

Lucas Losnak Harris

**A TEORIA AUSTRIACA DOS CICLOS ECONÔMICOS: seus  
fundamentos e uma análise da crise de 2008**

**Monografia de Bacharelado em Ciências Econômicas**

**Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária**

**PUC - São Paulo**

**Novembro/2013**

Lucas Losnak Harris

A TEORIA AUSTRIACA DOS CICLOS ECONÔMICOS: seus  
fundamentos e uma análise da crise de 2008

Monografia submetida à apreciação de banca  
examinadora do Departamento de Economia  
como exigência parcial para obtenção do grau  
de bacharel em Ciência Econômicas,  
elaborada sob orientação do professor Dr.  
Antônio Carlos Alves Santos.

**Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária**

**PUC - São Paulo**

**Novembro/2013**

Essa monografia foi examinada pelos professores abaixo relacionados e aprovada com  
nota final \_\_\_\_\_ (\_\_\_\_\_).

Nomes legíveis dos examinadores (orientador e demais membros da banca)

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Autorizo a disponibilização desta monografia para consulta pública e utilização como  
referência bibliográfica, mas sua reprodução total ou parcial somente pode ser feita  
mediante autorização expressa do autor, nos termos da legislação vigente sobre direitos  
autorais.

São Paulo, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

À minha mãe, que proveu sólidos alicerces  
para minha formação.

HARRIS, L. Lucas. **A TEORIA AUSTRÍACA DOS CICLOS ECONÔMICOS: seus fundamentos e uma análise da crise de 2008**. São Paulo, 2013. Monografia de Bacharelado (Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

Esta monografia apresenta um breve estudo sobre a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos, que por vários anos ficou submersa no debate econômico. Não são abordadas as diferenças teóricas entre economistas austríacos, mas, sim, a estrutura geral e aceita por todos esses.

A apresentação da teoria é feita na metodologia convencional da Escola Austríaca e através de uma tentativa moderna de aproximação com a Macroeconomia tradicional. Por último, com o suporte do que foi apresentado, analisa-se a crise de 2008 nos EUA.

**PALAVRAS CHAVES:** Escola Austríaca, Ciclos Econômicos, crise 2008.

## SUMÁRIO

### INTRODUÇÃO

#### 1-A TEORIA AUSTÍACA DOS CICLOS ECONÔMICOS

1.1- Introdução .....	3
1.2- Proposições da escola austríaca de economia.....	3
1.3- Introdução à Teoria dos Ciclos .....	7
1.4- Ciclo econômico - como se origina .....	8
1.5- Ciclo econômico – desestruturação produtiva.....	12
1.6- Ciclo econômico – a correção.....	17

#### 2 - A TEORIA MACROECONÔMICA DE CAPITAL E OS CICLOS ECONÔMICOS

2.1- Introdução .....	20
2.2- Um breve relato das contribuições Macroeconômicas das Escolas Econômicas que predominaram na segunda metade do século XX.....	20
2.3- A macroeconomia baseada na teoria de capital - a análise da escola austríaca.....	26
2.3.1- Mercado para fundo de empréstimos.....	26
2.3.2 - Fronteiras de possibilidade de produção (FPP) .....	28
2.3.3- A estrutura intertemporal de produção .....	29
2.4- Crescimento econômico.....	32
2.4.1- Crescimento secular.....	33
2.4.2 - Mudanças nas preferências intertemporais .....	34
2.5 - A teoria austríaca dos ciclos econômicos .....	37

### **3- CAPÍTULO 3: CRISE 2008 E A TEORIA AUSTRIACA DOS CICLOS ECONÔMICOS**

3.1 – Introdução .....	40
3.2 - O início do boom e os sinais apontados pela teoria austríaca.....	42
3.3 – A Correção .....	53
3.4 - A solução americana e seu risco .....	53
<b>Conclusões .....</b>	<b>59</b>
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>60</b>

### **LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

Figura 2.1- Curva IS-LM .....	20
Figura 2.2- Curva de Phillips .....	21
Figura 2.3- Gráficos AS/AD conforme as respectivas Escolas.....	25
Figura 2.4- Equilíbrio entre agentes deficitários e superavitários.....	27
Figura 2.5- Fronteira de Possibilidade de Produção .....	28
Figura 2.6- Comportamento da Curva de Fronteiras de Produção.....	29
Figura 2.7- Triângulo Hayekiano de Produção .....	30
Figura 2.8- Equilíbrio no processo produtivo .....	31
Figura 2.9- Crescimento Secular.....	33
Figura 2.10- Crescimento baseado em mudanças nas preferências temporais .....	35
Figura 2.11- Crescimento baseado em poupança.....	36

Figura 2.12- Distorções monetárias e suas consequências.....	37
Figura 3.1- Base Monetária Americana .....	42
Figura 3.2- Agregados monetários M1 e M2 dos EUA .....	43
Figura 3.3- Taxa básica de juros norte americana.....	44
Figura 3.4- Índice de inflação dos EUA (CPI).....	45
Figura 3.5- Taxa de juros para empréstimos imobiliários.....	46
Figura 3.6- Empréstimos voltados à construção civil por parte dos bancos .....	46
Figura 3.7- Índice Case Shiller.....	51
Figura 3.8- Novas casas construídas .....	51
Figura 3.9- Gastos totais com construção .....	52
Figura 3.10- Base monetária americana (após 2008).....	54
Figura 3.11- Taxa básica de juros norte americana (após 2007).....	55
Figura 3.12- Reservas voluntárias dos bancos no Fed .....	55
Figura 3.13- Ativos do Fed .....	56
Figura 3.14- Comportamento S&P 500 de acordo com a política monetária .....	57

## INTRODUÇÃO

Uma das principais lições de Ludwig von Mises, importante economista austríaco, é que por mais bem intencionadas que regulamentações possam ser, elas nunca atingem seus fins; elas apenas distorcem o mercado, que naturalmente buscará correções. Essas correções podem ocorrer ou podem ser postergadas por novas intervenções, o que fará com que quando chegue seja mais drástica.

Esta monografia analisa a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos, uma das principais e mais complexas contribuições da Escola Austríaca ao estudo econômico. Tentar-se-á compreender o porquê agentes incorrem em erros generalizados com uma relativa frequência e quais são as soluções mais adequadas e benéficas à sociedade nestes cenários. Após a exposição da teoria analisa-se a crise que ocorreu em 2008, e como esta pode ser explicada a partir da teoria que foi previamente exposta.

Sua complexidade se dá pelo fato de que a teoria pode ser descrita como um ciclo de crédito, comumente iniciada a partir das medidas adotadas por um Banco Central, passando pela estrutura bancária e finalmente afetando a produção e a demanda; ou seja, será reunida uma série de fenômenos que normalmente são estudados de forma independente.

No primeiro capítulo apresenta-se a teoria dos ciclos econômicos em sua metodologia tradicionalmente desenvolvida pelos economistas austríacos. Parte-se de uma breve exposição dos principais pressupostos da escola e, posteriormente, mostra-se a estrutura básica e aceita por todos economistas austríacos, deixando de lado controvérsias menores existentes entre alguns membros. Dedicar-se uma grande atenção ao *boom*, pois, sua análise é primordial para entendermos o *bust*.

No segundo capítulo explora-se a tentativa de alguns economistas modernos de introduzir à teoria austríaca determinadas ferramentas do instrumental da macroeconomia convencional, objetivando facilitar a compreensão desta; dentre os instrumentos encontra-se a fronteira de possibilidade de produção e o equilíbrio de agentes superavitários e deficitários. Neste capítulo faz-se, também, uma breve análise das principais teorias dos ciclos econômicos.

O terceiro capítulo descreve os principais eventos da crise de 2008 e, comparando com o que foi previamente analisado, procura demonstrar que tal crise é um exemplo real do que a teoria nos descreve. Para tal estudo, utilizaremos uma série de indicadores econômicos.

Finalmente, apresenta-se, também no terceiro capítulo, uma breve explicação de quais medidas o banco central americano adotou em 2008 para superar a crise que afetou diversos setores da economia americana e inicia um debate de o quão eficaz essas políticas adotadas são.

# **CAPÍTULO 1 – A TEORIA AUSTRÍACA DOS CICLOS ECONÔMICOS**

## **1.1 - Introdução**

Os ciclos econômicos são amplamente estudados e explicados, com diversas teorias. Nesse capítulo objetiva-se compreender a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos – TACE-, porém, buscaremos não ressaltar as pequenas divergências entre os pesquisadores, mas sim compreender a estrutura básica aceita por todos os economistas austríacos. Exporemos neste capítulo as principais etapas da TACE e o porquê acredita-se que sociedades enfrentam erros generalizados dos agentes envolvidos, argumentando-se a partir da metodologia utilizada pela Escola.

## **1.2 - Proposições da escola austríaca de economia**

A Escola Austríaca é caracterizada por algumas preposições que a diferenciam das demais escolas. Entre eles são citado por de Soto (2010):

### 1- Conceito de Economia (SOTO, 2010, p.16):

O conceito de ação humana deve ser interpretado não somente como uma tomada de decisão, mas algo que se dá ao longo do tempo, caracterizando um processo em que agentes demonstram seus valores subjetivos – isto é, uma própria percepção de fins e meios que mudam constantemente - e resultam na interação humana/social. A ciência que busca estudar o homem e suas ações, cujos objetivos são atingir determinados fins, é chamada de Praxeologia:

### 2- Perspectiva metodológica:

Compreende-se que através da Praxeologia dá-se o entendimento da Economia, uma vez que o estudo do homem e de suas ações resultará no estudo de bens, riquezas, mercadorias, trocas e os demais fenômenos econômicos. Logo, a produção, por exemplo, não será um fato físico natural e externo, mas um fenômeno intelectual. Desta

forma, a metodologia de estudo necessariamente deve ser o individualismo metodológico.

### 3- Protagonista dos processos sociais:

O empresário é entendido como principal agente, que, diferente da economia neoclássica, não se encaixa em nenhum modelo de equilíbrio. Sua principal função está relacionada à criação, existência e ao uso da informação, possibilitando assim o processo de produção com informações que antes não existiam. Logo, tanto o lucro quanto o custo não é conhecido antes da ação, e essas informações são impossíveis de serem descobertas antes da própria função empresarial.

### 4- Possibilidade de os agentes se equivocarem a priori e natureza do ganho empresarial:

Empreendedores buscam lucro, caso contrário não agiriam. No entanto, erros são perfeitamente possíveis de ocorrer, sendo que a descoberta se dá *a posteriori* da ação; esses erros, porém, poderiam ser evitados por maior perspicácia empresarial. Não é possível, portanto, analisarmos na forma de custo benefício sob um modelo que maximiza matematicamente a satisfação sujeito à restrições.

### 5- Concepção da informação:

As diferentes informações existentes no mercado se caracterizam por seu caráter subjetivo, isso é, o conhecimento subjetivamente interpretado e utilizado pelos agentes - criatividade empresarial. Essas informações estão difundidas no mercado na forma de conhecimento prático, interpretado e utilizado, tornando assim o mercado “imperfeito”. Essa imperfeição é exatamente o que possibilita descobertas e geração de lucro, processo esse que representa a coordenação empresarial.

Por essa razão entende-se a crítica da Escola Austríaca à centralização de poder e intervenção estatal, que implicaria em todo o conhecimento - que está disperso na sociedade, inclusive, dos valores de cada indivíduo -, centralizado em um ou poucos intelectuais.

### 6- Ponto de referência:

Analisando sob a ótica do processo dinâmico, todo momento há alguma descoordenação social, o que indica uma oportunidade de lucro por parte dos empreendedores que, quando agem, criam uma ordem espontânea de coordenação. Essa ordem gera uma tendência ao equilíbrio, porém, esse nunca é atingido, pois, enquanto seus planos são concretizados, haverá mudanças de preferência dos agentes ao longo do tempo.

#### 7- Conceito de concorrência:

De acordo com esse paradigma e junto aos anteriores, compreendemos que a concorrência não é um processo de equilíbrio, mas algo dinâmico e constante, que sempre existirá. Teremos imperfeições no mercado e embora estes tendam ao equilíbrio, esse jamais será alcançado.

