíveis naquele momento, recursos esses que poderão não ser os mesmos no futuro. Decisões têm de ser feitas a partir de uma análise momentânea da realidade e da avaliação desta perante uma outra. Enquanto existir escassez, o homem é forçado a economizar.

Quando o homem precisa optar por uma ação que poderá ser realizada em um futuro próximo ou em um futuro mais distante, ele deverá avaliar, fundamentalmente, se o resultado alcançado no futuro será superior ao resultado obtido num futuro próximo. A decisão se baseará no quanto o resultado mais distante no tempo é melhor do que aquele a ser alcançado primeiro e se, para este homem, a diferença compensa uma espera maior. Essa análise, porém, é completamente subjetiva e, dependendo das circunstâncias e do indivíduo em questão, ela poderá tomar um rumo oposto. Esse cenário pode se configurar na análise dos juros que, necessariamente, envolvem as escolhas. (MISES, 1996)

É da preferência temporal dos agentes econômicos que surge o conceito austríaco de juros. Segundo Mises (1996), juros é a relação existente entre a satisfação obtida em períodos mais distantes do futuro e a satisfação obtida em um futuro próximo. Esse conceito de juros vale tanto para os consumidores, quanto para os produtores. Ao pouparem no presente, consumidores crêem que os juros obtidos no futuro são suficientes para justificar este ato. Quando um consumidor não gasta sua renda, ele acredita que, posteriormente, esta renda lhe proporcionará uma satisfação maior do que no presente, ele crê que poderá consumir uma maior quantidade de bens ou um bem de melhor qualidade do que de imediato. Da mesma forma funciona a mentalidade de um empreendedor que decide investir em um bem de capital cujo processo de produção é mais longo do que um outro bem de capital ou que o mesmo bem de capital aplicado a uma diferente função. O empreendedor só escolherá o processo mais longo se, para ele, o resultado obtido no final do período valer mais do que aquele obtido em um processo de produção mais curto. Logo, as decisões dos consumidores e empreendedores se basearão no valor dos juros em cada processo de decisão. (MISES, 1996)

Os agentes econômicos possuem preferências temporais diferentes. Uns são capazes de poupar ou investir num processo de produção mais longo mesmo que o retorno futuro não seja muito maior do que o de um consumo ou investimento presente. Por outro lado, existem aqueles que, mesmo com retornos maiores no futuro, preferem consumir ou investir em processos mais curtos de produção. A taxa de juros natural (ou de equilíbrio) será, então, a relação entre as preferências temporais dos agentes econômicos que possuem preferências mais baixas (pouparam por um menor retorno) e os agentes econômicos com preferências temporais mais altas baseando-se na oferta e demanda por recursos. O que definirá a taxa de juros natural é a relação entre a poupança agregada e a demanda agregada por crédito. (ROTHBARD, 2000)

Contudo, as taxas naturais de juros só se igualam à taxa de juros real em um mercado em equilíbrio. No mundo real, que está sempre em desequilíbrio, a taxa de juros sempre será mais alta do que a taxa natural. Isso acontece devido ao processo de descoberta de discrepâncias por parte de empreendedores na estrutura intertemporal de produção em relação à produtividade real dos processos de produção de longo prazo e ao preço corrente dos bens de capital que podem ser usados nesse processo. (GUTHMANN, 2009).

A descoberta de discrepâncias na estrutura intertemporal da produção por empreendedores ocorre quando estes descobrem a possibilidade de investir em um bem de capital que lhe trará um lucro acima da taxa de juros do mercado (supondo que esta seja a taxa natural). O empreendedor, entretanto, pode não possuir os recursos para investir e, assim, irá recorrer ao mercado de crédito, pagando uma taxa de juros mais cara do que a natural, uma vez que sua decisão criará uma demanda maior por crédito. (GUTHMANN, 2009)

Num exemplo simplificado supõe-se que existam três agentes Y, X e E. Y estará disposto a poupar e emprestar por uma taxa igual ou superior a 5% (sua taxa de desconto intertemporal) e X, uma taxa de desconto intertemporal de 10%. Tanto X quanto Y possuem 1 (uma) unidade de valor no tempo presente (tempo 1). O agente E é um empreendedor. Se Y e X descobrirem essa discrepância entre suas valorações, eles realizarão uma troca intertemporal de 1 unidade de valor a uma taxa entre 5% e 10%, ou seja, 1 unidade de valor por algo entre 1,05 e 1,1 unidades de valor no futuro (supondo que o agente X tenha renda no tempo 2 para pagar este empréstimo). Assim sendo, supõe-se

que o empreendedor “puro”, E, descobre que um bem de capital, cujo preço ofertado no mercado é de duas unidades de valor, ele pode produzir um produto final no tempo 2 cujo preço é de 2,4 unidades de valor, ou seja, existe uma possibilidade de lucrar 0,4 no futuro. Supõe-se que o empreendedor em questão não possua os meios para adquirir tal bem de capital no presente. Como ele percebe que as taxas de desconto intertemporais de X e Y são menores do que a margem de lucro esperada do investimento estipulado, ele acaba demandando o crédito de X e Y por um valor de 15% de juros, por exemplo. Ou seja, ele pega as duas unidades de valor de X e Y emprestadas para investir naquele bem de capital e vende o produto por 2,4 unidades de valor no tempo 2. No final, ele paga o empréstimo por 2,3 e lucra 0,1. A descoberta que métodos de produção no longo prazo possuem uma produtividade maior do que a esperada anteriormente faz com que a taxa de juros de mercado suba acima da taxa de juros numa situação de equilíbrio. O que ocorre é que, quem antes demandava crédito no mercado (X), agora vai ofertar crédito, ou seja, o crédito no desequilíbrio pode ser demandado não por pessoas que possuem uma preferência temporal voltada para o presente, mas por empreendedores que descobrem uma discrepância na estrutura intertemporal de preços. Ou seja, numa situação de desequilíbrio a descoberta de discrepâncias de preços na estrutura intertemporal de produção leva à geração de uma tendência à elevação na demanda por crédito, o que leva ao aumento da taxa de juros acima do valor que ela teria numa situação de equilíbrio.

Dentro desta análise de preferência temporal percebe-se que o nível de poupança determina o crédito no mercado através das taxas de juros. Quando as preferências temporais são baixas, a taxa de poupança é maior e, por isso, as taxas de juros são menores. Nesta situação, empresários conseguirão crédito com mais facilidade e irão investir para aumentar a produção futura, esperando que o consumo postergado seja realizado. Neste caso, as taxas de juros são baixas porque há excesso de poupança. A situação inversa, onde as preferências temporais são mais altas, faz com que as taxas de juros sejam altas e, por isso, os investimentos empresariais são menores que na outra situação.

A preferência temporal do consumidor é influenciada diretamente por duas variáveis: pelo poder de compra da moeda e pelos preços no mercado, sendo que a segunda depende da primeira já que se houver uma alteração no sistema monetário, os preços irão se alterar e

farão com que haja alterações nas decisões, tanto dos consumidores, quanto dos empreendedores. Com um sistema de preço danificado, essas decisões não poderão ser coerentes com a realidade e o resultado disso será um conjunto de maus investimentos e de um consumo desproporcional e incoerente que se mostrará insustentável no futuro. Essas alterações no sistema monetário, segundo Mises (1980), trazem como resultado os ciclos econômicos.

2.4 A TEORIA AUSTRÍACA DOS CICLOS ECONÔMICOS

A seção anterior mostrou como se dá a formação dos preços, dos juros e da necessidade do surgimento de um meio de troca comum: a moeda. Percebe-se que os preços, em unidades monetárias, aparecem como a fonte de informação dos agentes econômicos em relação à escassez relativa dos meios de produção e bens de consumo. É a partir da análise do sistema de preços que o homem em ação se baseará na tomada de decisões no que se refere ao que consumir ou produzir. O sistema de preços funciona como um reflexo dos desejos do consumidor, revelando aos empreendedores onde se deve investir e o que se deve produzir.

Já se sabe que a humanidade não vive em um mundo estático, os fatores de produção são escassos e os desejos estão em constante mudança. O tempo é crucial em todas as decisões econômicas. Mudanças ocorrem continuamente em todas as esferas da economia. Os gostos do consumidor mudam; as preferências temporais, e conseqüentemente as proporções entre investimento e consumo, mudam; a mão-de-obra muda em quantidade, qualidade, e alocação; recursos naturais são descobertos, enquanto outros são exauridos; mudanças tecnológicas alteram as possibilidades de produção; mudanças climáticas alteram as safras, etc. Todas essas mudanças são aspectos típicos de qualquer sistema econômico. (ROTHBARD, 2000).

Dadas estas circunstâncias, torna-se presumível que os preços não são imunes a mudanças. Muito pelo contrário, flutuações econômicas existem. Os preços de um determinado setor, por exemplo, podem variar ao longo do tempo fazendo com que esse setor entre em crise

ou se expanda. Explicar o funcionamento desses ciclos setoriais não exige nenhuma formulação de uma “teoria dos ciclos”. Uma teoria dos ciclos tem de explicar porque “ocorre repentinamente um conjunto generalizado de erros por toda a economia?” (ROTHBARD, 2000, p. 8). A Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos tem como objetivo explicar o porquê da existência deste conjunto de erros, partindo da análise do período de crescimento anterior à depressão, decorrente de uma expansão do crédito.

A teoria dos ciclos elaborada por Mises (1981; 1996) e desenvolvida por Hayek (2008) parte do princípio de que, antes de analisar a depressão, é preciso analisar o período de crescimento econômico pré-colapso. Estes dois autores tratam as alterações no sistema monetário, através de uma expansão do crédito, como fator que altera o volume de dinheiro na economia e gera uma distorção no sistema de preços, mudando as relações entre a taxa natural de juros, que é vinculada à preferência temporal, e a taxa de juros de mercado. Quando a taxa de juros de mercado se encontra abaixo da taxa natural de juros, maus investimentos são realizados, devido a um sistema de preços que não mais representa a realidade, o que, posteriormente, gerará um colapso. O que se pode concluir deste fato é que uma alteração no volume de moeda no mercado, decorrente de uma expansão creditícia, modificará a relação existente entre as taxas de juros, afetando o sistema de preços e, conseqüentemente, influenciará as decisões dos agentes econômicos.

Antes de desenvolver com mais detalhes os resultados que uma alteração no sistema monetário irá trazer em um sistema econômico, é preciso compreender que a expansão creditícia descrita acima se refere a um aumento do crédito disponível no mercado sem aumento prévio na poupança agregada. Trata-se de um aumento de crédito originado não de um aumento real na riqueza produzida, mas por uma “criação” de crédito decorrente de uma taxa de juros artificialmente baixa, aplicada pelo banco central. Dadas estas circunstâncias, é preciso diferenciar a noção do que é um crédito bom e o que é um crédito ruim ou artificialmente criado, segundo a escola austríaca.