#### 8- Conceito de custo:

Custo deve ser entendido como algo subjetivo, que depende da capacidade empresarial para descobrir novos fins alternativos. Ou seja, dado que os meios são sempre limitados e que a base para compreensão da economia é a ação humana, logicamente, entendemos como custo os fins que se abdica quando se empreende um determinado curso de ação. Esses custos se dão em trocas voluntárias, o que demonstra também a subjetividade do valor: o que é um custo para um agente é o fim almejado de outro, e vice e versa. Os preços de bens, como conhecemos, são a materialização do mercado através das avaliações subjetivas existentes, e esses determinarão os custos da produção e a viabilidade de projetos.

#### 9- Formalismo:

Como todo processo real é algo dinâmico e não estático, abandona-se a utilização da modelagem matemática, pois, essa leva a uma simplificação exacerbada da realidade. Modelos estáticos podem levar a grandes erros, principalmente quando utilizados por um *policy maker*.

Para a escola austríaca, o formalismo se dá na lógica verbal (abstrata e formal) que permite a consideração da criatividade humana e do tempo subjetivo.

#### 10 - Relação com o mundo empírico:

Frente à oposição à metodologia empírica e positivista, os economistas austríacos optam por uma pesquisa apriorística<sup>1</sup> e dedutiva a partir de verdades auto evidentes, i.e, o axioma da ação humana – uma verdade auto evidente que quando negada implica em uma auto contradição.

#### 11 - Possibilidade de previsão específica:

Existe uma impossibilidade da previsão, uma vez que o observador não pode obter todas as informações subjetivas que são continuamente criadas e descobertas de forma descentralizada pelos agentes. Não se pode saber o que irá suceder no futuro, já este depende de conhecimento empresarial ainda não criado.

Nas palavras de Soto, os problemas com previsões se dão:

[...] primeiro, pelo imenso volume de informação de que se trata; segundo, pela natureza da informação relevante (disseminada, subjetiva e tácita); terceiro, pelo caráter dinâmico do processo empresarial (não se pode transmitir informações que ainda não foi gerada pelos empresários no seu constante processo de criação inovadora); e quarto, pelo efeito da coação e da própria “observação” científica (que distorce, corrompe, dificulta ou simplesmente impossibilita a criação empresarial de informação) [...]. (SOTO, 2010, p.26)

É importante ressaltar que a Escola Austríaca não crê na possibilidade de previsões embasadas matematicamente, mas aceita previsões de tendências de tipo genérico e qualitativo, principalmente com a função de reconhecer desajustes e descoordenções causados por coações institucionais exercidas sobre o mercado.

#### 12 - Responsável pela previsão (SOTO, 2010, p.16)

A função do empresário deve ser entendida como inerente ao mundo real que está em constante desequilíbrio; essa consiste em criar e descobrir informações que antes não existiam, de forma a gerar ganhos; portanto, o empresário é o responsável por tentativas de previsão.

---

<sup>1</sup> Isto é, que se baseiam em princípios anteriores à experiência; conceitos, portanto, *a priori*.

### 1.3- Introdução à Teoria dos Ciclos

Mises, em seu livro *Theory of Money and Credit* (1912), influenciado pela teoria dos juros do economista sueco Knut Wicksell, reconhece a diferença entre a taxa natural de juros – equilíbrio entre agentes poupadores e gastadores (superavitários e deficitários) e a taxa de juros cobrada pelos bancos. Somando-se a esse conceito a teoria de capital, desenvolvida previamente por Carl Menger e Eugen Von Bohm-Bawek, o autor entende que taxas de juros artificialmente baixas, sem respaldo de poupança previamente feita e mantida sob expansão de crédito, geram uma má alocação de capital. Isso ocasiona uma reestruturação do processo de produção, tornando-o mais demorado em relação ao padrão temporal de procura dos consumidores. Conforme o tempo demonstra essa discrepância, tanto os mercados de bens de produção quanto de bens de capital irão desfazer essa má alocação. Em determinado momento a taxa de juros deverá ser elevada, encerrando o *boom* e refletindo a escassez de capital circulante, após um excessivo montante de capital ter sido direcionado aos primeiros estágios do processo de produção.

Uma vez que a distorção no processo produtivo se iniciou, normalmente após o estímulo creditício vindo do Banco Central, é impossível o mesmo consertá-lo. Suas duas opções possíveis seriam: a) continuar com a política expansionista ou b) adotar uma política contracionista. A primeira gerará inflação e a segunda falências. A correção, que apesar de dolorosa deve ser encarada como inevitável, encontra várias dificuldades: políticos que visam reeleições, conflitos técnicos entre economistas e forças sindicais que não permitem a liberdade de preço para salários e contratos. Conforme elucidada Garrison:

The market works; it tailors production decision to consumption preferences. But production takes time, and as the economy becomes more capital intensive, the time element takes on greater significance. The role of the interest rate in allocating resources over time becomes an increasingly critical one. Still, if the interest rate is right, that is, if the interplay between lenders and borrowers is allowed to establish the natural rate, then the market works right. However, if the interest rate is wrong, possibly because of central bank policies aimed at “growing the economy”, then the market goes wrong. The particulars of just how it goes wrong, just when the misallocations are eventually detected, and just what complications the subsequent reallocation

might entail are all dependent on the underlying institutional arrangements and on the particular actions of policy makers and reactions of market participants (GARRISON, 2001, p.13)

#### 1.4 - Ciclo econômico- como se origina

Influenciados pela teoria *wickseliana*, os economistas austríacos consideram que a taxa básica de juros deve ser reflexo da “taxa natural de juros”, que surge do equilíbrio existente entre agentes superavitários e deficitários; esse equilíbrio resulta em um crescimento sustentável da economia<sup>2</sup>. Além disso, a mesma taxa tem a função importantíssima de refletir as preferências temporais dos participantes do mercado (tanto por consumo de bens quanto pelo dinheiro), que quando se absterem de um consumo presente e optam por um consumo futuro, cobram um prêmio para isso e sinalizam também que tipo de demanda apresentarão; conseqüentemente, haverá uma alocação de recursos por parte dos agentes empreendedores nos diversos estágios da cadeia de produção. Assim, a taxa de juros contém importantes informações e tem a função de sinalizar e coordenar alocações por parte de empresários/empreendedores.

Quando agentes econômicos optam por poupar – o que significa absterem-se do consumo imediato -, isso aumenta a quantidade disponível para empréstimos<sup>3</sup> e, conseqüentemente, haverá uma diminuição na taxa de juros. Caso o inverso ocorra, a taxa de juros aumentará. Como explica Rothbard:

Imaginemos uma economia com uma certa oferta monetária. Parte do dinheiro é gasto no consumo; o resto é poupado e investido numa imensa estrutura de capital, em várias ordens de produção. A proporção entre consumo e poupança ou investimento é determinada pelas preferências temporais das pessoas — o grau em que elas preferem satisfações presentes ou futuras. Quanto menos elas as preferirem no presente, menor será sua taxa de preferência temporal, e menor, portanto, a taxa pura de juros, que é determinada pelas preferências temporais dos indivíduos na sociedade. (ROTHBARD, 2012, p.52)

Considerando uma oferta monetária constante, as opções individuais se limitam entre poupar (disponibilizar recursos para investimento) e consumir. Notamos que uma taxa de juros elevada é a consequência de indivíduos priorizando a segunda opção,

---

<sup>2</sup> As justificativas dessa afirmação serão compreendidas ao longo do trabalho.

<sup>3</sup> Sistema potencializado pela existência de intermediadores, i.e, bancos.

enquanto a taxa de juros mais baixas nos remetem a primeira, sendo que a última propicia um cenário mais favorável ao aumento das estruturas de produção – isto é, investimentos de longo prazo e mais distantes do bem final. Ainda nas palavras de Rothbard:

Uma taxa mais baixa de preferência temporal será refletida em maiores proporções entre investimento e consumo, no prolongamento da estrutura de produção, e em formação de capital. Preferências temporais mais altas, por outro lado, refletir-se-ão em taxas de juros puras mais altas e numa proporção menor entre investimento e consumo. As taxas de juros finais do mercado refletem a taxa de juros pura mais ou menos o risco empresarial e os componentes do poder de compra. (ROTHBARD, 2012, p.52)

A produção de longo prazo será beneficiada numa situação de taxas baixa, pois, além desta estar refletindo o comportamento referente à demanda de inúmeros agentes econômicos<sup>4</sup>, também torna viável projetos cuja maturação é mais longa. Projetos, esses, que dificilmente seriam viáveis num cenário de altas taxas de juro. Algumas metodologias simples utilizadas em *valuation*, como VPL<sup>5</sup> nos elucidam esta situação.

A “taxa natural de juros”, que representa o equilíbrio entre superavitários e deficitários, tendia a predominar quando a moeda era lastreada em ouro e os bancos tinham a função de custodiar o dinheiro, sem utilizarem-se de reservas fracionadas para aumentar seus lucros. No entanto, essas duas situações foram substituídas por um modelo em que Bancos Centrais são quem garantem o valor da moeda, conhecido como modelo de moeda fiduciária – um monopólio de moeda de curso forçado-, e bancos que

---

<sup>4</sup> Há poupança para futuras ofertas.

<sup>5</sup> VPL – Valor Presente Líquido é uma metodologia muito utilizada na avaliação de projetos, em que, a partir dos fluxos de caixa esperados e da taxa de juros (taxa mínima de atratividade), calcula-se qual o valor viável para determinado projeto. Nota-se, portanto, o quanto maior a taxa de juros, menos viável será o projeto.

operam alavancados, sendo que o mínimo que devem manter em reserva é determinado pelo Estado<sup>6</sup>.

Notamos, porém, que independente do modelo haverá formas de aumentar artificialmente o crédito na economia, embora uns em menor proporção que outros, como explica Haberler:

[...] Differences can arise only (a) in respect to the particular way in which the expansion take place- whether it is primarily an increase in the quantity of credit money or legal –tender or gold or just of the velocity of circulation of one of theses – and (b) as to the causal sequence.

As to the causal relation, broadly speaking, two possibilities seem to be open:

1-On might assume that the impulse comes from the side of money, that the circulation is expanded by a deliberate action of the banks or other monetary, and this sets the whole chain of events going[...].(HABERLER, 2001, p.42)

No entanto, as taxas de juros passam a ser mais facilmente manipuladas pelo governo no momento em que surge um Banco Central, pois, cria-se um monopólio que atualmente se utiliza de três meios para esse controle: taxa de redesconto, percentual de compulsório e operações no mercado aberto.

Ou seja, a taxa de juros de uma economia é diretamente relacionada com a quantidade de moeda circulante, cujo detentor do direito de criá-la é o Banco Central.

---

<sup>6</sup> Entre os economistas austríacos há um debate entre qual o modelo monetário mais favorável: padrão ouro ou *free banking* – um modelo em que bancos emitiriam suas notas e seriam a própria garantia, o que geraria um modelo concorrencial -. Entende-se que mesmo no segundo modelo, a base monetária não tenderia a aumentar como ocorre hoje, pois, o livre mercado e a concorrência entre os bancos faria com que esses não pudessem operar muito alavancados, uma vez que: i) um banco veria seus recibos emitidos sem cobertura (sem cobertura de dinheiro) rapidamente transferidos para os clientes de outros bancos, os quais pediriam o resgate ao banco; ii) os bancos ficariam limitados pelo grau em que o público usasse as notas ou depósitos bancários como dinheiro padrão; e; iii) eles seriam limitados pela confiança dos clientes em seus bancos, que poderiam ser arruinados por corridas a qualquer momento.

Uma coletânea de artigos em defesa a ambas as teses dentro da Escola Austríaca pode ser encontrado no artigo “*Reservas Fracionadas – O debate da década*”. Disponível em: <<<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1403>>>, acessado em 23 de agosto de 2013.

Existe, desta forma, uma simbiose entre Banco Central e bancos comerciais, onde ambos podem expandir o crédito e criar dinheiro sem lastro, e essa relação visa garantir maior estabilidade a um sistema frágil sob a hipótese de uma corrida bancária. Esse arranjo permite que bancos tenham altos lucros<sup>7</sup> e o governo passa a ser financiado mais facilmente, beneficiando assim seus governantes e possibilitando um aumento de seu poder. Caso haja algum erro por parte das instituições privadas, muito provavelmente essas serão salvas pelo governo. Como observa Rothbard:

The Central bank acquires its control over the banking system by such governmental measures as: Making its own liabilities legal tender for all debts and receivable in taxes; granting the central bank monopoly of the issue of Banks notes, as contrasted to deposits (in England the Bank of England, the governmentally established central bank, had a legal monopoly of bank notes in the London area); or through the outright forcing of banks to use the central bank as their client for keeping their reserves of cash as their reserves of cash (as in the United States and its Federal Reserve System). Not that the banks complain about this intervention; for it is the establishment of central banking that makes long-term bank credit expansion possible, since the expansion of Central Bank notes provides added cash reserves for the entire banking system and permits all the commercial banks to expand their credit together. Central banking works like a cozy compulsory bank cartel to expand the banks' liabilities; and the banks are now able to expand in a larger base of cash in the form of central bank notes as well as gold. (ROTHBARD, 2001, p.71)

Para os economistas austríacos, no momento em que a taxa de juros – que sinaliza as preferências dos poupadores e gastadores- passa a ser manipulada, perde completamente sua importante função de referência para a coordenação econômica.

Bancos começam a criar crédito que não tem respaldo em poupança, e Bancos Centrais, influenciados por governantes que visam somente o curto prazo, estimulam mais ainda esse comportamento; esse respaldo se dá, pois, no curto prazo, haverá uma aquecimento da economia.

Soma-se a isso o fato de que uma expansão monetária não é distribuída igualmente. Assumindo que quanto maior a quantidade de moeda na economia, menor

---

<sup>7</sup> Principalmente na ausência de concorrência, como o caso brasileiro, em que a excessiva regulamentação resulta em uma enorme concentração no setor. Essa constatação pode ser feita através de alguns indicadores para mensurar concentração de setores, sendo um dos mais utilizados o Índice Herfindahl-Hirschman.

será o seu valor, concluímos que os que recebem primeiro o dinheiro recém criado irão utilizá-lo com um valor, porém, conforme esse se difunde pela sociedade, irá se desvalorizar, fazendo com que os últimos a recebê-lo sejam os que menos poderão aproveitá-lo e os primeiros os que mais terão seu poder de compra elevado. Portanto, ao mesmo tempo em que há uma expansão de crédito que gera menores taxas de juros, há também a geração de inflação e uma redistribuição desigual. Essa inflação é reflexo de mais moeda em circulação<sup>8</sup> e de menores taxas de juros – o que gera um desestímulo a poupança e maior atividade econômica a curto prazo, resultante também do novo prêmio (nova taxa juros) e mais consumo. O fenômeno da distribuição desigual citada acima suporta a conclusão de que a inflação, além de gerar uma desvalorização da moeda, aumenta a desigualdade social, favorecendo os que inicialmente recebem o dinheiro e prejudicando os últimos – normalmente os mais pobres<sup>9</sup>. O fenômeno é explicado por Iorio:

A ideia central dos austríacos é que o dinheiro novo entra em um ponto específico do sistema econômico e, sendo assim, ele é gasto em certos bens e serviços particulares, até que, gradualmente, vai-se espalhando por todo o sistema, assim como um objeto qualquer, ao ser atirado na superfície de um lago, forma círculos concêntricos com diâmetros progressivamente maiores, ou como quando se derrama mel no centro de um pires e ele vai-se espalhando a partir do montículo que se forma no ponto em que está sendo derramado (analogias, respectivamente, de Mises e Hayek). Por isso, alguns gastos e preços mudam antes e outros mudam depois e, enquanto a mudança monetária — digamos, uma expansão do crédito — for mantida, sua irradiação para gastos e preços persiste em movimento. (IORIO, online, 2012)

### **1.5 - Ciclo econômico – desestruturação produtiva**

A taxa de juros artificialmente baixa – isto é, abaixo da “taxa natural de juros”- trará várias consequências à economia, sendo a principal a desestruturação dos processos produtivos. Dentre algumas das razões que podemos citar: i) há um desestímulo a poupança e uma maior pressão para o consumo; ii) projetos que antes não eram viáveis tornar-se-ão;iii) o próprio mecanismo para abaixar artificialmente a taxa de

<sup>8</sup> Criada pelo Banco Central e Bancos Comerciais.

<sup>9</sup> De acordo com o jornal Estadão <<<http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,bndes-usa-verba-do-tesouro-para-grandes-empresas-,897822,0.htm>>>, mais de 65% dos recursos do BNDES são destinados a poucas e grandes empresas. Acessado em 03 de março de 2013.

juros requer um aumento na quantidade de dinheiro entrando na economia, sendo direcionado inicialmente para os grandes bancos; iv) preços serão distorcidos conforme o novo dinheiro se distribui na economia.

É fundamental para a correta compreensão da TACE entendermos a simbiose entre taxas de juro e emissão/redução da quantidade de moeda, pois, assim, ficará claro como se dá a formação do *boom* econômico. Ambas são relacionadas, mas, sozinhas, já são o suficiente para iniciar um *boom*. Não é real a hipótese de um helicóptero que distribua dinheiro recém-criado de forma igual para toda população<sup>10</sup>; necessariamente, alguns agentes devem recebê-lo antes que outros, o que gera uma desestruturação do resto da Economia. Se há, por exemplo, um estímulo monetário ao setor imobiliário, investimentos nesse setor aparentam ser mais vantajosos, pois os preços são sempre ascendentes. Como observa Hayek:

The whole conventional analysis reproduced in most text books proceeds as if a rise in average prices meant that all prices rise at the same time by more or less the same percentage, or that this at least was true of all prices determined currently on the market, leaving out only a few prices fixed by decree or long term contracts, such as public utility rates, rents, and various conational fees. But this is not true or even possible. The crucial point is that so long as the flow of money expenditure continues to grow and prices of commodities and services are driven up, the different prices must rise, not at the same time but in succession, and that in consequence, so long as this process continues, the prices which rise first must all the time move ahead of the others. This distortion of the whole price structure will disappear only sometime after the process of inflation has stopped. (HAYEK, 2001, p.96)

Embora não seja comum, é possível termos taxas de juros nominalmente altas, porém, havendo estímulos monetários, o que torna os investimentos em setores estimulados mais lucrativos que sob condições normais<sup>11</sup>. Conforme descrito anteriormente, o estímulo existe a partir de incentivos monetários a determinados setores ou na forma de juros mais baixos, ou ambos. O mais comum é que aconteçam de

<sup>10</sup> Analogia proposta inicialmente por Milton Friedman em seu livro *Money Mischief* (1994), cap.2. Friedman supôs que emissões monetárias controladas seriam similares a uma emissão de dinheiro vinda de um helicóptero, e que toda a população teria um acréscimo similar em sua renda.

<sup>11</sup> Situação muito recorrente no Brasil. Em diversos momentos tivemos um crescimento de nossa base monetária e ao mesmo uma taxa Selic alta.

forma unificada, pois, um é utilizado como instrumental para controlar o outro. A relação entre expansões, taxa de juros e *boom* é bem descrita por Mises:

During the period of credit expansion, it is true that the banks progressively raised the rate of interest; from a purely arithmetical point of view it ends up higher than it had been at the beginning of the boom. This raising of the rate of interest is nevertheless insufficient to reestablish equilibrium on the market and put a stop to the unhealthy boom. For in a market where the prices are rising continually, gross interest must include in addition to interest rate on capital in the strict sense – i.e, the net rate of interest – still another element representing a compensation for the rise in prices arising during the period of the loan. If the prices rise in a continuous manner and if the borrower as a result gains a supplementary profit from the sale of the merchandise which he bought with the borrowed money, he will be disposed to pay a higher rate of interest than he would have paid in a period of stable prices; the capitalism, on the other hand, will not be disposed to lend under these conditions, unless the interest includes a compensation for losses which the diminution on the purchasing power of money entails for creditors. If the banks do not take account of these conditions in setting the gross interest rate the demand their rate ought to be considered as being maintained artificially at too low a level, even in from a purely arithmetical point of view it appears much higher than that which prevailed under normal conditions. (MISES, 2001, p.31)

Nesse momento, daremos ênfase nos projetos que passarão a ser viáveis em função da taxa de juros. Sabe-se que todo empreendimento privado deve gerar lucro, e uma das principais metodologias para avaliar a viabilidade é trazer o projeto a valor presente, descontando os fluxos futuros de caixa. Notamos, portanto, que a taxa de juros tem caráter temporal e sua manipulação afeta os diferentes setores econômicos, uma vez que por essa metodologia, quanto mais longo o processo mais seu valor será afetado por mudanças na taxa de juros. Em outras palavras, empreendedores que buscam lucro são induzidos, quando há uma queda na taxa de juros, a iniciar e ampliar projetos que levam mais tempo para serem maturados (gerar lucros); paralelamente, são induzidos a evitar projetos cujas maturações são mais rápidos. Ressalta-se, portanto, que muitos dos novos empreendimentos que antes não eram viáveis, tornar-se-ão somente em função da taxa de juros menor.

Uma vez que empresas mais distantes do consumo final se caracterizam pelo uso intensivo de bens de capital, commodities e mão de obra, notaremos uma valorização desses insumos.

Como mencionado anteriormente, esse arranjo ocorre em função da nova moeda no mercado de empréstimo, que reduz os juros de empréstimos. Embora seja similar ao fenômeno do aumento de fundos poupados para investimento<sup>12</sup> o que está ocorrendo não passa de inflação; esse arranjo cria uma ilusão ao empresário de que está ocorrendo uma poupança maior do que realmente é. Quando os fundos aumentam, empresários investem em “processos de produção mais longos” – isto é, uma estrutura de produção mais longa e com etapas mais distantes do consumidor final. Inicia-se um processo de aumento de preços do capital e bens de outros produtores, o que estimula uma transferência dos investimentos de ordem “inferior”(próximo ao consumo) para ordens “superiores” (mas distantes do consumidor); em outras palavras, há uma migração da indústria de consumo para indústria de bens de capital que não haveria numa situação sem estímulos monetários.

As consequências desse arranjo é resumido por Rothbard:

Se esse fosse o efeito de uma queda verdadeira nas preferências temporais e de um aumento na poupança, não haveria problema nenhum, e a nova estrutura alongada da economia poderia sustentar-se indefinidamente. Mas essa transferência é produto da expansão do crédito bancário. Logo o dinheiro novo começa a descer dos mutuários empresariais para os fatores de produção: nos salários, nos aluguéis, nos juros. Porém, a menos que as preferências temporais tenham mudado, e não há qualquer motivo para achar que isso tenha acontecido, as pessoas logo gastarão suas rendas maiores nas antigas proporções entre investimento e consumo. Em suma, as pessoas logo restabelecerão as antigas proporções, e a demanda vai se transferir das ordens superiores, onde estavam, para as ordens inferiores. As indústrias de bens de capital verão que seus investimentos foram equivocados: que aquilo que eles julgaram lucrativo na verdade não é, porque não há demanda de seus consumidores empreendedores. As ordens superiores de produção revelaram-se um desperdício, e os mal-investimentos têm de ser liquidados. (ROTHBARD, 2012, p.54)

Como citado por Rothbard, essa reestruturação não é advinda de aumento de poupança, mas sim por expansão monetária, o que gera uma série de consequências.

Inicialmente, teremos um conflito de demanda por insumos de produção por parte dos empresários nas diferentes etapas do processo de produção. Haverá, por

---

<sup>12</sup> Com um aumento da oferta para investimentos haverá uma redução das taxas de juro.

exemplo, uma pressão para aumento de preços e dos salários, já que agora haverá maior demanda nos primeiros estágios. Se o prolongamento fosse baseado em poupança/investimento, haveria uma abdicação por parte da sociedade ao consumo (estariam poupando), porém, não é o caso; mantendo-se os níveis de consumo e o aumento de projetos distantes, haverá um “cabo de guerra” pelos fatores de produção, como, por exemplo, trabalhadores (remunerados por salários) – o que intensificará o aumento de preços.