2.4.1 O Crédito Bom e o Crédito Ruim

Num sistema econômico onde a moeda é estável (circulação natural no conceito austríaco) e o sistema bancário é sólido de forma que só funcione como um facilitador na intermediação do crédito, o crédito disponível neste mercado pode ser considerado como um crédito bom. (SHOSTACK, 2008)

O crédito bom é aquele que é resultado de uma poupança real por uma parte dos agentes e disponibilizado para os não-poupadores e empreendedores. Partindo do conceito da preferência temporal do consumidor, alguns indivíduos decidem poupar ao invés de consumir ou investir de acordo com a taxa natural de juros. Essa poupança é fruto de algo real, do trabalho do poupador, e quando esse crédito é repassado pelos bancos, isso nada mais é que uma transferência de riqueza real pelo preço de juros. A poupança reflete a preferência temporal dos consumidores.

Com o intuito de simplificar o conceito do que seria um crédito bom, Shostack (2008) desenvolveu um simples exemplo. Supondo que um padeiro produza 10 pães por dia e que ele, junto com sua família, consuma 8 pães por dia (ignora-se aqui o fato de o pão ser um alimento perecível). Isso significa que no final de uma semana ele possuirá um estoque de 14 pães poupados. Ele, então, dá esses pães a um sapateiro que lhe entregará um par de sapatos depois de uma semana. Esses 14 pães sustentarão o sapateiro enquanto ele produz dois pares de sapato e, sendo assim, acabarão por gerar mais riqueza. O sapateiro entregará um par de sapatos ao padeiro cujo valor é maior que o de quatorze pães devido ao juro a ser pago e ainda terá outro sapato para trocar por alguma coisa a mais. Observa-se que neste exemplo houve uma troca real de riqueza através de “objetos reais” (14 pães = 1 futuro par de sapatos).

Essa troca funcionaria do mesmo jeito se houvesse dinheiro e um banco para intermediar a transação. O padeiro venderia seus pães e adquiriria 14 unidades de valor monetário, iria ao banco e emprestaria esse dinheiro a este último, que repassaria o empréstimo para o sapateiro com uma taxa um pouco maior. O sapateiro, então, investiria o dinheiro emprestado na produção dos pares de sapato.

Enquanto a economia conservar um padrão de crédito lastreado em “objetos reais”, o crescimento econômico se mantém sustentável. Neste caso, o crédito só poderá ser expandido se houver um aumento na taxa de poupança agregada, assim como numa situação de queda de poupança haveria uma retração do crédito. Nesse sistema, a taxa de juros é flexível, variando inversamente ao nível de poupança.

Observando a realidade, entretanto, percebe-se que a expansão do crédito na economia não respeita necessariamente a relação com as variações na poupança agregada. O crédito pode se expandir sem que tenha havido um aumento na poupança agregada através de uma ação conjunta entre o banco central e bancos comerciais, sendo que as ações dos bancos comerciais são influenciadas diretamente pelas ações do banco central e de regulamentações que lhes permitem agir desta maneira.

Dentro do sistema de reservas fracionárias, os bancos comerciais podem expandir o crédito de uma forma não lastreada e, portanto, de forma artificial. Quando um banco comercial utiliza os depósitos à vista como recurso disponível para empréstimo, ele está trabalhando pelo método de reservas fracionadas, ou seja, suas reservas estão no nível em que, se boa parte dos clientes sacarem o dinheiro, ele não poderá cobrir com suas obrigações e irá quebrar.

Porém, o banco central se encarrega de garantir o funcionamento do sistema, isso porque ele é o responsável por injetar constantemente dinheiro no sistema bancário de uma forma que, como prestador de última instância, os bancos comerciais sempre tenham a quem recorrer quando não possuírem recursos pra cobrir suas obrigações. O banco central é, também, diretamente influente na formação da taxa de juros interbancária e é o responsável pela determinação da taxa de redesconto, influenciando de forma direta a expansão do crédito.

O próximo capítulo tratará com mais detalhes os mecanismos usados pelos banco centrais e bancos comerciais para expandirem o crédito de uma forma não lastreada. Neste momento, faz-se necessário explicar qual a influencia de uma alteração monetária no sistema de preços e, conseqüentemente, sua relação com o ciclo econômico. Agora, é necessário entender como alterações no sistema monetário influenciam os preços relativos.

2.4.2 Influência Monetária nos Preços Relativos

Wicksell (1936) desenvolveu sua teoria monetária através de uma análise sobre o comportamento dos preços a partir de mudanças no volume de moeda no mercado. Segundo ele, na ausência de distúrbios monetários, a taxa de juros seria determinada pela relação que equilibraria a demanda e a oferta por crédito de acordo com a poupança agregada. Esta seria a taxa natural de juros. Wicksell (1936) diz que a taxa de juros real, entretanto, geralmente não é igual à taxa natural e que isso se dá devido ao poder que os bancos possuem de controlar essa taxa. Ele diz que quando a taxa de juros real se encontrar abaixo da taxa natural (ou de equilíbrio), devido aos bancos emprestarem mais dinheiro do que realmente possuem, isso fará com que os preços se elevem. Contudo, isso não implica que, enquanto as taxas de juros reais e de equilíbrio estiverem iguais, os preços se manterão estáveis, mas sim que os preços não serão afetados por uma causa monetária.

Hayek (2008) diz que as duas relações estabelecidas por Wicksell de que quando a taxa de juros real se iguala à taxa de equilíbrio, (1) a moeda se mantém neutra em relação aos preços e que (2) estes permanecem estáveis, são, na verdade, uma contradição. Para Hayek (2008), torna-se perfeitamente claro que, para que a taxa de juros real seja igual à taxa de equilíbrio, os bancos não poderão emprestar nem mais, nem menos do que aquilo que lhes foi depositado como poupança. Isso significa que os bancos não deveriam nunca permitir que a quantidade efetiva de moeda na economia seja modificada. “Ao mesmo tempo, é ainda mais claro que, em ordem de manter o nível de preços estáveis, a quantidade de moeda em circulação deverá variar na medida em que a produção aumenta ou diminui” (Hayek, 2008, p. 218). Isso significa que as duas relações apresentadas por Wicksell não podem ser atendidas ao mesmo tempo, já que, ou se mantém os preços constantes (variando a oferta monetária), ou se mantém o volume de moeda constante (permitindo que os preços flutuem). A teoria de Wicksell é falha por não perceber que uma manutenção dos preços estáveis e de um volume de moeda constante só pode ocorrer em uma economia estática, onde o produto não se modifica ao longo do tempo. Hayek (2008) diz que, independente do nível de preços se manter constante ou não, deve-se perceber que qualquer alteração na quantidade de moeda no mercado sempre influenciará nos preços relativos, e são estes que

determinam a direção da produção. Percebe-se, então, que qualquer alteração no sistema monetário, independentemente de alterar os preços, irá afetar a produção.

A contribuição de Mises (1980) na análise de que uma taxa de juros real diferente da taxa de equilíbrio (ou natural) exerce uma influência distinta na formação dos preços dos bens de consumo e de bens de capital foi fundamental para compreensão dos efeitos monetários na economia real e de como alterações nos preços relativos são as responsáveis pelos ciclos econômicos.

Mises (1980) diz que se um aumento do volume monetário na economia acontecesse de forma uniforme, ou seja, o aumento da oferta monetária gerasse um aumento proporcional entre a demanda por bens de produção e a demanda por bens de consumo, então não haveria razão para supor que houve uma influência permanente na taxa de juros, pelo menos não no longo prazo. A taxa de juros no longo prazo será afetada porque não existe um crescimento proporcional entre a demanda por bens de produção e bens de consumo devido à utilidade marginal decrescente da renda. Isso significa que, pessoas que possuem uma renda maior e maior número de propriedades serão capazes de poupar mais na medida em que sua renda nominal cresce, devido ao aumento do estoque monetário. Nessa situação, a taxa de juros tenderia a um nível mais baixo do que no primeiro momento, assim como, numa situação inversa, a taxa de juros seria afetada de forma contrária.

O importante, porém, não é analisar os efeitos de uma variação monetária no longo prazo, mas sim quais são os seus efeitos durante o período de transição. Neste ponto torna-se imprescindível entender que uma variação no volume monetário não afeta todas as variáveis econômicas de forma simultânea e uniforme, “mas parte de um determinado ponto e flui de forma gradual através do mercado”. (MISES, 1980, p. 387).

Um aumento do crédito bancário, através de uma expansão creditícia artificial, faz com que as taxas de juros sejam empurradas para baixo devido ao aumento do volume monetário. Sabe-se que o crédito tem uma grande importância para o crescimento econômico em todas as teorias econômicas. É através dele que surge grande parte dos recursos utilizados para financiar a produção. Logo, percebe-se que o crédito adicional será utilizado no

financiamento da produção, na medida em que os empresários verificam que o custo de produção (juros a serem pagos) diminuiu.

Quando há uma expansão do crédito decorrente de uma expansão monetária, fazendo com que a taxa de juros fique abaixo da taxa natural, surgem novas possibilidades de investimentos que antes não eram lucrativas. Mises (1980) diz que quando a taxa de juros cai abaixo da taxa natural, novos processos produtivos, que antes se mostravam inviáveis devido à lei dos rendimentos decrescentes, são realizados.

Se um empresário decide investir em um negócio, seu primeiro pensamento é qual será o retorno deste, ou seja, ele se preocupa primordialmente com os lucros. Quando este empresário perceber que o preço de captação de recursos diminuiu (taxa de juros menor), verá que as antigas oportunidades de investimento se tornaram mais lucrativas e, ainda, que novas oportunidades de investimento surgiram. Assim, novos investimentos serão realizados e antigos investimentos serão ampliados. No próximo tópico esse fenômeno será mais detalhadamente explicado. Por ora, basta perceber que uma variação monetária causará uma demanda maior por bens de produção, fazendo com que a economia se desloque para uma maior produção de bens de capital, forçando um aumento dos preços destes bens.

Diferentemente do consenso do *mainstream* de que há um aumento generalizado de preços decorrente de uma expansão monetária, Mises e Hayek afirmam que os preços se modificam de forma diferente, variando os preços relativos (entre bens de consumo e bens de produção). A mudança dos preços relativos faz com que os empresários tomem decisões diferentes daquelas que tomariam caso os preços não fossem modificados monetariamente, investindo mais em bens de produção. Esta expansão dos investimentos decorrente de uma expansão monetária faz com que ocorra um período de crescimento econômico denominado pelos austríacos de *boom* econômico. O tópico seguinte explicará como se desenvolve o *boom* e como crises posteriores a este fenômeno são inevitáveis.