Teremos, num segundo momento, um provável cenário prejudicial aos projetos de longo prazo recém iniciados. Durante o “cabo de guerra” citado anteriormente, tende a prevalecer as empresas mais estruturadas e com maior demanda. Como vimos, não houve mudanças de preferências pelos consumidores, portanto, há uma tendência das empresas de bens de consumo – que apresentam demanda real- se sobreporem às empresas de bens de capital – que possivelmente virão seus produtos<sup>13</sup> sem apresentar a demanda que imaginavam.

Há, também, um segundo cenário que talvez seja ainda mais prejudicial: a probabilidade desses novos projetos não chegarem ao fim. Como não houve poupança, e toda a mudança creditícia se deu somente por manipulação de Bancos Centrais, muito provavelmente isso terá como consequência um aumento posterior das taxas de juros, o que fará com que muitos projetos deixem de ser viáveis. Caso o projeto não tenha se encerrado, diante da nova situação, o empresário poderá se deparar com um TIR<sup>14</sup> não mais atraente, parcelas de empréstimos mais altas (caso sejam pós fixados), uma demanda projetada menor, entre outros. Em uma situação como essa, muito vezes o projeto é abandonado, o que implica em um enorme desperdício de capital, que poderia ter sido utilizado em outros projetos caso não houvesse a manipulação inicial de juros.

Hoje a maioria das economias vive em uma economia dinâmica com bolsas de valores e vários produtos financeiros, como ações, debêntures e derivativos. Durante o período de realocação de capital na estrutura de produção notaremos também o *boom* no comportamento dos preços desses produtos. Haverá uma valorização de empresas e

---

<sup>13</sup> Considerando aqui que os investimentos foram maturados.

<sup>14</sup> TIR (taxa interna de retorno), em inglês IRR (*Internal Rate of Return*), é uma taxa de desconto hipotética que, quando aplicada a um fluxo de caixa, faz com que os valores das despesas, trazidos ao valor presente, seja igual aos valores dos retornos dos investimentos, também trazidos ao valor presente. Essa deve ser comparada a taxa mínima de atratividade – normalmente a taxa básica da economia – para analisar-se a viabilidade do projeto.

setores distantes do consumo final, no valor das commodities negociadas no mercado futuro, em ações de empresas produtoras de bens de capital, etc..

Portanto, supondo que os novos projetos sejam de fato do interesse da população e que haverá demanda para eles<sup>15</sup>, observaremos um problema temporal no processo como um todo. Todo o resultado dessa nova alocação de capital levará um tempo para ser concluído, porém, os insumos disponíveis continuam os mesmo até lá, já que ainda não houve uma maior produção nem um aumento ou melhoria de qualidade na mão de obra; no entanto, as novas demandas passarão a existir momentaneamente. Esse é um dos pontos cruciais para a compreensão da TACE e o que a difere de muitas outras teorias que ignoram o tempo.

A maior demanda por trabalho resultará em mais trabalhadores empregados e uma demanda maior e/ou um aumento nos salários. Essa maior demanda necessariamente pressionará os preços da economia, uma vez que i) não houve um aumento na quantidade de bens de consumo, ii) muito possivelmente houve uma realocação de trabalhadores que antes contribuíam para a produção de bens de consumo para a produção de bens em estágios mais distantes e iii) os projetos que se iniciaram e que poderiam vir a baratear o bem final ainda não foram concluídos.

Não há, portanto, um comportamento prévio de maior poupança que resultou em uma diminuição nas taxas de juros, e o aquecimento gerado nos setores mais distantes do consumo final propiciará mais condições a uma parcela significativa que deseja consumir como antes ou até mesmo mais; porém, houve um sobreinvestimento em bens de capital e um subinvestimento em bens de consumo.

O novo cenário necessariamente será inflacionário por pressões de demanda e maior oferta de moeda (desvalorização).

## **1.6 - Ciclo econômico – a correção**

Em algum momento haverá interrupção do crédito farto a baixas taxas de juros, seja porque a inflação está atingindo níveis inaceitáveis (tanto para o governo quanto para sociedade) ou porque os bancos estão demasiadamente expostos ao risco de

---

<sup>15</sup> Sem poupança prévia para que esses investimentos ocorressem.

inadimplência. Haverá uma diminuição da expansão de crédito por parte das instituições financeiras ou até mesmo uma política monetária contracionista será adotada, resultando numa esterilização monetária. Esse momento dependerá de tolerância dos cidadãos quanto à inflação, dos políticos e planejadores econômicos e dos próprios bancos.

Parte dos empreendimentos criados no momento do *boom* tornar-se-ão inviáveis a taxas de juros mais altas. Empresas endividadas em juros pós fixados terão dificuldades para honrar suas dívidas, o valor atual (valor presente líquido) de diversos projetos passarão a ser negativos – isto é, inviáveis- com a nova taxa de juros, os fluxos deixarão de ser o que se imaginava, uma vez que haverá menos consumo, maior poupança e parte da demanda prevista desaparecerá. Haverá um aumento na taxa de desemprego, principalmente nos setores que envolvem projetos mais longos e mais distantes do consumo final<sup>16</sup> e o preço de muitos bens serão menores do que antes. De acordo com Mises:

Many enterprises or business endeavors which had been launched thanks to the artificial lowering of the interest rate, and which had been sustained thank to the equally artificial increase of prices, no longer appears enterprises back their scale of operation, others close down or fail. (MISES, 2001, p.35)

O início e a proporção do *bust* são difíceis de serem previstos, porém, sabemos que projetos distantes serão os mais afetados, havendo também consequências para outros mercados. Projetos ruins tenderão a ser abandonados ou usados de maneira mais eficiente, com o setor de bens de capital (ordem superior) sendo muito afetado, mas também haverá efeitos em terras, mercado de trabalho, construção civil, ações, etc..

Oppers, indica alguns setores que certamente serão afetados:

[...]the shortages of consumer goods will force an increase in the price of current consumption goods relative to future consumption goods, which correspond to a rise in the market interest rate. Such a rise would get firms in trouble: they had invested in long production process on the basis of lower interest rates, and the rises in rates would make these processes unprofitable, because of higher carrying costs. Firms profits would fall, labor demand would shrink, and households would decline. A recession ensues, during which firms undertake a process of restructuring effort has been completely. (OPPERS, online, 2002)

---

<sup>16</sup> Exatamente os que foram mais beneficiados com a redução artificial das taxas de juros.

No momento em que surgir o início da recessão, convencionalmente é proposto por muitos uma nova rodada de expansão monetária e juros baixos, no entanto, os economistas austríacos rejeitam esse posicionamento, pois, acreditam que seria como repetir o erro e somente postergar a necessária recessão – tornando-a ainda mais grave no futuro, já que a desestruturação será ainda maior. Se nada for feito, esse momento será de correções, em que os maus investimentos serão corrigidos, e caso não haja uma intervenção, em breve os mercados poderão voltar a atuar normalmente.

Sobre a concepção de crise como uma correção, Rothbard explica:

[...]the depression is then seen as the necessary and healthy phase by which the market economy sloughs off and liquidates the unsound, uneconomic investments that are truly desired the consumers. The depression is the painful but necessary process by which the free market slough off the excesses and errors of the boom and reestablishes the market economy in its function of efficient service to the mass of consumers. Since prices of factors of productions have been bid too high in the boom, this means that prices of labor and goods in theses capital goods industries must be allowed to fall until proper market relations are resumed. (ROTHBARD, 2001, p.85)

Como pôde ser compreendido ao longo do capítulo, o momento de expansão creditícia e baixa taxa de juros causou uma reestruturação do processo produtivo que não é condizente com o desejo dos consumidores. Logo, a recessão/*bust*/depressão é vista pelos economistas austríacos não como algo que deva ser combatido, mas como um processo pelo qual a economia se ajusta após equívocos e desperdícios causados anteriormente; essa correção, por mais dura que seja, é a única forma de se voltar à normalidade de produção, de acordo com o desejo dos consumidores.

## CAPÍTULO 2: A TEORIA MACROECONÔMICA DE CAPITAL E OS CICLOS ECONÔMICOS

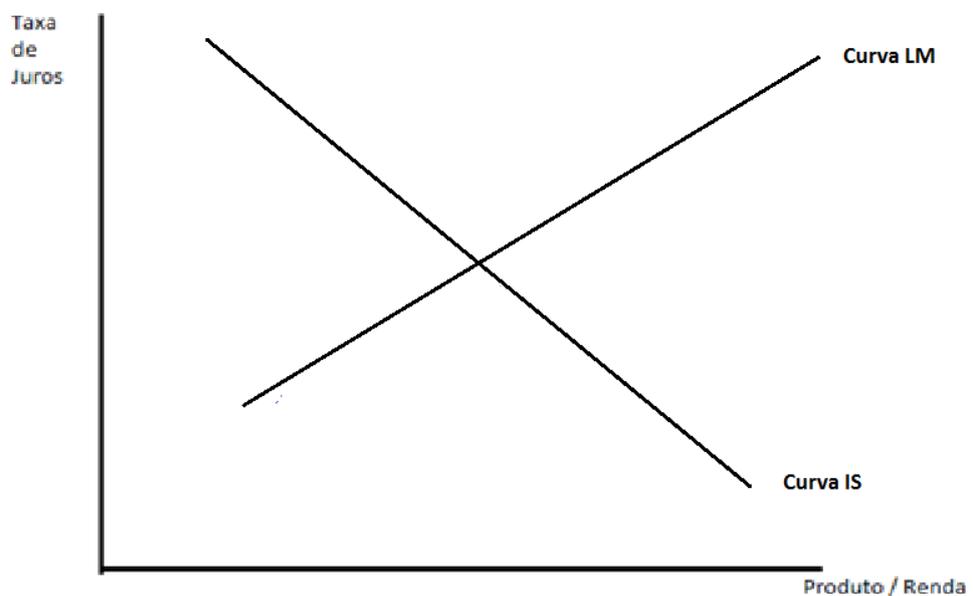
### 2.1 - Introdução

Nesse capítulo faremos uma breve análise das contribuições macroeconômicas de diversas escolas ao longo da segunda metade do século XX e, posteriormente, será exposto a Macroeconomia baseada na Teoria de Capital – uma abordagem austríaca cujo intuito é aproximar-se da Macroeconomia tradicional.

### 2.2 - Um breve relato das contribuições Macroeconômicas das Escolas Econômicas que predominaram na segunda metade do século XX

Durante a década de 50 e 60 a Escola Keynesiana representava a análise predominante na Ciência Econômica, apoiando-se, principalmente, nas curvas IS-LM, criada por John Hicks e Alvin Hansen. Essa pode ser representada graficamente como:

Figura 2.1: Curva IS-LM (KLAMER, 1988, p.3)



Onde o eixo vertical representa a taxa de juros e o eixo horizontal o Produto/Oferta Real/Renda. A curva IS – *Investment/Saving* -representa o lado real da economia, agregando consumo, investimento e despesas do governo. Já a curva LM – *Liquidity Preference / Money Supply* - representa o lado financeiro.

Nota-se que, a partir desse modelo, vários pontos de equilíbrio são possíveis de serem encontrados. Mudanças podem decorrer a partir de uma variação da curva IS ou da curva LM e, normalmente, uma variação em uma implica na variação de outra. Uma política fiscal expansionista, por exemplo, desloca a curva IS para direita, o que resulta num novo ponto de intersecção, onde a taxa de juros é mais alta. Porém, agora com uma maior atividade, a demanda por dinheiro aumenta, o que resulta em uma política monetária expansionista<sup>17</sup>, implicando em um novo ponto de equilíbrio.

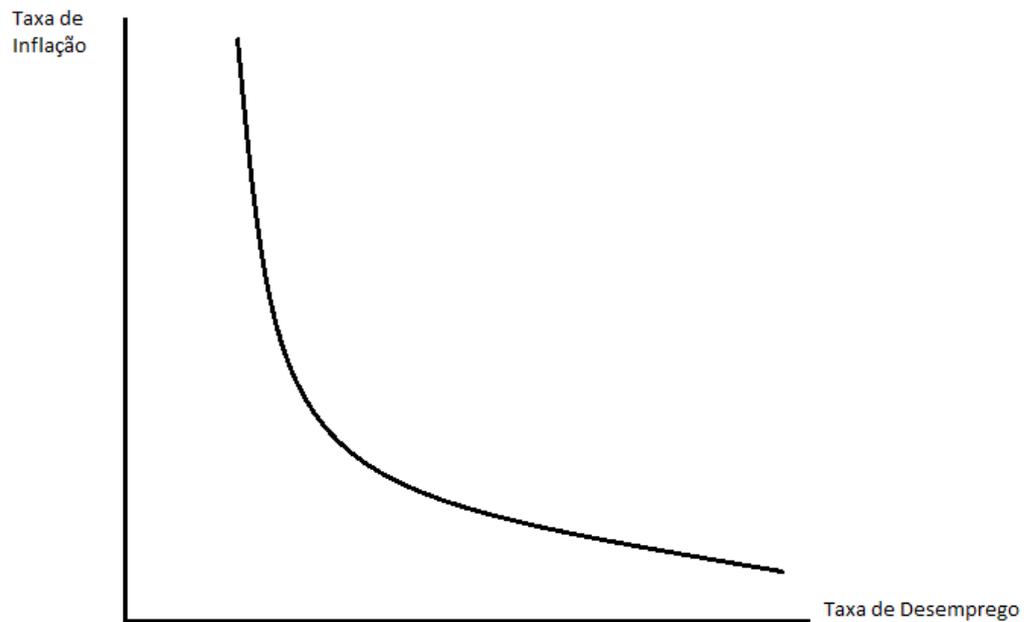
É relevante ressaltar que a base para tal representação é a preferência pela liquidez, conceito muito enfatizado por Keynes.

Em 1950 foi criado, também a partir da análise Keynesiana, um gráfico que ocuparia muitas das discussões econômicas que viriam posteriormente: a curva de Phillips:

Figura 2.2: Curva de Phillips (KLAMER, 1988, p.4)

---

<sup>17</sup> Caso contrário, os juros se elevariam e suas consequências poderiam ser conflitantes com o objetivo da política fiscal.



Na curva de Phillips notamos a relação inversa da variável Taxa de Inflação, representada pelo eixo vertical, e o Desemprego, representado no eixo horizontal. Ou seja, se o desemprego diminuir, veremos um aumento da Inflação e se o desemprego aumentar haverá uma queda na taxa de inflação.

Nos dois gráficos expostos, muito utilizados por economistas keynesianos, fica claro o que os diferem de Keynes: a recorrência à Microeconomia neoclássica. Sua consequência foi um maior enfoque na ótica da oferta da Economia (enquanto Keynes foca a demanda), principalmente na Curva de Phillips e sua relação com o Mercado de Trabalho. A abordagem matemática também foi adaptada.

Para validar a teoria da Curva de Phillips, é necessário considerarmos que o mercado de trabalho está em desequilíbrio. Desta forma, um excesso de procura de mão de obra seria responsável pela elevação das taxas de salário, o que resultaria em altos preços. No entanto, algumas críticas surgiram a tal pressuposto, entre elas: i) o desequilíbrio não deve apenas existir, mas deve persistir para tornar válida a representação e ii) não é tão claro como a procura de mão de obra pode coexistir com desemprego, que denota um excesso de mão de obra. (KLAMER, 1988, p.5)

Como justificativa, incorpora-se a hipótese de imperfeições de mercado, como falta de informação, heterogeneidade de trabalhadores e descompasso entre qualificações necessárias e disponíveis. A persistência constante do desequilíbrio é enfrentada como consequência da rigidez de salários nominais<sup>18</sup>, que impedem o equilíbrio no mercado de trabalho.

Essa hegemonia durou até a década de 1970, quando houve a conhecida estagflação, período com altas taxas de inflação e desemprego, uma realidade impossível quando adotamos somente a Curva de Phillips. Nesse cenário, quatro outras escolas recebem destaque: A Marxista, com nomes como Paus Sweezy; a Pós Keynesiana, com representantes como Joan Robinson; a Monetarista, cujo principal teórico é Milton Friedman; a Escola das Expectativas Racionais, desenvolvida por Robert Lucas. Dentre as citadas, as duas últimas são a que obtiveram maior repercussão, portanto, serão rapidamente detalhadas.

Segundo os monetaristas, apesar da moeda ser neutra, ela pode causar ciclos em função do efeito de seus saldos reais<sup>19</sup>. Quando há um aumento na quantidade de moeda (curva LM para direita), os indivíduos elevam seus gastos (curva IS para direita), e o produto cresce. No entanto, esse é o efeito somente de curto prazo. No longo prazo há um ajuste no mercado, logo, os preços sobem, os gastos idem e os saldos voltam a cair. Assim, a única variação que se manteve foi no nível de preços, que aumentou; o que implica em uma curva LM vertical.

Para os Monetaristas, a curva de Phillips é instável porque os governantes querem diminuir o desemprego e, para isso, optam por uma política expansionista, resultando no aumento da produção e de preços. Inicialmente os trabalhadores creem que o aumento de preços é temporário e não ajustam suas expectativas em relação ao preço, e são induzidos a trabalhar mais, mesmo com um salário real vigente não justificando a maior disposição para o trabalho. Os empregadores, ao obterem preços mais elevados sem precisar pagar salários mais altos, aumentam a procura por mão de obra. Essa fase será temporária, pois logo os trabalhadores começarão a ajustar suas

---

<sup>18</sup> Normalmente, esses são previamente acordados em contrato por um dado período.

<sup>19</sup> Volume de moeda em poder do público dividido pelo índice de preço. Ou seja, a riqueza pública.

expectativas e exigir salários mais elevados. No longo prazo as expectativas alcançarão o nível efetivo de preços e restaurarão a situação clássica de equilíbrio no longo prazo. (KLAMER, 1988, p.5)

Na visão Monetarista o desequilíbrio seria algo temporário e as expectativas adaptativas, e não os preços rígidos, são as causas dessa situação. Trabalhadores só são iludidos no curto prazo e, uma vez que suas expectativas se adaptaram novamente, a taxa de desemprego tenderá novamente a sua taxa natural – outra questão de grande relevância na tese Monetarista.

A Escola das Expectativas Racionais, que também recebe o nome de Nova Economia Clássica em função de suas conclusões de que a moeda é neutra e a política econômica é ineficaz, também foi muito relevante no debate econômico. Primeiramente John Muth iniciou algumas referências na década de 60, afirmando que a expectativa é ótima num determinado momento, dadas as informações do futuro disponíveis naquele instante. No entanto, quem mais desenvolveu a teoria foi Robert Lucas.

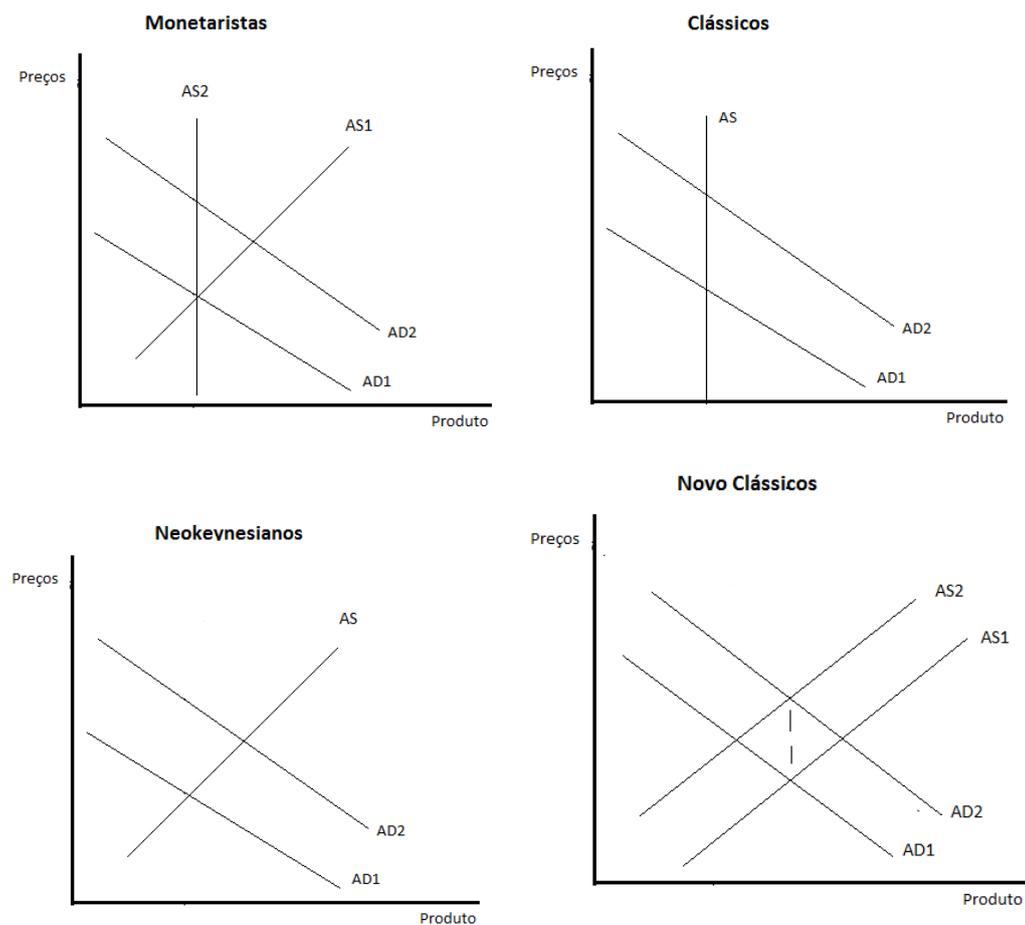
Enfatizando o lado da Oferta (mercado de trabalho), e não da demanda (IS-LM), o modelo desenvolvido consolida o curto e o longo prazo na explicação monetarista e reestabelece a proposição clássica de neutralidade da moeda. A curva AS (oferta) ajusta-se imediatamente a alteração da Demanda (curva AD), os trabalhadores são racionais e sabem, desde logo, de que modo uma variação de AD afetará seu salário real. Consequentemente, o efeito de tal alteração é inexistente, e o resultado vale mesmo para o curto prazo. Esse resultado indica que o produto encontra-se em seu nível natural em todos os momentos, mas isso claramente não ocorre, o que implica num desafio à teoria, pois, alguns creem que esta variação é o que gera os ciclos econômicos. Deve-se deixar claro, porém, que indivíduos têm informações limitadas, e erros são inevitáveis. Esse erro explica o porquê da curva AS ser ascendente e o porquê a curva AS nem sempre se ajusta imediatamente, como ocorre no diagrama que veremos à frente. Assim, desvios do produto real em relação ao seu nível natural são possíveis e o peso recai sobre a explicação do comportamento da curva AS. . (KLAMER, 1988, p.12)

Para os Novos Clássicos o Produto Ofertado é determinado pelo progresso tecnológico e pelo crescimento da população, sendo determinado também pelo Produto no período anterior e, talvez o mais importante, pelo erro de previsão no nível de preços. Lucas deu grande foco à informação imperfeita e incerteza – exemplificando pelo

conhecido problema das ilhas e sua falta de informação das demais, criando um descompasso entre preços realizados e esperados. Ou seja, as expectativas são racionais e os agentes tomam decisões racionais, porém, as restrições quanto às informações disponíveis e à incerteza são suficientes para explicar a curva de Phillips e os ciclos econômicos sem fazer referências a fatores de desequilíbrios, como salários rígidos e expectativas adaptativas.

Pode-se resumir as principais relações entre Demanda Agregada (AD) e Oferta (AS) nos gráficos a seguir:

Figura 2.3: Gráficos AS/AD conforme as respectivas Escolas. (KLAMER, 1988, p.17)



## **2.3 - A macroeconomia baseada na teoria de capital - a análise da escola austríaca**

Conforme apresentadas, as tradicionais Escolas de pensamento econômico enfatizam em suas análises o trabalho e a moeda, no entanto, diferente da análise da Escola Austríaca, nenhuma delas oferece um estudo criterioso da estrutura de capital. Baseando-se na subjetividade aplicada ao valor e as expectativas, e no individualismo metodológico com ênfase na diferença dos indivíduos – diferença essa que se mostra no tratamento de bens que se dá no mercado a partir de seu complexo processo-, analisaremos a Macroeconomia a partir de uma ótica diferente que trará uma reflexão alternativa sobre os ciclos econômicos.