2.4.3 O ciclo econômico

Os ciclos econômicos existem desde o desenvolvimento do capitalismo, com o desenrolar da Revolução Industrial no século XVIII. Este fenômeno sempre foi, e ainda é, um motivo impulsionador de teorias e modelos econômicos. Ao desenvolver sua teoria econômica na obra *Human Action* (1996), Mises conseguiu estabelecer uma conexão entre a variação no volume monetário em circulação e os ciclos econômicos através de uma análise de seus efeitos na taxa de juros que, por sua vez, influencia a tomada de decisões por parte do homem em ação.

Já foi visto que o homem sempre tende a buscar uma satisfação maior no futuro do que no momento atual e que, para isso, decisões têm de ser tomadas. Por essa razão, o empreendedor torna-se o foco da análise econômica de Mises (1996). O empreendedor é o centro das decisões econômicas e são estas decisões que irão desenvolver e transformar o sistema econômico. Estas decisões, entretanto, estão vinculadas a um fator econômico que Mises (1996) considerou fundamental: o tempo. O tempo é tratado como um fator altamente escasso e, por isso, tem de ser mais bem alocado. Empreendedores, então, não estão interessados somente em quanto o investimento lhe trará de retorno, mas, também, quando este retorno virá. Supõe-se assim que o processo de tomada de decisões empresariais tem de ser analisado com cuidado e de acordo com um mercado imperfeito, para que as melhores decisões sejam tomadas. É neste cenário que a moeda aparece como fundamental, como Garcia explica:

Num mundo em que tudo é heterogêneo só o dinheiro é homogêneo. A moeda tem a função vital de expressar as razões de troca entre as mais variadas coisas numa única unidade de conta apta a permitir o cálculo econômico racional. Os preços monetários transmitem informações aos agentes econômicos sobre a escassez relativa dos fatores de produção e dos bens de consumo, e com base nessas informações os agentes traçam seus planos e tomam suas decisões. (GARCIA, 2002)

Percebe-se que o sistema de preços é fundamental para determinar a direção da produção. Isso significa que as decisões de quanto e aonde será investido o capital serão tomadas com base neste sistema. Quando ocorrem mudanças no sistema monetário, como já explicitado em seções anteriores, este delicado mecanismo de preços é distorcido e faz com que os preços relativos se modifiquem. Já foi explicado que, por surgirem novas oportunidades de

lucros, a mudança nos preços relativos impulsiona os investimentos nos meios de produção, elevando a demanda por bens de produção.

Com a expansão da indústria de bens de capital, a produção de bens de consumo tende a se reduzir no curto prazo, isso ocorre porque o capital é transferido para a produção de bens de produção, já que estes estão gerando lucros maiores. Mas embora a oferta de crédito tenha crescido com a injeção de moeda no sistema financeiro, as preferências temporais dos consumidores não se alteraram. O nível de proporção entre consumo e poupança continua o mesmo. Como a taxa de juros do mercado se reduziu, emerge uma tendência dos consumidores a reduzirem sua poupança e elevar seu consumo. Logo as preferências temporais dos consumidores se chocam com a alocação dos fatores de produção no mercado, a poupança agregada está diminuindo, enquanto que os investimentos aumentam. As proporções de consumo e investimento do sistema econômico não se encaixam com as proporções demandadas pelos consumidores o que pressiona os preços para cima.

O processo de expansão econômica chega ao fim quando a injeção de crédito cessa, fazendo com que os juros subam e a lucratividade dos investimentos de bens de capital se torne negativa. Neste momento, os agentes percebem que todas as suas expectativas estavam erradas, e esses erros geraram uma onda de choques sobre o sistema, gerando mais erros de outros indivíduos, iniciando-se, assim, a outra parte do ciclo econômico. Se alguns empresários, entretanto, anteciparem corretamente a alta dos juros e a queda dos preços dos bens de capital então suas indústrias de bens de capital não vão sofrer prejuízos, elas só irão reduzir sua produção se antecipando para a crise.

A crise surge, então, como um meio de reajuste à má alocação de recursos no período de crescimento artificial, ou crescimento na forma de bolha. Nada pode ser feito para evitar que a crise ocorra quando o crédito se expande de forma artificial. Mises definiu o período de depressão assim:

Muitos empreendimentos ou práticas de negócio que foram iniciadas graças à baixa artificial dos juros, e as quais foram sustentadas graças ao aumento igualmente artificial dos preços, não mais parecem lucrativas. Algumas empresas diminuem suas escalas de operação, outras fecham ou vão à falência. (...) A crise e o período seguinte de depressão são a culminação do período de investimentos injustificados criado pela extensão creditícia. (MISES, 1980, p. 240) (Tradução Nossa)

Rothbard (2000) ainda alerta que atitudes tomadas pelos governos que visam solucionar a crise, acabam por alongá-la. Dentre estas políticas ele destaca que políticas assistencialistas, como auxílio desemprego, são altamente prejudiciais já que deixam o mercado de trabalho estagnado. Ajudar a resgatar empresas que estão falindo também prejudica a recuperação do mercado. Outro fator altamente prejudicial é a tentativa de se manter os preços altos, baseando-se erroneamente de que a deflação é algo ruim. No momento de crise, Rothbard destaca que é necessário estimular a poupança, ao contrário do que os governantes acreditam ao estimularem o consumo.

A Teoria Austríaca se baseia no comportamento dos agentes diante de um mercado repleto de informações incompletas e de incertezas cujo principal mecanismo de decisão é o sistema de preços. Quando os preços são alterados, de forma que os preços relativos se modifiquem, os investimentos e a economia irão se expandir, mas de uma forma que causará problemas no futuro, já que maus investimentos são realizados. Toda a formulação teórica dos economistas “austríacos” (incluindo Rothbard), foi feita com base em observações e deduções de momentos de expansão e crise ocorridos no mundo real. Desta forma, uma análise da crise imobiliária norte-americana iniciada em fins de 2007 e que desencadeou uma crise econômica generalizada em praticamente todo o mundo, será feita seguindo a teoria de que houve um crescimento artificial antes de a crise surgir. O próximo capítulo abordará, fundamentalmente, as principais razões que desencadearam o boom e a crise do mercado imobiliário americano, crise que se espalhou por outros setores.

3 AS ORIGENS DA BOLHA IMOBILIÁRIA

Crises econômicas se tornaram fenômenos comuns no mundo capitalista moderno. Os grandes pensadores econômicos sempre buscaram determinar as razões que geram estes momentos de depressão. A Escola Austríaca, como apresentada no capítulo anterior, construiu uma teoria econômica que foi capaz de fornecer, em um sentido amplo, o conhecimento necessário para se analisar as crises e seus motivos. O estouro da bolha imobiliária norte-americana em 2008 e o desencadeamento de uma crise econômica global podiam ser previstos dentro do arcabouço da teoria austríaca dos ciclos econômicos.

Entre 1998 e 2006, os preços dos bens imobiliários norte-americanos subiram excepcionalmente. De 2000 a 2005, o preço médio de venda de uma casa de família básica cresceu cerca de um terço, de U\$ 143.600 para U\$ 219.600. Durante este mesmo período, o preço médio de uma casa subiu cerca de 79% em Nova Iorque, 110% em Los Angeles e 127% em San Diego. A subida de preços fez com que mais casas fossem construídas, resultando num excesso de casas no mercado que, por fim, fez com que a pressão nos preços dos imóveis fosse diminuindo. A partir do terceiro trimestre de 2006, os preços passaram a cair. No final do terceiro trimestre de 2008, a queda dos preços imobiliários estava tão intensa que derrubou os mercados de ações por todo o mundo. (SOWELL, 2009)

A Escola Austríaca mostrou que os ciclos econômicos estão inteiramente ligados com a expansão do crédito, através da criação de moeda. Esta expansão do crédito, através de uma taxa de juros artificialmente baixa, faz com que surjam discrepâncias intertemporais entre o que os agentes produzem e o que é demandado, gerando maus investimentos que não poderão ser sustentados quando, inevitavelmente, as taxas de juros voltarem a subir. Logo, para um entendimento da crise, se faz necessário analisar o funcionamento do sistema monetário americano, através das relações entre o banco central americano, o Federal Reserve, os bancos comerciais e o mercado. É necessário, também, analisar as políticas governamentais e os mecanismos que direcionaram o crescimento de forma mais acentuada no setor imobiliário e como esta crise se propagou pelo mundo. Antes, entretanto, é imprescindível compreender o funcionamento do sistema bancário moderno e como um banco central é fundamental para a manutenção deste sistema.

3.1 SISTEMA BANCÁRIO DE RESERVAS FRACIONÁRIAS E O BANCO CENTRAL

A existência de um sistema bancário é de fundamental importância para o funcionamento de uma economia. Os bancos cumprem o papel de intermediação financeira, facilitando as transações entre emprestadores e tomadores de empréstimos e, ainda, funciona como um receptor de depósitos em dinheiro. Os primeiros banqueiros foram os comerciantes que vendiam suas mercadorias a créditos de curto prazo e cobravam juros para isso. Um comerciante, por exemplo, vendia sua mercadoria e aceitava que ela fosse paga,, depois de um especificado período de tempo, com o acréscimo de juros. Neste caso, os comerciantes cumpriam a função de intermediação financeira, facilitando a realização de transações de forma que poderiam ser classificados como bancos de empréstimo. (ROTHBARD, 1994)

Existia, também, um outro tipo de banco, que não apresentava “necessariamente uma conexão lógica, apesar de freqüentemente possuir uma relação prática com os bancos de empréstimo” (ROTHBARD, 1994 p. 33). Os bancos de depósito surgiram como um estabelecimento para, através da cobrança de uma taxa, armazenar o dinheiro das pessoas devido aos inúmeros riscos existentes (perda, roubo, etc.) em se manter o dinheiro em mãos. O avanço do tempo fez com que as duas funções bancárias passassem a serem realizadas por uma mesma instituição, ou seja, os bancos de depósito passaram a emprestar dinheiro e disponibilizar crédito. Estes se tornaram os bancos comerciais e passaram a trabalhar em um modelo de reservas fracionárias. (ROTHBARD, 1994)

As reservas fracionárias funcionam como um sistema no qual os bancos comerciais mantêm, em caixa, apenas uma pequena parte do dinheiro depositado como depósito a vista. Isso significa que se todos os clientes do banco resolvessem sacar seus depósitos em conta corrente de um banco ao mesmo tempo, ele não seria capaz de pagar a todos.