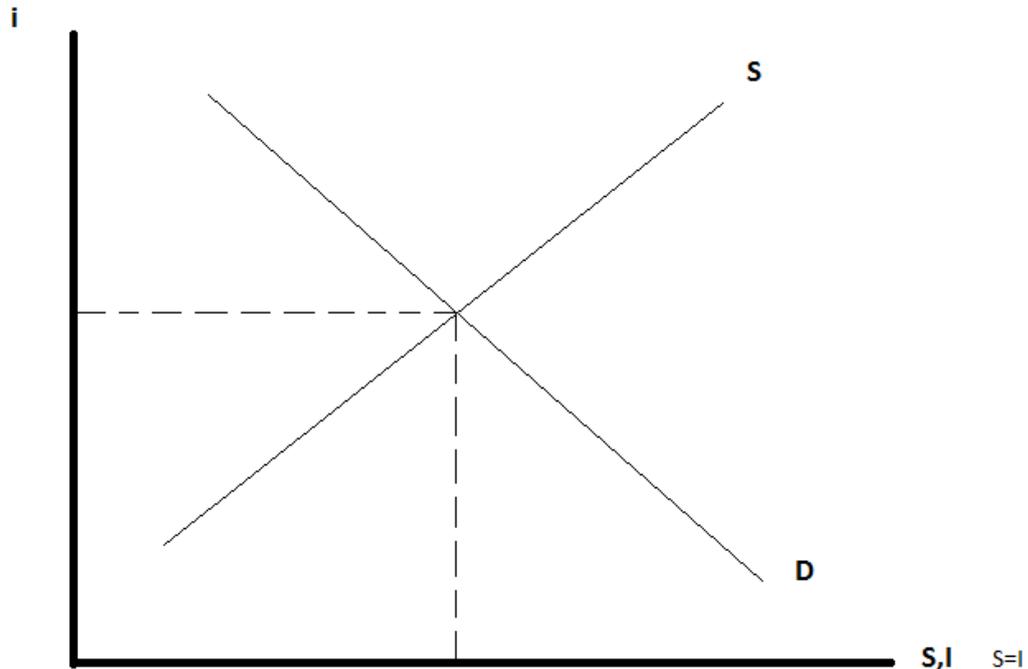
Como vimos anteriormente, a Macroeconomia convencional utiliza-se muito de agregados em todas as esferas, e o mais próximo que chega da análise de indivíduos é a partir de um agente representativo. No alicerce da Macroeconomia baseado na Teoria de Capital o foco será em empreendedores operando em diferentes estágios de produção e tomando decisões a partir de seus próprios conhecimentos, palpites e expectativas, informados pelos preços, salários e taxa de juros. Em conjunto, as decisões desses empreendedores resultarão em alocações particulares de recursos ao longo do tempo. Nessa análise, a concretização do tempo e do dinheiro resultará na estrutura intertemporal de capital.

Os instrumentos gráficos que utilizaremos para aproximar a Teoria Austríaca das demais serão: o gráfico de fundos para empréstimos, o gráfico das fronteiras de possibilidade e a estrutura intertemporal de produção, sendo o último exclusivo da Macroeconomia baseada na Teoria de Capital.

### **2.3.1 - Mercado para fundo de empréstimos**

O mercado de oferta de recursos, que representa a disposição dos agentes a emprestarem a diferentes taxas de juros e a demanda por estes recursos, pode ser representado pela figura:

Figura 2.4: Equilíbrio entre agentes deficitários e superavitários



Na utilização desse modelo, partiremos de duas premissas: i) Empréstimos ao consumidor são disponibilizados pelo lado da oferta desse mercado, ou seja, cada quantia de empréstimos ao consumidor representa uma economia por parte da credora. Desta forma assumiremos que a poupança será disponibilizada aos empreendedores para financiar investimentos, e essa poupança é oriunda de diversos agentes econômicos, i.e, famílias, governos e poupança externa<sup>20</sup>; e ii) Apesar de excluir o crédito para consumo, o crédito e os empréstimos representados na oferta e demanda de fundos emprestáveis são ampliados para incluir os lucros acumulados e de poupança na forma de compra de ações. (GARRISON, 2004, p.37)

<sup>20</sup> As concepções de entesouramento e preferência pela liquidez são compatíveis com o modelo, porém, não são de grande relevância aqui.

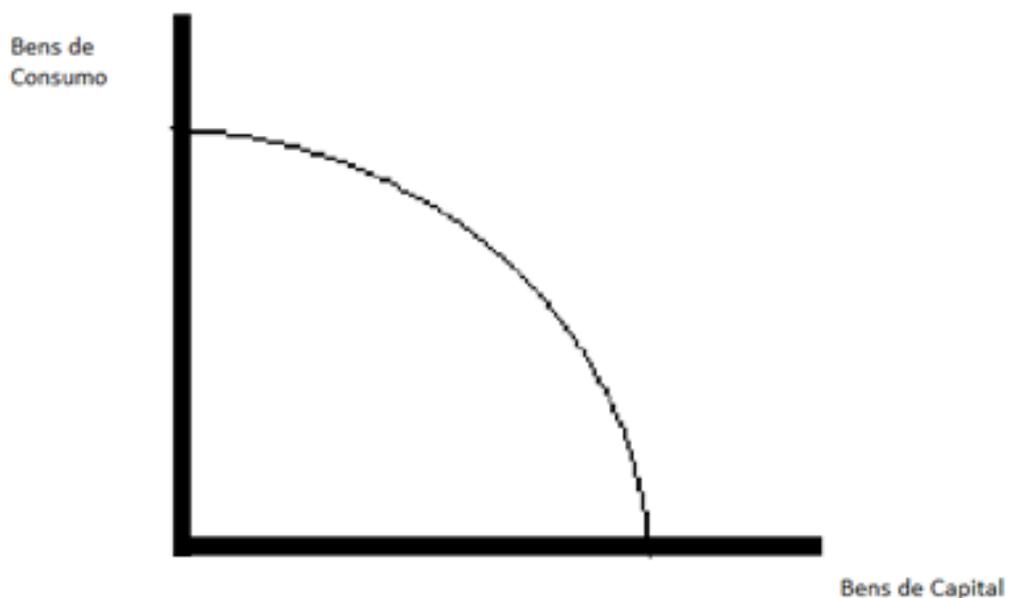
A taxa de juros de equilíbrio nada mais é do que a taxa de equilíbrio de trocas intertemporais, que se manifesta no mercado de empréstimos. O mercado de fundos de empréstimos, no entanto, merece atenção especial. A manifestação mais direta e evidente de troca intertemporal, a taxa de empréstimo que apura esse mercado, é fundamental para traduzir as preferências intertemporais de consumo dos assalariados e os planos de produção intertemporais da comunidade empresarial.

É válido ressaltar que para a Economia Austríaca, o objetivo de um agente poupar é acumular um poder para exercer futuramente. Desta forma, uma poupança no presente resultará em um consumo futuro.

### 2.3.2 - Fronteiras de possibilidade de produção (FPP)

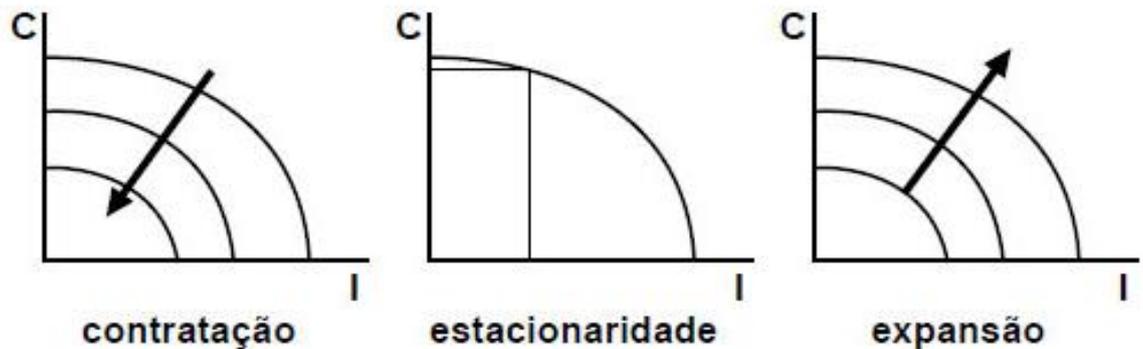
Conhecida na literatura econômica, a Fronteira de Possibilidade de Produção nos mostra uma produção de dois bens e, por serem limitados, qual o *trade-off* entre eles nas escolhas de produção. Para nossa análise, usaremos a mesma estrutura, porém, ao invés de trabalharmos com dois bens específicos, trabalharemos com bens de capital e bens de consumo.

Figura 2.5: Fronteira de Possibilidade de Produção



Como podemos observar, caso estejamos numa situação estática, só é possível modificar o quanto produziremos de cada bem, uma vez que tudo mais está constante. No entanto, caso haja uma expansão ou retração da economia, a curva de Fronteiras de Produção poderá se deslocar para direita ou para esquerda, representando a evolução econômica. O que irá determinar o seu comportamento será a taxa de investimentos.

Figura 2.6: Comportamento da Curva de Fronteiras de Produção (GARRISON, 2001,p.43)



De acordo com Iorio, sobre os gráficos acima:

O investimento é medido em termos brutos (manutenção e expansão de capital). Em algum ponto da FPP — denominado de "ponto de estacionamento" ou "no-growth" — o investimento bruto será igual ao montante para cobrir a depreciação, sem investimento líquido, isto é, teremos uma economia estacionária. É interessante observarmos que, no gráfico, à direita do ponto de no-growth ocorre expansão da FPP (maior eficiência) e à sua esquerda uma contração da FPP (perda de eficiência). (IORIO, 2010, p.183)

### 2.3.3 - A estrutura intertemporal de produção

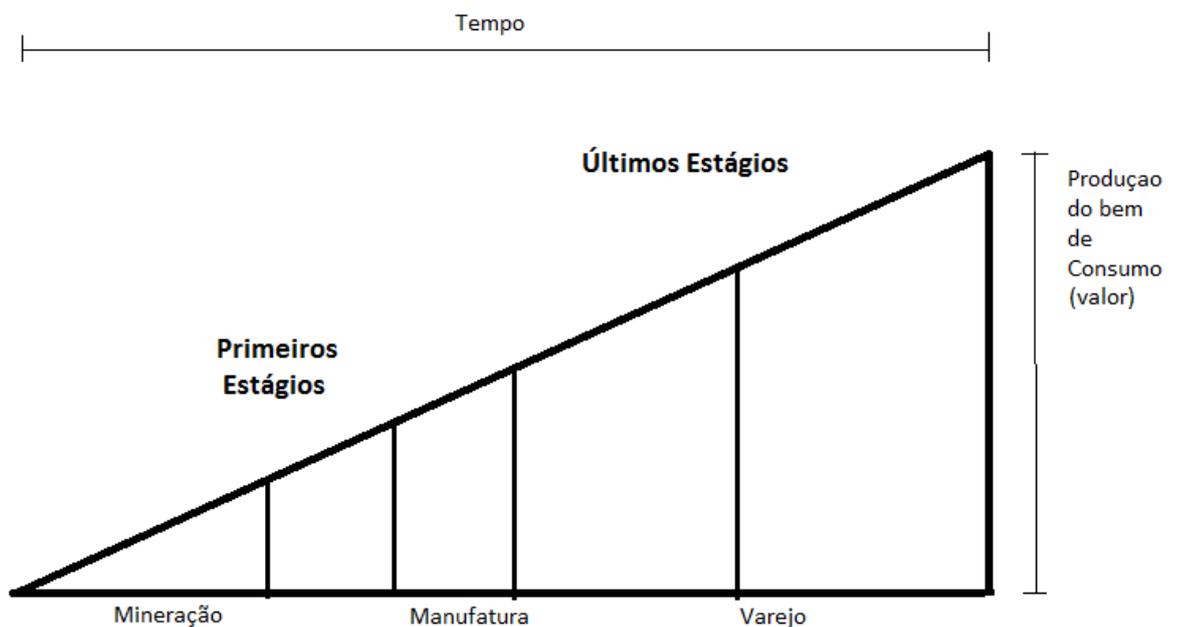
Recebendo grande foco somente na Teoria Macroeconômica da Estrutura de Capital, este modelo auxiliará a compreensão da relação entre o bem final (ou bem de consumo) e a produção durante seu processo, considerando o tempo e suas etapas. O

modelo também é conhecido como os Triângulos de Hayek, e é considerado uma aprimoração do que havia previamente sido desenvolvido por Bohm-Bawerk – a mosca de alvo bawerkiana.