Quando o Banco X recebe um depósito de, por exemplo, \$10.000,00 u.m. (unidades monetárias), supondo que ele mantenha um nível de reservas de 10%, então ele, em conjunto com outros bancos no mercado, é capaz de criar nove vezes o valor depositado nele fazendo com que sejam criadas \$90.000,00 u.m. Isso porque, ao receber o valor de \$10.000,00 u.m., o Banco X mantém somente \$1.000,00 em suas reservas enquanto

disponibiliza os outros \$9.000,00 para empréstimo. Supondo que João pegue este dinheiro emprestado e gaste na compra de uma moto na loja Z que tem conta no Banco Y, este banco receberá o dinheiro e manterá 10% em suas reservas enquanto que empresta os outros 90%, de maneira que os bancos atuam numa forma de pirâmide inversa e os \$10.000,00 recebidos inicialmente pelo Banco X se transformam em \$100.000,00 no final do processo. Isso porque, ao mesmo tempo em que o Banco X emprestou \$9.000,00, ele consta em seu balanço que possui todo o dinheiro do depósito inicial de \$10.000,00 disponível para o saque do cliente.

Rothbard (1994) considera este processo como sendo fraudulento na medida em que o cliente, ao confiar o seu dinheiro a um determinado banco, espera que este seja mantido em seus cofres. Contudo, durante o século XIX, quando as leis sobre as atividades bancárias ainda não estavam muito bem definidas, vários bancos ganharam causas judiciais contra clientes que não concordavam com o funcionamento dos bancos em emprestar seus depósitos, e o sistema de reservas fracionárias pôde, assim, continuar funcionando.

Apesar de os bancos pudessem manter o sistema de reservas fracionárias e não mais serem acusados de fraudulentos, eles continuaram a enfrentar um grande problema derivado deste modelo: a questão da insolvência. Segundo Rothbard (1994), existem duas causas maiores que podem tornar um banco insolvente. A primeira “é mais devastadora porque pode ocorrer a qualquer hora” (ROTHBARD, 1994 p. 46), ocorre quando os clientes perdem toda a confiança no banco em questão e resolvem, em massa, retirar seus depósitos. Como o banco funciona através de reservas fracionárias, ele não é capaz de cumprir seus contratos e redimir os depósitos de seus clientes e, conseqüentemente, irá falir.

A segunda causa seria a incapacidade de um determinado banco, em um livre mercado, continuar solvente ao não manter um nível de reservas seguro. Pode-se imaginar que o Banco X possui reservas de \$ 20.000,00 u.m. e que ele resolve emprestar a um Cliente Z um valor de \$200.000,00. Ele não possui esse dinheiro, mas pode criá-lo eletronicamente na conta do Cliente Z. Este, então, irá gastar esse dinheiro na Loja K. Se a Loja K possuir conta no Banco X, não há problema pois é só transferir eletronicamente o valor da conta de Cliente Z para a conta da Loja K. Contudo, se esta resolver sacar o dinheiro ou possuir

conta em outro banco, o Banco X estaria com grandes problemas ao não possuir reservas que lhe permitissem cobrir suas obrigações e, assim, ficaria insolvente.

Os bancos comerciais estariam, assim, sujeitos a limitações quanto à expansão do crédito através de reservas fracionárias devido à perda de confiança dos clientes e à competitividade interbancária. Na tentativa de combater estes problemas de insolvência e, também, para financiar os déficits governamentais é que surgem os bancos centrais. Rothbard (1994) descreve que os bancos centrais desempenham sempre dois principais papéis: (1) ajudar no financiamento do déficit do governo; e (2) regulamentar o sistema bancário para que os dois limites da expansão do crédito sejam removidos.

Para Rothbard (1994), a criação de bancos centrais aliviou, em diversas maneiras, as restrições que o livre-mercado impunha sobre o sistema de reservas fracionárias. Em primeiro lugar, Rothbard (1994) diz que foi criada uma “tradição” de que o banco central deveria sempre funcionar como um emprestador de última instância caso parte do sistema bancário sofresse com insolvência. Outro fator importante é a questão de os governos estarem por trás dos bancos centrais, fazendo com que se criasse o conceito de “grande demais para cair”.

O surgimento dos bancos centrais foi fundamental para a consolidação da moeda estatal de curso forçado. O primeiro banco central surgiu na Inglaterra em 1694 e ao longo de dois séculos foi copiado pelas grandes nações até chegar à sua forma de funcionamento moderno, através do English Peel Act de 1844. Esta lei restringiu os poderes dos bancos comerciais ingleses que não poderiam mais emitir notas que a partir daí seriam emitidas unicamente pelo banco central inglês, o Bank of England. Os bancos comerciais só poderiam, desde então, emitir demandas por depósitos, ou seja, para que eles conseguissem as notas demandadas pelo público, eles teriam que criar uma conta junto ao Bank of England onde seus depósitos seriam redimidos em notas do banco central. Estas notas também poderiam ser trocadas por ouro junto ao banco central, o que criava uma dupla pirâmide invertida onde, na base da primeira pirâmide, encontrava-se o Bank of England trabalhando com reservas fracionárias sobre o ouro em seus cofres enquanto que, na segunda pirâmide, estavam os bancos comerciais, trabalhando com reservas fracionárias sobre suas notas em reserva junto ao banco central. (ROTHBARD, 1994)

Com o fim do padrão ouro original, em 1914, os bancos centrais se tornaram ainda mais expansionistas. Já que agora não teriam mais que redimir suas notas em ouro, eles passaram a criar moeda com muito mais facilidade e se tornaram ainda mais capazes em aumentar as reservas dos bancos comerciais, caso desejassem. Rothbard (1994) diz que os bancos centrais, com o objetivo de aumentar as reservas de certo banco comercial, podem comprar ativos pertencentes a este banco. Como exemplo, ele ilustra a possibilidade de um banco central comprar um edifício pertencente a um suposto Jonesville Bank pelo valor de \$1.000.000,00. Para pagar este valor, o banco central em questão simplesmente adiciona este valor à conta do Jonesville Bank e quando este resolver transformar esse dinheiro em papel-moeda, basta o banco central imprimir a quantidade necessária. Foi visto anteriormente que os bancos comerciais trabalham com reservas fracionárias e são capazes de criar dinheiro através de uma pirâmide inversa. Logo, o Jonesville Bank, em conjunto com os outros bancos, irão multiplicar esse valor de acordo com porcentagem de reservas mantidas em caixa e, no final, o dinheiro criado pelo banco central será usado como base para uma nova expansão monetária.

Percebe-se, então, que os bancos centrais são os responsáveis não só pela manutenção de um sistema bancário capaz de multiplicar a quantidade de moeda em circulação e expandir o crédito consideravelmente, como também são, eles próprios, capazes de expandir o crédito independentemente de uma variação no nível de poupança agregada.

Mises (1990) e Hayek (2008) demonstraram que qualquer variação no sistema monetário trará consigo uma variação nos preços relativos e, conseqüentemente, um período de crescimento econômico será seguido por um período de declínio. Quanto maior for a expansão monetária, maior será o crescimento e mais intensa será a crise. Isso porque os agentes do mercado tomam suas decisões baseadas nos preços de mercado e, quando estes sofrem influências relativas, decisões são tomadas de formas diferentes. Deste ponto, pode-se concluir que os bancos centrais são os principais responsáveis pela continuidade da expansão do crédito e, portanto, exercem influência direta para a existência dos ciclos econômicos. Logo, supõe-se que a bolha de crescimento econômico originada no mercado imobiliário americano e que se espalhou como uma onda de crescimento econômico por

todo o mundo, teve como ponto de partida uma expansão do crédito por parte do banco central americano, o Federal Reserve.

3.2 O FEDERAL RESERVE E O CICLO ECONOMICO

Na década de 1890, os banqueiros americanos estavam insatisfeitos com o Sistema Bancário Nacional que eles próprios haviam desenvolvido. Para eles, faltava um prestador de última instância que pudesse socorrê-los no caso de uma crise e, segundo eles, a oferta monetária era inelástica, ou seja, a oferta monetária não crescia de forma rápida o suficiente para cobrir as necessidades dos bancos. Os bancos eram capazes de expandir seu crédito criando um boom inflacionário através de pirâmides inversas de expansão monetária. Isso era comum e os bancos achavam que esta era sua função primordial. O problema, entretanto, vinha quando as pessoas passavam a requerer suas reservas em dinheiro líquido e os bancos não tinham como promover esta liquidez por terem emprestado mais do que possuíam. Neste momento, eles tinham de contrair empréstimos e conter o crédito, causando uma crise financeira. Os bancos não estavam interessados em saber que a crise era, na verdade, o preço a se pagar pelo boom inflacionário criado por eles próprios e queriam um meio de poder expandir continuamente o crédito sem sofrer as conseqüências. (ROTHBARD, 1994)

O Federal Reserve aparece como a solução para os bancos americanos, tornando-se não só um prestador de última instância com monopólio de emissão de notas, mas como um banco capaz de controlar o sistema bancário nacional. O Federal Reserve se tornou responsável pelo controle da taxa de juros interbancária, estabelecendo metas e variando os depósitos compulsórios ou incorrendo a operações de “open market” caso a taxa se distanciasse de suas metas. O Federal Reserve também passou a ser responsável pelo controle da taxa de redesconto, que é a taxa cobrada por ele como prestador em última instância. Neste caso, ele é capaz de determinar a taxa que ele quiser, já que ele é o único prestador destas reservas. (MURPHY, 2008)

3.2.1 O Federal Reserve e a Crise de 29

Mesmo antes do surgimento do Federal Reserve, no início do século XX, a economia americana vivenciava ciclos recorrentes de expansões e retrações de crédito durante partes do século XIX, gerando crises constantes. Isso porque, mesmo sem a consolidação de um banco central moderno, os Estados Unidos possuíam bancos criados através de alvarás emitidos pelo congresso, como o Second Bank of United States (1816-1840) que exerciam o papel de financiar atividades governamentais, sendo capazes de emitir notas e criar booms inflacionários (WOODS, 2009).

O Federal Reserve, fundado em 1913, foi consolidado como o banco central americano, passando não só a ser capaz de expandir o crédito muito mais rápida e intensamente (através da já demonstrada forma de dupla pirâmide inversa), como também a atuar com o objetivo de “solucionar” crises, o que, no futuro, viria a criar a idéia de “grande demais para quebrar” (WOODS, 2009).

A grande depressão que atingiu os Estados Unidos em 1929 não foi nada mais que o resultado de uma política monetária altamente expansionista durante os anos que a antecederam e, segundo Woods (2009), os meios utilizados como uma tentativa de acabar com a crise fizeram com que “o país enfrentasse uma estagnação econômica por uma década e meia” (WOODS, 2009, p. 98).