Em sua análise estrita, o modelo é uma produção contínua e imediato consumo (*continuous-input/point output*). O eixo horizontal mostra o tempo de produção e a evolução do produto conforme os seus estágios. O eixo vertical estima o valor do bem produzido conforme sua evolução no processo, podendo ser compreendido também como sua agregação de valor. A inclinação da hipotenusa é representada pela taxa de juros.

No exemplo, mostraremos a dimensão de valor e a dimensão de tempo para um produto que se inicia na mineração e evolui até o varejo. Utilizaremos poucos estágios de produção a fim de facilitar a compreensão.

Figura 2.7: Triângulo Hayekiano de Produção (GARRISON, 2001, p.47)

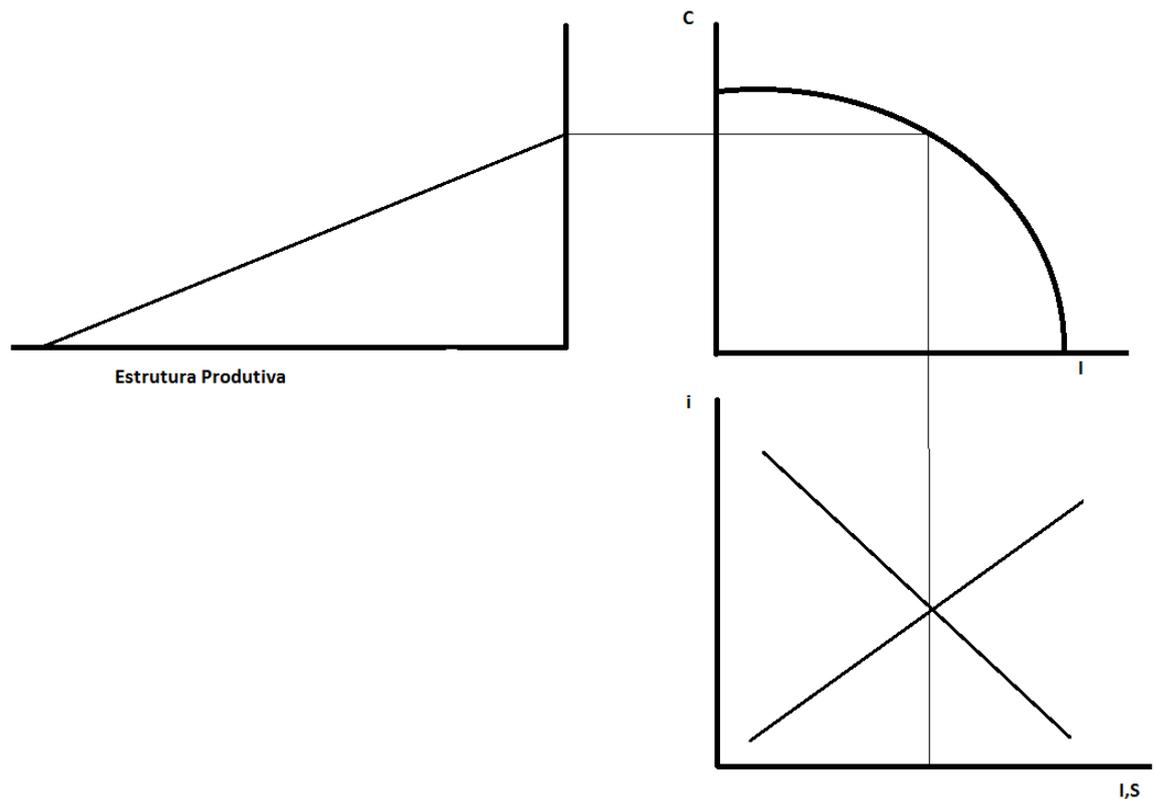


No exemplo, deve ficar claro que a imagem não só mostra o bem evoluindo conforme seu processo de produção, mas também o fato de que os diferentes estágios de produção existentes em cada momento visam o consumo em diferentes momentos do futuro.

Diferentes desdobramentos quanto ao processo produtivo e consumo final são possíveis, como consumo não instantâneo (*continuous – input / continuous output*). Nessa situação inicialmente analisada por William Jevons, o gráfico teria o cateto horizontal com um grau de declividade. Outra alternativa seria uma a combinação de produção e consumo instantâneo (*point-input/point output*), porém, o relevante é compreender que em todos os modelos a inclinação será reflexo da taxa de juros. (IORIO, 2012, p.189)

Os três modelos interligados, quando analisados juntos e em equilíbrio, serão apresentados da seguinte forma:

Figura 2.8: Equilíbrio no processo produtivo



A figura acima resume o funcionamento de uma economia privada ou uma economia com o orçamento público incluída no balanço e como os três gráficos estão interligados. Nota-se como a declividade da hipotenusa do triângulo de Hayek reflete a taxa de juros de equilíbrio no mercado. Pode-se concluir também que numa produção contínua (*continuous –input construction*), a hipotenusa mostrará não só a taxa de juros,

mas também que a cada estágio da produção é parcialmente atribuído aos insumos que são adicionados naquele momento e parcialmente atribuídos à mudança temporal da proximidade do produto final.

Na situação acima observamos a economia em seu nível natural. Ou seja, os investimentos são apenas suficientes para compensar a depreciação do capital; o consumo mantém-se no mesmo nível e a poupança é suficiente para financiar o investimento bruto.

Antes de discutirmos a respeito do crescimento econômico e sua diferença entre um modelo de *boom e bust*, devemos detalhar um pouco sobre o modelo proposto:

Não há definições sobre o mercado monetário, pois, a Escola Austríaca vê a moeda como uma junta frouxa (*loose joint*), conforme foi previamente explicada no capítulo 1. Apesar de não ser explícita, a ideia de moeda está em todos os gráficos e, posteriormente, analisaremos como a política monetária afeta a economia real, distorcendo a poupança, consumo, investimento e o tempo de produção.

Não há referências sobre o nível de preço. Apesar da Escola Austríaca não desconsiderar a essência da teoria quantitativa da moeda – a inflação no longo prazo é um fenômeno monetário-, foca-se no fato de que a alocação intertemporal é influenciada principalmente por variações nos preços relativos dentro da estrutura de capital, e não somente no nível de preços. Desta forma entende-se o porquê a moeda não é neutra.

No que se refere à inflação como sendo um fenômeno monetário, entende-se que uma determinada criação de moeda não será igualmente dividida entre a população<sup>21</sup>, mas sim será destinada a um determinado setor. Esse receberá a moeda e conforme for gastando irá gerar inflação gradualmente, fazendo com que os últimos a recebê-los sejam os mais prejudicados em função do aumento de preços. Hayek exemplifica o fenômeno fazendo uma analogia a uma quantidade de mel derramada no centro de um pires e esse vai espalhando-se para as laterais (HAYEK, 2011, p.43).

## 2.4- Crescimento econômico

---

<sup>21</sup> Exemplificado por Friedman pelo helicóptero distribuindo notas.

### 2.4.1 - Crescimento secular

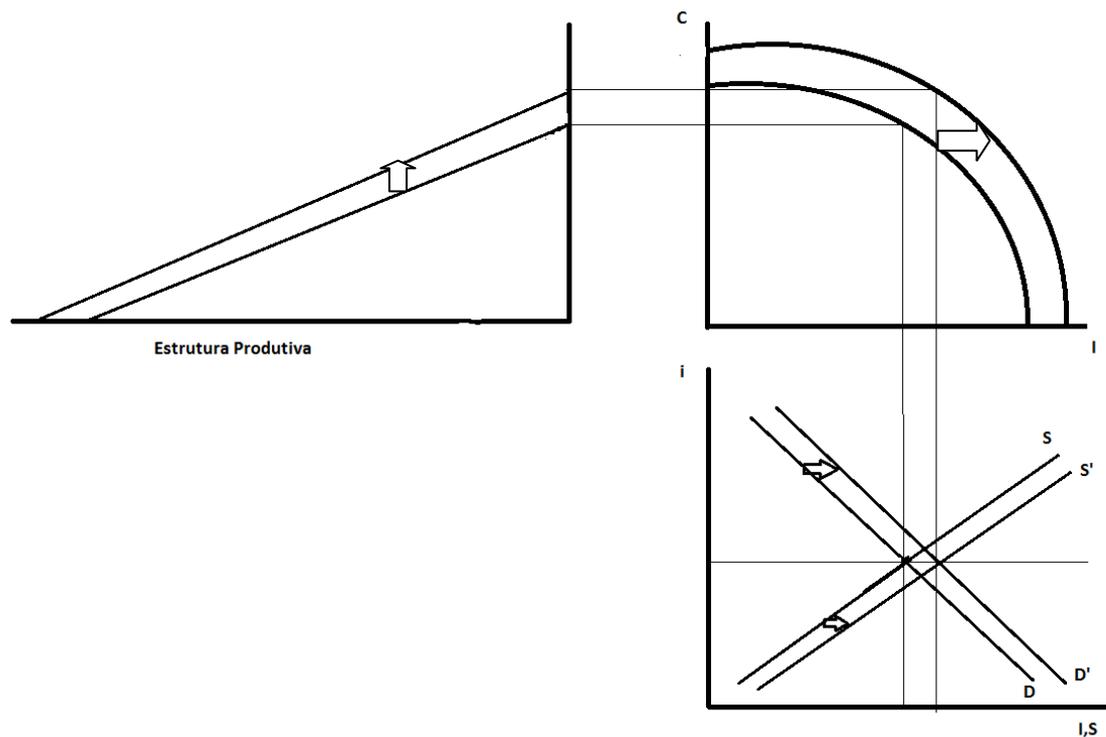
O modelo de crescimento secular representa o crescimento advindo de um aumento de renda, que resulta num aumento da poupança e, conseqüentemente, do investimento bruto, em uma proporção em que as taxas de juro não se alterem. Ou seja, não está relacionado a avanços tecnológicos, variações nas preferências intertemporais ou políticas. Conforme observa Iorio:

Se a taxa de juros permanece constante, as hipotenusas dos triângulos de Hayek são paralelas, isto é, a taxa de juros aloca recursos entre os estágios de modo a alterar o tamanho, mas não os *profits* intertemporais da estrutura de capital. E o que dizer sobre a moeda e o nível geral de preços? Se  $MV=PY$  (em que  $M$  é o estoque de moeda,  $V$  a sua "velocidade",  $P$  o "nível geral de preços" e  $Y$  o "PIB" real) dados  $M$  e  $V$ , como preconiza a versão de Irving Fisher da teoria quantitativa da moeda, como  $C$  (consumo) e  $I$  (investimento) aumentam ( $C + I = Y$ ), isso significa que o nível geral de preços deve cair. É o caso conhecido como deflação secular. (IORIO, 2012, p.192)

Em uma economia em crescimento secular, o equilíbrio costuma requerer preços e salários mais baixos; e esses ajustamentos nos preços e salários se dão nos mercados particulares em que o crescimento em si ocorre. O resultado é que a média dos preços cai.

De acordo com a última figura, em que os três gráficos encontravam-se em equilíbrio, podemos ilustrar como se daria esse crescimento, em que não haveria mudança na preferência dos agentes e nem nas taxas de juros. Assim, o modelo de crescimento secular poder ser representado da seguinte forma:

Figura 2.9: Crescimento Secular (GARRISON, 2001, p.54)



Notamos, portanto, um aumento de poupança e da demanda por empréstimos, sem alteração na taxa básica de juros. Isso desloca a curva de fronteiras de possibilidade de produção para direita – o que significa uma expansão- e torna a estrutura intertemporal de produção mais longa, representando assim um crescimento econômico.