Durante a década de 1920, o Federal Reserve injetou uma enorme quantidade de crédito na economia através dos mecanismos de aumentar as reservas dos bancos comerciais. Em 1924, foram criados U\$ 500 milhões de dólares, que através das reservas fracionárias, o montante evoluiu para U\$ 4 bilhões em menos de um ano (SENNHOLZ, 2009). Esta expansão fez com que os números da produção industrial americana apresentassem um grande crescimento: entre os anos de 1922 e 1927, a produção de automóveis cresceu 4,2% por ano, a produção de petróleo cresceu a 12,6% ao ano, a produção de bens manufaturados cresceu a 4% anuais e a produção de matérias-primas cresceu a 2,5% anuais (WOODS, 2009). A grande expansão na produção levou a uma grande valorização no mercado de

ações. Quando a injeção de crédito foi cessada, os juros começaram a subir e a crise se instalou.

Mises explicou que o boom criado por uma expansão monetária eventualmente chega a um fim e é:

(...) claro que a crise sempre será causada, principalmente e diretamente, pela mudança de conduta dos bancos. Se formos apontar um erro dos bancos, entretanto, temos que dizer que o que eles fizeram errado foi encorajar o movimento de expansão. A falha está, não na política de aumento dos juros, mas somente no fato de que isso foi feito tarde demais. (MISES, 1980 apud WOODS, 2009 p. 97)

Mises ainda diz que:

A única maneira de se acabar, ou mesmo aliviar os ciclos – sem que haja necessidade de crises – é rejeitando-se a falácia que a prosperidade pode ser trazida pela produção de crédito barato por parte dos bancos. (MISES, 1980 apud WOODS, 2009 p. 98)

Hoover, presidente americano da época, interveio na economia de forma intensa. Entre outras coisas, lançou diversos projetos públicos, aumentou os impostos, emprestou fundos de emergência para empresas que estavam falindo, dificultou a realização de transações internacionais e emprestou dinheiro para que os programas estatais se mantivessem. Quando Roosevelt assumiu, ele, erroneamente, concluiu que a causa da depressão era a queda dos preços e supôs que manter os preços altos era o caminho da prosperidade. Roosevelt aumentou ainda mais os impostos, expandiu os gastos públicos e, ainda, estabeleceu políticas federais de bem estar social. Os governos Hoover e Roosevelt impediram que a bolha econômica fosse desinflada e prolongaram a recessão por mais de uma década (WOODS, 2009).

3.2.2 Da Bolha da Internet à Bolha Imobiliária

“Nove de agosto de 1995 entrará para a história como o dia que se iniciou o surto de prosperidade das pontocom.” (GREENSPAN, 2008, p. 158). Foi neste dia que a empresa Netscape, criadora do até então mais popular navegador de Internet, lançou sua oferta pública inicial (IPO, sigla inglês de *Initial Public Offering*), oferecendo ações de

participação ao público. No final do dia, o valor da ação era de U\$ 71, quase que três vezes mais do que o valor inicial de U\$ 28. Mesmo sem apresentar ainda nenhum lucro, Jim Clark co-fundador da empresa viu a sua parte de 20% da empresa passar a valer U\$ 663 milhões (WOODS, 2009).

A oferta pública inicial da Netscape ficou marcada como o início do boom das pontocom, um período de cinco anos de subida nas ações. Alan Greenspan, o presidente do Federal Reserve naquele período, acreditava que a economia tinha chegado a um novo nível, onde períodos de grande crescimento não teriam mais de terminar em crises. Para ele, a revolução tecnológica teria ampliado os limites da expansão econômica e que, mesmo que a economia americana estivesse operando com uma taxa de desemprego de 5,4% em 1995, apontando para 4% nos anos seguintes, os índices de inflação não apontavam que a economia americana estava crescendo de forma insustentável (GREENSPAN, 2008).

Apesar de Greenspan não perceber, todos os sinais indicavam que a economia estava mais uma vez em um crescimento insustentável, na visão austríaca. A oferta monetária, medida pelo índice MZM (*Money Zero Maturity*) - que é igual ao M2, menos os depósitos a prazo, mais todo o dinheiro em fundos mútuos que investem em dívidas de curto prazo – cresceu 52% entre junho de 1995 e março de 2000, enquanto que o PIB americano cresceu um acumulado de 22%. Durante este período, empresas viram os preços dos bens de capital complementares dispararem, especialmente na região tecnológica da Baía de São Francisco. Apesar de os índices de inflação neste período mostrarem uma inflação baixa à moderada, eles não refletiam o aumento drástico de preços em setores específicos ligados às empresas pontocom. “Foi a alta nos preços específicos que fizeram o boom das pontocom tão difícil de se sustentar” (WOODS, 2009, p. 80).

A escola austríaca mostrou que quando o crédito se expande de forma artificial, mais investimentos são feitos na economia e há um excesso de consumo devido ao baixo preço do crédito. E foi exatamente isso que ocorreu na economia americana durante os anos de crescimento da bolha da Internet. No ano de 2000, a poupança das famílias americanas era negativa, e a porcentagem da dívida familiar em relação à renda chegava a níveis recordes. Da mesma maneira, investimentos na Baía de São Francisco chegaram a ser 233% maior do

que os níveis normais. Com os consumidores não poupando, ao contrário, contraindo dívidas cada vez maiores, os investimentos não poderiam se manter (WOODS, 2009).

Entre 1999 e 2000, o Federal Reserve começou a apertar o crédito, aumentando suas taxas de juros seis vezes seguidas. Este processo fez com que o boom terminasse e a bolha da Internet estourasse. A NASDAQ (onde grande parte das ações das pontocom eram negociadas) perdeu 50% do seu valor entre março e dezembro de 2000. Neste período, houve também uma queda na produção entre fabricantes de automóveis e empresas manufatureiras, redução das estimativas de lucros nos negócios, aumento dos estoques em muitos setores e forte aumento nos pedidos de seguro-desemprego. Segundo Greenspan, estes fatores trouxeram perspectivas sombrias a Wall Street e a confiança do público foi comprometida. (GREENSPAN, 2008)

A economia americana entrou em uma leve recessão durante os anos de 2001 e 2002 devido ao estouro da bolha da Internet e, ainda, devido aos ataques terroristas de 11 de setembro e os escândalos empresariais que levaram à falência da gigante de energia Enron e outras empresas. Para combater a recessão, o Federal Reserve baixou as taxas de fundos federais para o valor de 1,25% no final de 2002. Em 2003, Greenspan (2008) acreditava que a letargia e a desinflação da economia já tinha ido longe demais e que existia o perigo de haver uma deflação e, em junho, abaixou a taxa de juros a um nível recorde de 1%, taxa esta que foi mantida por um ano inteiro (WOODS, 2009). O gráfico abaixo mostra a variação da taxa efetiva dos fundos federais.

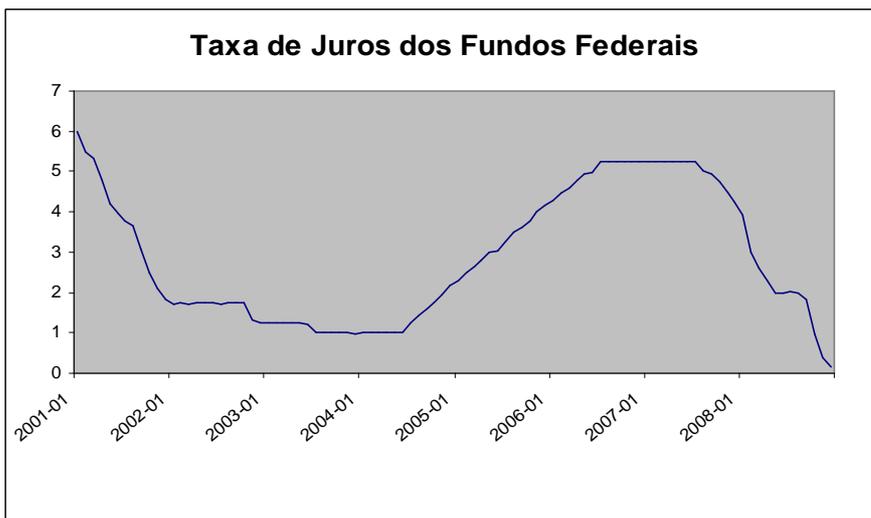


Gráfico 1: Taxa de Juros dos Fundos Federais

Fonte: Elaboração própria com base em <http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>

Ao abaixar a taxa de juros a níveis tão baixos, o Federal Reserve expandiu a base monetária e aumentou a oferta monetária de “uma forma nunca antes vista na historia desta república [Estados Unidos]” (WOODS, 2009 p. 26). De 2001 a 2007, a base monetária americana subiu de 605 bilhões de dólares para cerca de 860 bilhões² de dólares, um aumento de 42%. Considerando o índice MZM, que mede a quantidade de dinheiro que está imediatamente disponível na economia para gasto e consumo, observa-se que houve um aumento de 64,5% durante esse período:

² Estes dados podem ser encontrados no site do Federal Reserve: www.federalreserve.gov

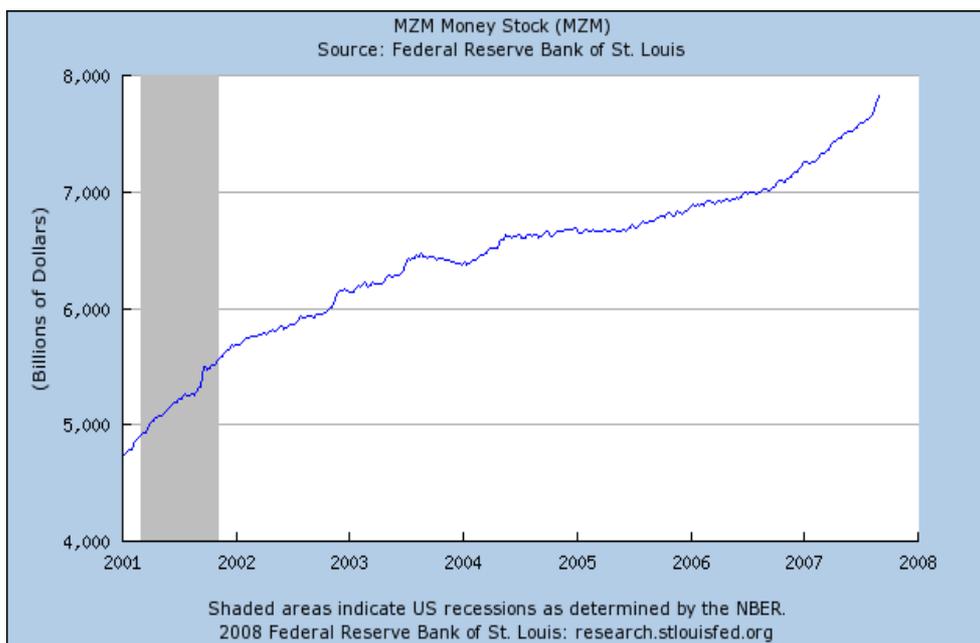


Gráfico 2: MZM Money Stock

Fonte: <http://research.stlouisfed.org/publications/usfd/20011227/usfd.pdf>

Mises (1980) afirmou que um aumento de moeda em circulação fará com que os preços, obrigatoriamente, subam. Contudo, ele diz que uma expansão monetária não ocorre de forma uniforme por toda a economia e, conseqüentemente, os preços não variam na mesma proporção. Isto faz com que ocorra uma variação nos preços relativos, mais especificamente, na relação entre preços de bens de produção e bens de consumo. Esta variação levará a economia ao boom de crescimento econômico, mas que, quando o aumento da oferta monetária for cessado, o que inevitavelmente ocorrerá, a economia entrará em um período de queda.

Ao se observar o índice de inflação norte americano durante o período de 2001 a 2007, verifica-se que a inflação deste período teve uma média anual de apenas 2,66%³ ou 20,41% se agregarmos a um único valor. Greenspan (2008, p. 221) explicou que os baixos índices de inflação, mesmo a baixas taxas de juros, se deviam à “ globalização [que], sem dúvida, exercia impacto deflacionário”

A globalização produtiva e financeira foi, sem dúvida, um processo que rompeu com os limites de produtividade até então conhecidos, e trouxe um aumento espetacular na

produção a nível mundial. Contudo, mesmo que o aumento da produtividade mascarasse boa parte da inflação americana, tem de se levar em consideração a forma como é calculada a inflação americana, que exclui o preços de alimentação, energia e imóveis por considerar esses mercados muito voláteis . Desta forma, a grande subida nos preços do mercado imobiliário não foi considerada como sendo maléfica e algo a ser combatido. (WOODS, 2009)

Greenspan (2008), ao avaliar que os preços dos imóveis prontos subiram numa média de 7,5% anuais durante os anos de 2000, 2001 e 2002, representando mais que o dobro dos níveis predominantes poucos anos atrás, considerou que o boom imobiliário elevou a moral da população. Quando as pessoas viam suas casas subirem constantemente de valor, passavam a contrair hipotecas, cuja obtenção foi muito facilitada pelas instituições financeiras (as razões serão explicadas na seqüência), e utilizavam esse dinheiro em consumo. Durante esse período de boom imobiliário, houve um considerável aumento na demanda por todos os tipos de bens e serviços, como carros, eletrodomésticos, turismo e entretenimento. Segundo Robert Samuelson (2002 apud GREENSPAN, 2008, p. 223), o boom do mercado de habitações salvou a economia americana.

O mercado imobiliário americano se tornou uma área interessante para se investir e, em 2005, 28% das casas vendidas eram compradas por investidores, de acordo com o National Association of Realtors (2007). Durante esse período, Greenspan (2008) disse que inúmeros investidores se aproveitavam do crédito barato e compravam cinco ou seis imóveis para revendê-los logo em seguida. Neste momento surgiu a dúvida no até então presidente do Federal Reserve “(...) booms atraem bolhas, (...) será que estávamos caminhando para um crash doloroso do mercado imobiliário?” (GREENSPAN, 2008, p. 223). Contudo Greenspan se recusou a acreditar que a resposta para sua questão fosse positiva.

Mises (1980; 1996) e Hayek (2008) afirmaram que mais cedo ou mais tarde uma injeção de crédito artificial terá de cessar devido aos enormes riscos de inflação e, em conseqüência, a economia sofrerá com um período de reajuste. Quanto maior a injeção de crédito, mais

³ Estes dados podem ser encontrados em: <http://www.measuringworth.com/inflation>

intenso será o processo de reajuste. No caso da economia americana, o Federal Reserve começou a aumentar suas taxas de juros na parte final de 2004, chegando a 5,25% em 2006⁴.

O aumento da taxa de juros fez com que o custo de captação de recursos financeiros por parte das instituições financeiras se elevasse e, conseqüentemente, elas repassaram esse aumento para a taxa de juros que cobravam de seus clientes, incluindo as taxas hipotecárias. As taxas baixas permitiram prestações hipotecárias mais baratas e acessíveis para a população, aumentando a demanda, enquanto que o aumento considerável nas taxas de juros fez com que as prestações se tornassem mais caras e, obviamente, houvesse um declínio na demanda. (SOWELL, 2009)

Em 2006, os preços dos imóveis começaram a cair pela primeira vez em dez anos. A queda dos preços foi maior nos lugares em que os preços haviam subido mais, lugares em que as pessoas tinham assumido mais riscos com o financiamento “criativo” para que os imóveis fossem comprados. Especuladores começaram a dever dinheiro em hipotecas de múltiplas casas que não poderiam mais ser vendidas a preços crescentes ou, nem mesmo, pelos preços em que eles as compraram. Emprestadores passaram a tomar posse das casas e colocá-las à venda, o que, com o aumento da oferta, diminuiu ainda mais os preços dos imóveis. (SOWELL, 2009)

Em junho de 2007, os bancos haviam retomado imóveis a um nível 87% maior que o ano anterior em todo o território americano. Isso significaria uma queda ainda maior nos preços dos imóveis. Grandes quedas nos preços dos imóveis continuaram em 2008 onde a Standard & Poor's reportou que o índice de preços dos imóveis, comparando outubro de 2008 a outubro de 2007, havia caído mais acentuadamente do que qualquer época nos vinte anos de existência do índice. Mais especificamente, em seis áreas metropolitanas o valor dos imóveis caiu mais de 25%, enquanto que em outras três áreas – Phoenix, Las Vegas e São Francisco – os preços caíram em um nível maior que 30%, comparando-se com Outubro de 2007. Neste momento, a crise se tornou real.

⁴ Estes dados podem ser encontrados em: <http://www.federalreserve.gov>

A teoria austríaca e a própria história de crises, como a de 29, já haviam demonstrado que uma expansão do crédito cria um boom econômico que, fatalmente, será seguido por uma recessão. Com isso, ao analisarmos a política monetária norte americana durante o período de crescimento, percebe-se que o fator determinante para o surgimento de um ciclo econômico estava em evidência. Apesar de o principal fator - a expansão monetária através de uma taxa de juros artificialmente baixa - já ter sido demonstrado, existem ainda questões pertinentes a serem tratadas. É preciso entender o porquê de o mercado imobiliário americano ter sido mais atingido pelo boom e o porquê da crise ter se espalhado pelos mercados financeiros mundiais.

3.3 POLÍTICAS GOVERNAMENTAIS DE INCENTIVO AO CRÉDITO IMOBILIÁRIO E MEIOS DE SECURITIZAÇÃO DE EMPRÉSTIMOS

3.3.1 Políticas Governamentais de Incentivo ao Crédito Imobiliário

Os novos e mais arriscados métodos de financiamento imobiliário que passaram a dominar os primeiros anos do século XXI não poderiam ter substituído os métodos mais tradicionais, a não ser que aqueles que regulam os bancos e outras instituições de crédito tenham concordado com tais mudanças. Na realidade, agências governamentais não só aprovaram padrões mais frouxos para empréstimos hipotecários, mas foram os incentivadores deste processo. (SOWELL, 2009, p. 30) (Tradução Nossa)

Durante a década de 90, membros do congresso americano de ambos os partidos encorajaram as agências reguladoras federais a pressionarem os bancos e outras instituições de empréstimo a baixarem seus padrões de exigência para a liberação de empréstimos hipotecários. Eles acreditavam que uma taxa maior de casas próprias era uma coisa boa. Para atingir seus objetivos, os políticos americanos criaram uma série de projetos, dentre eles o Community Reinvestment Act (CRA) que realizou um papel importante para na redução dos padrões de exigências para empréstimos hipotecários.

O Community Reinvestment Act de 1977 diz que:

(...) cada agência federal de supervisão pode usar sua autoridade, ao analisarem instituições financeiras, encorajando tais instituições a ajudarem a cobrir as necessidades de crédito das comunidades em que estas estão inseridas [...] (SOWELL, 2009, p. 36) (Tradução Nossa)

Em outras palavras, os agentes governamentais se tornaram qualificados para determinar para quem os emprestadores deveriam emprestar o dinheiro confiado a eles.

Apesar de o Community Reinvestment Act (CRA) não ter apresentado um impacto imediato, ao longo dos anos as instituições financeiras passaram a sofrer maiores pressões para emprestar para quem os burocratas e políticos desejassem. Essas pressões começaram na década de 90 e foram aumentando. Em 1995, os reguladores do sistema bancário americano criaram novas regras para estabelecer se determinado banco estava ou não dentro dos padrões do CRA. Para os bancos, não bastava mais provar que estavam procurando por pessoas qualificadas pela lei, mas precisavam, agora, mostrar que haviam feito um número solicitado de empréstimos para pessoas de baixa e média renda. As novas regras ainda estabeleciam que as instituições financeiras utilizassem métodos de empréstimos inovadores e flexíveis para atender tais necessidades. (SOWELL, 2009)

Os bancos americanos são empresas altamente reguladas pelo governo federal e, por isso, eles necessitam de permissões governamentais para realização de mudanças em suas operações comerciais, como fusões, abertura de filiais, de uma nova linha de negócios. Estas permissões passaram, então, a serem negadas caso os agentes do governo achassem que os bancos não estavam cumprindo com os padrões determinados pelo CRA. Da mesma maneira, o governo poderia aplicar restrições ao comportamento dos bancos, caso estes não apresentassem os resultados satisfatórios. Sowell (2009) relata que, quando uma lei que permitia que os bancos se diversificassem por meio de securitizações foi aprovada em 1999, a Casa Branca determinou que os bancos que apresentassem resultados insatisfatórios de acordo com o CRA estariam proibidos de utilizarem os privilégios de diversificação aprovados nessa legislação. O CRA pode não ter sido o pilar principal de toda a crise, mas certamente gerou bilhões de dólares em inadimplência. (SOWELL, 2009; DI LORENZO, 2009)

Henry Cisneros, secretário do Department of Housing and Urban Development (órgão que se equipara ao Ministério da Casa Civil no Brasil) do governo Clinton, também deu a sua contribuição para que os padrões de empréstimos fossem afrouxados. Cisneros pressionou o Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) e o Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Company), empresas atuantes no mercado secundário de hipotecas americano, a

realizarem empréstimos a pessoas que normalmente não poderiam adquirir. Ou seja, empréstimos mais arriscados foram considerados como empréstimos seguros pelo regulador mais importante do mercado imobiliário. O Department of Housing and Urban Development não estava somente aceitando empréstimos de alto risco, mas incentivando que mais fossem realizados. (SOWELL, 2009)

O governo americano também desenvolveu uma série de pequenos programas em níveis federal, estadual e municipal, com vistas a encorajar pessoas a comprarem casas. O governo estava constantemente oferecendo terras grátis, estradas e incentivos fiscais para quem desejasse construir casas. O governo também cortou impostos daquelas pessoas que, não só compravam casas, mas adquiriam empréstimos hipotecários para tal. Outro incentivo era não se cobrar impostos em ganhos com negociações de casas. Woods (2009) diz que se uma pessoa investisse U\$500.000 em ações e, no ano seguinte, vendesse por U\$1.000.000,00, ela teria que pagar 15% em impostos sobre ganhos de capital (considerando o ano de 2008), enquanto que se um casal comprasse uma casa por U\$500.000 e vendesse por U\$1.000.000,00, ele não pagaria nada em impostos sobre ganhos de capital. Logo, era mais vantajoso investir em casas do que em ações. (WOODS, 2009)

Todas essas políticas de incentivo à casa própria fizeram com que a demanda se concentrasse nesse setor. Com as taxas em um nível muito baixo, a compra de uma casa própria foi um sonho realizado por boa parte dos americanos, pelo menos até o castelo de cartas desmoronar e a realidade mostrar que este padrão era insustentável.

3.3.2 A Securitização de Empréstimos: Fannie Mae e Freddie Mac

Fannie Mae, criada em 1938 por Franklin Roosevelt, tinha como função fornecer liquidez ao mercado hipotecário. Durante os 30 anos seguintes, ela desfrutou do monopólio do mercado secundário de hipotecas nos EUA, tornando-se uma corporação privada em 1968, para conter o déficit orçamentário do governo. A Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Company) foi criada em 1970, no governo Nixon, para expandir o mercado

secundário de hipotecas e, assim como a Fannie Mae, tem a função de fazer empréstimos e dar garantias a empréstimos. Tanto a Freddie Mac como a Fannie Mae, junto com outras empresas, compram (dos bancos) hipotecas no mercado secundário e as revendem para investidores no mercado aberto como títulos lastreados em hipotecas. Essas duas empresas são responsáveis pela securitização destes papéis. (ROCKWELL; ROZEFF, 2008)

Apesar de essas duas empresas terem sido privatizadas, elas ficaram conhecidas como empresas “apadrinhadas pelo governo”. Isso significa que elas continuaram com propósitos públicos e possuíam o apoio implícito do governo americano. Com esse apoio governamental, essas empresas conseguiam financiamento a taxas vantajosas, pois os credores acreditavam que não haveria riscos, já que o governo estava envolvido. Devido a estes financiamentos, estas empresas acabaram por “sobre-estimular” o mercado imobiliário.

O Fannie Mae e o Freddie Mac não eram responsáveis por realizar empréstimos hipotecários aos compradores de casas, mas sim por comprar empréstimos dos bancos no mercado secundário. Em outras palavras, depois que um banco realizar um empréstimo para um consumidor, ele podia vender este empréstimo para o Fannie ou para o Freddie. Daquele momento em diante, o empréstimo não pertencia mais ao banco e o Fannie e Freddie se tornavam os responsáveis por ele, recebendo os pagamentos mensais do empréstimo e assumindo os riscos caso houvesse inadimplência. O Fannie e o Freddie poderiam manter esses ativos em suas carteiras ou poderiam emitir títulos com um pacote de empréstimos hipotecários e vendê-los no mercado financeiro, o que geralmente era feito. (WOODS, 2009)

Enquanto que o Freddie e o Fannie passavam a se encarregar dos empréstimos, os bancos que os haviam realizado recebiam, com a securitização, o dinheiro dos empréstimos novamente e tornavam a emprestá-lo para um novo consumidor. Assim se mantinha o ciclo que estimulava o empréstimo hipotecário de uma forma muito maior do que aconteceria em outra maneira. (WOODS, 2009)

Este processo pode ser considerado com um estímulo artificial justamente pelo Fannie Mae e pelo Freddie Mac serem empresas que funcionavam com incentivos do governo. Neste

ponto, surge a questão do Risco Moral. O Risco Moral que nada mais é do que uma visão distorcida dos riscos por certos agentes do mercado, decorrida de ações de outros agentes. Todos imaginavam que, se por algum motivo, o Fannie e o Freddie não pudessem cumprir com suas obrigações, o governo impediria que essas instituições fossem à falência. Isso acabou por se mostrar correto quando, em 2008, o governo americano resgatou e tomou controle destas instituições. Quando o governo passou a controlar o Fannie e o Freddie, em 2008, as duas instituições possuíam metade das hipotecas do país e cerca de três quartos de novas hipotecas. (WOODS, 2009)

3.3.3 Financiamento Criativo

Com tantos incentivos para a realização de empréstimos hipotecários, novos métodos de empréstimos se espalharam pela economia americana. Estes métodos ficaram conhecidos como financiamentos “criativos” ou “inovadores”. O aumento constante nos preços dos imóveis também foi fundamental para uma “inovação” no sistema financeiro americano.

Dentro destes métodos, tem de se destacar o papel dos empréstimos hipotecários com taxas de juros ajustáveis. Com um empréstimo através deste método, o consumidor pagaria uma taxa de juros variável, de acordo com as taxas na economia como um todo. Logo, em um momento de taxas de juros baixa, como foi o período do boom imobiliário, mais empréstimos seriam e foram contraídos. (SOWELL, 2009)

As variações dentro do método de taxas ajustáveis eram muitas. O tomador de empréstimo poderia, por exemplo, passar um período de dois anos, em um financiamento de 30 anos, pagando somente os juros ou até menos que isso (SOWELL, 2009). Esses tipos de empréstimo eram altamente atrativos em áreas onde os preços das casas eram muito altos e, mesmo quando os valores dos imóveis começaram a subir, entre 2002 e 2004, os valores das prestações iniciais estavam caindo devido á queda da taxa de juros a níveis inferiores a 1%. (SOWELL, 2009)

Em 2002, apenas 10% de novos empréstimos hipotecários nos Estados Unidos eram realizados através do método de taxas ajustáveis. Este número cresceu para 31% em 2005 e,

em cidades da Califórnia, assim como em Denver, Washington, Phoenix e Seattle, os financiamentos baseados em taxas ajustáveis representavam 40% dos financiamentos. Na Baía de São Francisco, região onde os imóveis eram mais caros, os financiamentos baseados em taxas ajustáveis representaram 66% dos financiamentos realizados em 2005. (SOWELL, 2009)

A realização de um financiamento desta maneira era extremamente atrativa para pessoas que esperavam que suas rendas aumentassem no futuro. Quando o período de pagamentos menores acabasse, suas rendas crescentes tornariam possíveis que os pagamentos fossem realizados, isso, é claro, se tudo ocorresse como planejado.

Havia ainda um outro motivo para que as pessoas assumissem riscos com o financiamento criativo durante o boom imobiliário. Com os preços das casas subindo substancialmente, elas poderiam adquirir o direito de propriedade mesmo antes de começarem a pagar o principal do financiamento. Sowell (2009) exemplifica que uma pessoa poderia adquirir um financiamento “criativo” a taxas ajustáveis para financiar uma casa de \$600.000, pagando somente os juros durante os dois primeiros anos e se, mesmo que no fim deste período, esta pessoa não tivesse condição de arcar com as prestações seguintes, ela poderia vender a casa e ainda lucrar com isso devido à valorização do imóvel. Ou seja, no final deste período, a casa poderia estar valendo \$800.000, fazendo com que o indivíduo em questão deixe a casa com um lucro de \$200.000. Este cenário se tornou bastante comum durante o período do boom, especialmente em territórios que sofreram uma maior alta nos preços.

O exemplo acima é apenas uma ilustração de como era possível obter dinheiro líquido a partir de um imóvel. Donos de casas que já haviam sido quitadas antes do boom poderiam adquirir empréstimos baseados no valor da propriedade. Como os preços estavam subindo acentuadamente, estes empréstimos poderiam facilmente exceder o valor do imóvel. Sowell (2009) diz que, por exemplo, um morador de Chicago comprou uma casa no valor de \$90.000 em 1992 e que, com o boom imobiliário, este homem foi capaz de contrair um empréstimo de \$200.000, tomando em conta que o valor do imóvel havia subido para \$900.000.

Muitas pessoas que não eram especuladoras aproveitaram o momento de subida nos preços dos imóveis para especular. Quando as taxas de juros começaram a subir, os problemas começaram a surgir e muitas pessoas se tornaram incapazes de cobrir suas obrigações, fazendo com que o valor de imóveis sofresse uma queda abrupta. O encadeamento entre os empréstimos hipotecários, os bancos, as agências de securitização e os investidores fizeram com que a queda não só atingisse os preços das casas, mas também o valor de uma série de papéis em diversas bolsas do mundo.

3.4 A TEORIA AUSTRÍACA E A BOLHA IMOBILIÁRIA

Mises (1980; 1990) baseou a sua teoria no subjetivismo através de sua análise baseada na sua Teoria da Ação Humana. Para ele, os homens estão sempre realizando escolhas com o intuito de atingir um nível mais satisfatório no futuro. Estas escolhas têm de ser realizadas considerando um importante fator econômico, o tempo. O tempo é escasso e um homem não pode usufruir tudo em um único momento, ele tem de alocar o tempo da forma que achar que lhe trará maior satisfação no futuro. Essas escolhas são baseadas na “única unidade capaz de permitir um cálculo econômico racional” (GARCIA, 2001), que é o preço. Preços representam a relação entre a oferta de bens ou recursos disponíveis no presente através de uma unidade homogênea, a moeda. A escolha será realizada no presente ou no futuro, dependendo dos juros, que representam um prêmio pelo adiamento da escolha.

Os juros aparecem como um fator fundamental no processo de decisão econômica. Certos agentes econômicos possuem tendência a poupar mais, enquanto que outros têm uma maior propensão a gastar/investir mais. São as relações entre a oferta e demanda por poupança (taxa de juros natural), junto com as descobertas de discrepâncias na estrutura intertemporal (taxa de juros de mercado). O problema dos ciclos surge quando as taxas de juros são reduzidas e ficam abaixo da taxa natural de juros. Isso ocorre devido à uma expansão monetária que modifica os preços relativos, causando discrepâncias intertemporais na estrutura de produção e fazendo com que agentes econômicos tomem decisões diferentes. Estas decisões levam a economia a um período de boom, com o aumento da produção e do

consumo. Contudo, as taxas de juros terão de voltar a subir, fazendo com que as decisões dos agentes se mostrem precipitadas e a economia entre em um período de reajuste. (MISES, 1980;1996; HAYEK 2008)

Este processo ocorreu na criação da bolha imobiliária. Foi visto que durante o período de 2002 a 2003 as taxas de juros americana foi reduzida acentuadamente, chegando ao nível mínimo histórico de 1%, no qual permaneceu por um ano, voltando a aumentar em meados de 2004 (Gráfico 1). Este processo fez com que a quantidade de moeda em circulação aumentasse consideravelmente durante esse período, como mostra o Gráfico 2.

Ao longo da década de 1990 e início da primeira década do século XXI, os Estados Unidos sofreram com uma série de políticas de incentivo à compra da casa própria, principalmente através do CRA, de pressões a agências “apadrinhadas” pelo governo e pelo incentivo governamental ao financiamento “criativo”. Estas políticas fizeram com que a demanda por imóveis crescesse de forma exacerbada ao direcionarem a maior parte do dinheiro criado ao mercado imobiliário que, durante o período de 2001 a 2006, evidenciou uma subida excepcional em seus preços. (WOODS, 2009; SOWELL, 2009)

O crédito barato fez com que instituições financeiras assumissem maiores riscos que, além de serem pressionadas pelo governo a emprestar para pessoas com histórico de crédito ruim ou que não possuíam capacidade de pagamento, se envolviam em transações inovadoras e complexas nos mercados financeiros. Juntando-se esse fato à mentalidade do “grande demais para quebrar”, os riscos assumidos foram fora do comum. Estas instituições acreditavam que o sistema financeiro como um todo nunca quebraria, pois, em qualquer necessidade mais urgente, todos contavam que o governo americano utilizaria o dinheiro do contribuinte para solucionar o problema. Segundo Woods (2009), o próprio Alan Greenspan havia construído uma reputação de Sr. Resgate ao resgatar o Peso Mexicano e ao atuar ativamente contra a bolha da Internet.

Os próprios consumidores americanos estavam dispostos a correr mais riscos. Estes consumidores viam suas casas aumentar de valor constantemente e, com uma taxa de juros tão baixa, parecia-lhes um bom negócio adquirir empréstimos. Pessoas que ainda não possuíam casas contavam com a possibilidade de usar mecanismos de financiamento

inovadores e, com juros baixos, adquirir imóveis para ganhar dinheiro com a subida dos preços. Numa perspectiva austríaca, a preferência do consumidor não havia se modificado, logo, uma queda na taxa de juros fez muitas pessoas adiantarem o consumo, antes mesmo de possuírem renda para tal. (SOWELL, 2009; ROTHBARD, 2000)

Finalmente, quando as taxas de juros começaram a aumentar, tornou-se inviável manter esse padrão de comportamento. Muitos consumidores não possuíam condição de continuar pagando suas hipotecas e começaram a vender suas casas. Os primeiros se beneficiaram e conseguiram vender suas casas. Quando, entretanto, o aumento de casas à venda no mercado começou a aumentar, os preços começaram a cair. O nível de endividamento da sociedade americana estava alto, quase ninguém queria mais comprar uma casa. Assim, o aumento da oferta de casas sem o aumento da demanda fez os preços caírem mais acentuadamente. Em certo ponto, donos de imóveis possuíam dívidas maiores do que o valor do imóvel e os bancos começaram a executar as hipotecas, colocando mais casas no mercado e agravando a queda dos preços. (WOODS, 2009; SOWELL, 2009)

No mercado financeiro, o Fannie Mae e o Freddie Mac repassavam títulos hipotecários para investidores de todo o mundo que, durante os anos do boom, obtiveram retornos consideráveis. Com o aumento da inadimplência e com os preços dos imóveis entrando em uma curva descendente, os mercados financeiros também sofreram com uma queda abrupta no preço dos papéis negociados. (WOODS, 2009)

4. CONCLUSÃO

A teoria austríaca mostra que existe uma relação evidente entre o período de boom econômico e o período de crise posterior. Esta relação está na presença do crédito na economia. Quando o crédito se expande, sem que tenha havido um acréscimo na poupança, as mudanças nos preços relativos farão com que os empresários tomem decisões que no futuro se mostrarão precipitadas e, ao mesmo tempo, os consumidores irão aumentar o consumo presente, considerando que o custo de se manter o dinheiro está muito baixo.

A evolução do sistema bancário para o que se tem hoje trouxe, também, uma evolução nos ciclos econômicos. A facilidade com que os bancos centrais se tornaram capazes de criar moeda e de estar sempre dando “liquidez” ao sistema bancário fizeram com que a capacidade de se gerar crédito independesse de uma poupança prévia. O único obstáculo para a criação de moeda, segundo grande parte dos economistas, seria o risco de inflação e, conseqüentemente, um colapso da moeda, em caso de excesso de inflação.

Quando Greenspan verificou, em 2005, que a inflação não havia acelerado, mesmo observando que a taxa de juros americana tinha sido reduzida ao nível mínimo de 1% em 2003, ele supôs que a globalização vinha exercendo um impacto deflacionário (GREENSPAN, 2008). De certa forma, ele estava correto. A globalização fez com que a produtividade aumentasse extraordinariamente. O que Greenspan não percebeu é que a globalização faria com que os custos e preços reduzissem ainda mais se não houvesse o processo deflacionário e, o mais importante, que a política monetária expansionista americana fizesse com que os preços relativos fossem distorcidos.

Os preços que sofreram mais com a expansão do crédito foram justamente aqueles do setor que não entrava nas estatísticas de inflação americanas, o setor imobiliário. Aliando a expansão do crédito a políticas de incentivo à compra de casa própria, os preços imobiliários sofreram um grande aumento. Com os processos inovadores do sistema

financeiro, os ganhos nos preços de imóveis foram transferidos para muitos papéis em bolsas de todo o mundo. Este sistema não poderia continuar porque às taxas de juros não poderiam se manter em um nível tão baixo. Logo que as taxas aumentaram, o castelo de cartas começou a ruir.

A teoria austríaca considera a crise como o período de reajuste ao crescimento anterior. Maus investimentos foram feitos durante o período, assim como os consumidores aumentaram seu consumo baseado no endividamento. Quando a crise se instala, os produtores tendem a diminuir sua produção por que o consumo foi reduzido. Os consumidores necessitam pagar suas dívidas e começam a poupar. É um processo duro para economia, mas nada mais é do que o resultado de um crescimento sem bases reais. Políticos, entretanto, são incapazes de aceitar o doloroso processo de reajuste e, assim que a economia entra em recessão, voltam a baixar os juros numa tentativa de reanimar a economia. Inicia-se assim um novo ciclo.

A situação americana mostra que, apesar de estar perto de completar um século de existência, a teoria de Mises ainda é capaz de explicar os fenômenos cíclicos da economia. O sistema monetário mundial atual garante que o mundo não está livre de crises. Da mesma forma que os Estados Unidos reduziram sua taxa básica de juros entre os anos de 2001 a 2004 (Gráfico 1) no intuito de combater uma recessão, o Federal Reserve voltou a reduzir drasticamente suas taxas a níveis ainda menores que os de 2003.⁵ Economistas modernos que seguem a teoria austríaca estão preocupados com os desafios que iremos encontrar no futuro.

⁵ Dados sobre a taxa dos fundos federais, ou taxa interbancária americana, podem ser encontrados no site do Federal Reserve (www.federalreserve.gov)

REFERÊNCIAS

- BHOEM-BAWERK, E. *Capital and interest*. Londres. Macmillan and Co. 1890.
- DILORENZO, T. *As raízes da crise imobiliária*. 2008. Disponível em: <<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=124>>. Acesso em 20 de maio de 2010, em:
- GARCIA, A. *Entendendo a crise econômica mundial*. 2002. Disponível em: <<http://www.olavodecarvalho.org/convidados/0218.htm>>. Acesso em 16 de outubro de 2009.
- GREENSPAN, A. *A Era da Turbulência*. 3ª Ed. Rio de Janeiro. Elsevier. 2007.
- GUTHMAN, R. *Ensaio Sobre a Escola Austríaca*. 2007. Disponível em: <www.libertarismo.com>. Acesso em: 17 de abril de 2010.
- HAYEK, F. *Prices and Production and Other Works: on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard*, Auburn. Ludwig von Mises Institute, 2008.
- MISES, L. *Human Action*. Indianapolis. Liberty Fund, 1996. V. 1, 2, 3 e 4
- MISES, L. *The Theory of Money and Credit*. Indianapolis. Liberty Fund, 1980.
- MURPHY, R.. *O banco central não pode planejar*. 2007. Disponível em: <<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=77>>. Acesso em 2 de Novembro de 2009.
- NATIONAL ASSOCIATION RESEARCH. *Housing Affordability Research*. 2007. Disponível em: <www.realtor.org>. Acesso em 20 de maio de 2010.
- ROCKWELL, L. e ROZEFF, M. (2008). *Freddie + Fannie = Fascismo*. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=125>. Acesso em: 25 de setembro de 2008.
- ROTHBARD, M. *America's Great Depression*. 5ª Ed. Auburn. Ludwig Mises Institute, 2000.
- ROTHBARD, M. *The Case Against the Fed*. Auburn. Ludwig von Mises Institute, 1994.
- SENNHOLZ, H, *The Great Depression*. 2008. Disponível: em <<http://mises.org/daily/3515>>. Acesso em 2 de maio de 2010.

SHOSTAK, F. *O problema do crédito: o que fazer para recuperar os mercados?* 2008. Disponível em: <<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=182>> Acesso em 14 de Outubro de 2009.

SMITH, G. *The Case of Natural Money*. 2009. Disponível em: <<http://mises.org/daily/3340>>. Acesso em 10 de setembro de 2009.

SOTO, J. H. *Escola Austríaca: Mercado e Criatividade Empresarial*. 2000. Disponível em: <http://www.causaliberal.net/livro_escola_austriaca/cap_7.pdf>. Acesso em: 10 de Janeiro de 2010.

SOWELL, T. *The Housing Boom and Bust*. Nova Iorque. Basic Books, 2009.

WICKSELL, K. *Interest and Prices*. Nova Iorque. Sentry Press, 1936.

WOODS, T. E. *Meltdown: A Free-Market Look at Why the Stock Market Collapsed, the Economy Tanked, and Government Bailouts Will Make Things Worse*. Washington DC. Regnery Publishing, 2009.