#### 2.4.2 - Mudanças nas preferências intertemporais

Quando supomos que, por algum motivo, há uma mudança na preferência dos indivíduos em uma sociedade, isso levará a uma mudança na estrutura de capital; essa mudança pode refletir em uma maior poupança ou em um maior desejo por consumo imediato. Diferente de Keynes, que acredita que um consumo menor no presente resultará em um consumo menor também no futuro, a Macroeconomia baseada na Estrutura de Capital crê que no momento em que uma pessoa poupa, essa almeja consumir mais no futuro. Desta forma, economiza-se com um objetivo futuro.

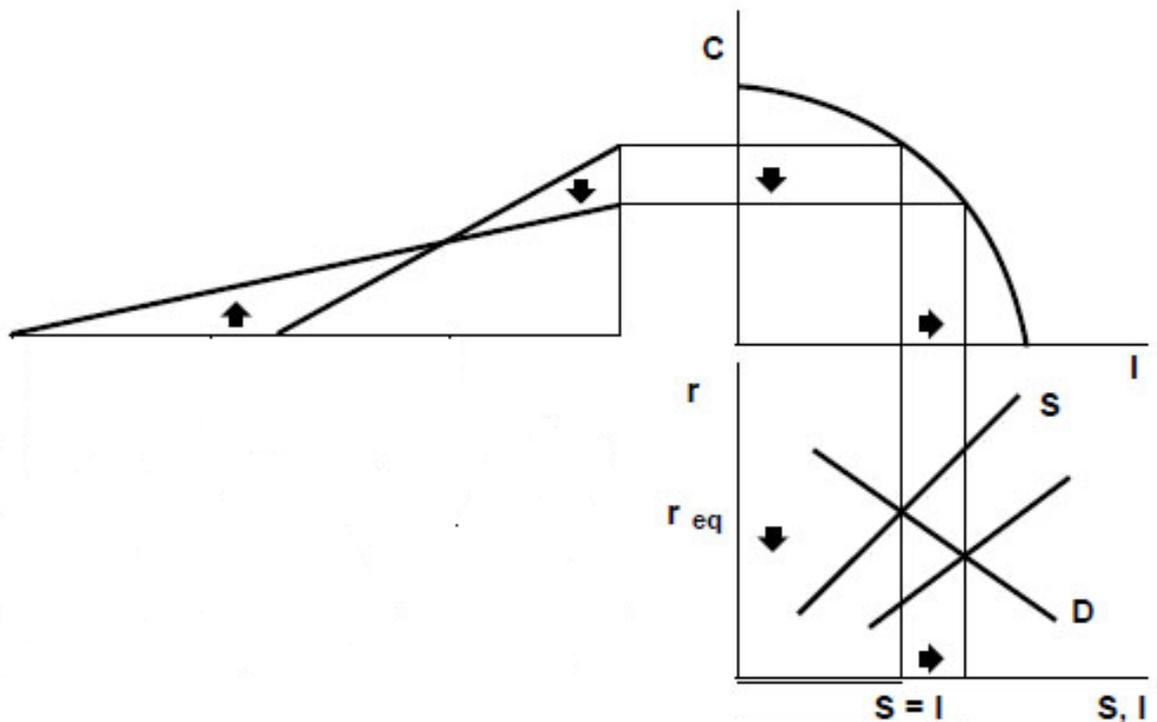
A reestruturação de todo o processo produtivo dar-se-á por três motivos: i) um aumento na poupança aumentaria os recursos disponíveis para empréstimos; ii) dado o menor consumo, o trabalho nos setores relacionados a este seriam menos demandados e iii) os investimentos que tornar-se-iam atrativos, dada uma menor taxa de juros, seriam

os mais distantes do consumo, uma vez que o trabalho é valorado a partir de uma taxa descontada. Assim, setores que produzem, por exemplo, bens de capital, teriam grandes estímulos.

Nota-se, portanto, que quando analisamos a dinâmica de trabalho, ele tende a ser menos demandado nos setores relacionados a consumo, o que gera um menor salário, e mais demandado nos setores relacionados a investimento, com tendências de aumentos de salário. No longo prazo, a substituição tenderia a um novo equilíbrio.

Vejamos o comportamento gráfico dado um aumento da poupança em um primeiro momento:

Figura 2.10: Crescimento baseado em mudanças nas preferências temporais  
(GARRISON, 2001, p.69)

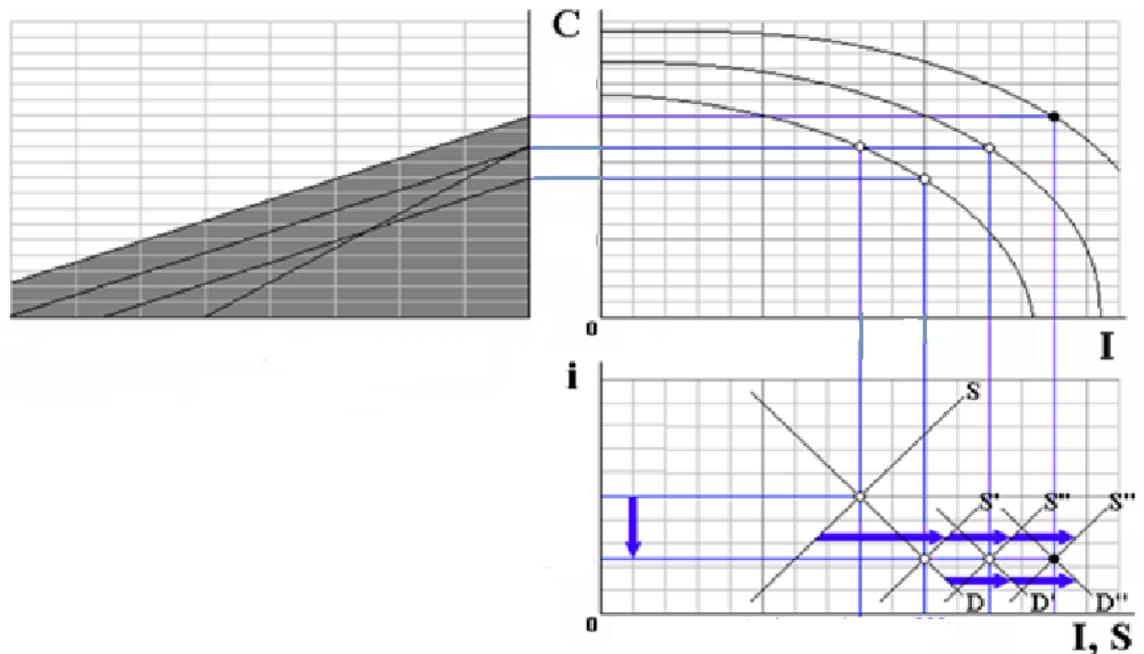


No gráfico observamos um aumento de recursos disponíveis para empréstimos faria com que um novo ponto de equilíbrio fosse estabelecido, a uma taxa básica de juros menor do que anteriormente. Essa nova taxa de juros faria com que o ponto de equilíbrio no gráfico de fronteiras de possibilidade de produção se deslocasse para

direita, aumentando a proporção de investimentos e diminuindo a de consumo. Por último, notamos um alongamento da estrutura intertemporal de produção e, ao mesmo tempo, uma diminuição na produção de bens de consumo.

Observamos agora como se daria um crescimento contínuo a partir da poupança:

Figura 2.11: Crescimento baseado em poupança (GARRISON, online, 2003)



Conforme Roger Garrison explica:

Resources are bid away from late stages of production, where demand is weak because of the currently low consumption, and into early stages, where demand is strong because of the lower rate of interest. That is, if the marginal increment of investment in early stages was just worthwhile, given the costs of borrowing, then additional increments will be seen as worth-while, given the new, lower costs of borrowing. While many firms are simply reacting to the spread between their output prices and the input prices in the light of the reduced costs of borrowing, the general pattern of intertemporal restructuring is consistent with anticipation of a strengthened future demand for consumption goods made by the increased saving. (GARRISON, 2001, p.63)

Ou seja, a poupança não só irá causar uma reestruturação da produção em função dos custos empresariais mais baixos, consequência das taxas de juros menores, mas também estará sinalizando que futuramente haverá um novo padrão social de consumo que deverá ser atendido.

## 2.5- A teoria austríaca dos ciclos econômicos

Com respaldo do que foi previamente exposto, faremos agora uma distinção do que iremos definir como crescimento genuíno – a base de poupança – e crescimento oriundo de manipulações das autoridades monetárias. O último representa exatamente o *boom* que antecede o *bust*, caracterizando assim o ciclo econômico.

É válido ressaltar que nessa abordagem, o ciclo tem início numa manipulação monetária, mas não necessariamente pela quantidade de moeda, mas também pelos sinais que os juros provenientes dessa iriam transmitir; há, portanto, uma relevância de como será o ponto de entrada dessa nova moeda. De acordo com Iorio:

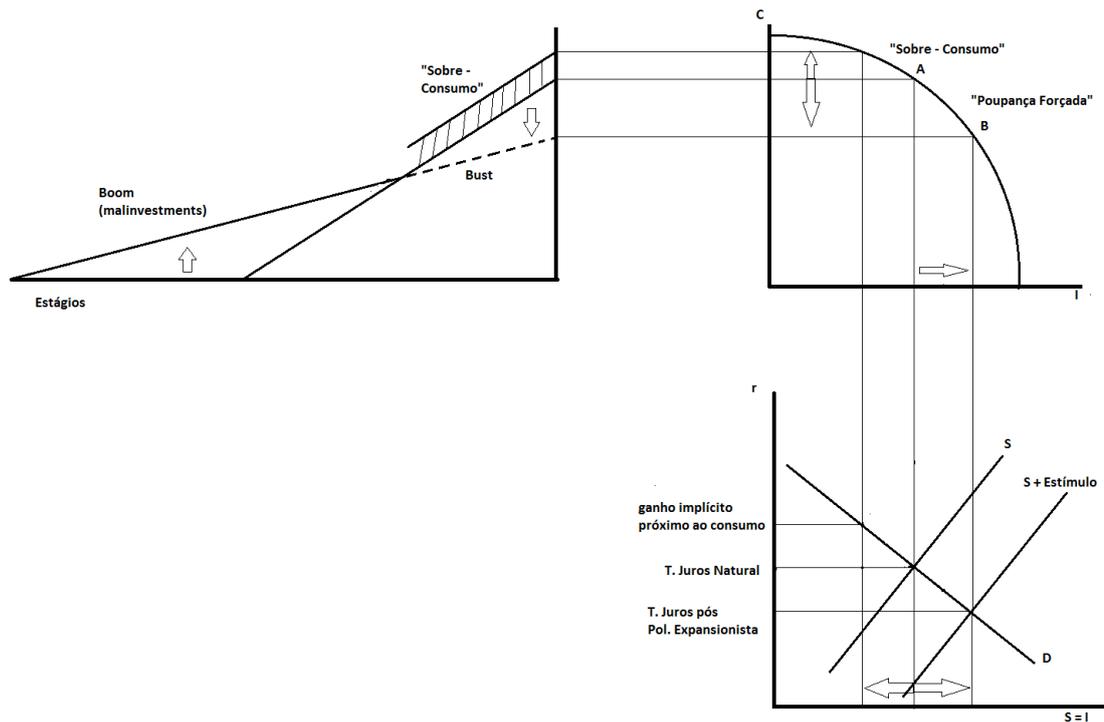
Na ABCT (Austrian Business Cycle Theory), o impulso é a moeda, via variações nos preços relativos afetando a estrutura de produção, e esse impulso é provocado pela característica de looseness (frouxidão) inerente às trocas indiretas; a propagação é constituída pelos efeitos dessas alterações nos preços relativos sobre o setor real da economia. (IORIO, 2012, p.192)

Em nossa análise gráfica simplificada, independente da forma como for feita a manipulação por parte da autoridade monetária<sup>22</sup>, o crédito criado estará representado no gráfico de oferta de fundos.

Figura 2.12: Distorções monetárias e suas consequências (IORIO, 2012, p.198)

---

<sup>22</sup> A manipulação pode se dar por redesconto, operações no mercado aberto ou compulsório.



Inicialmente, verificamos que a expansão do crédito irá reduzir a taxa básica de juros, o que fará com que haja uma diminuição da poupança e um aumento do investimento; conseqüentemente, haverá um deslocamento para direita do FPP. No entanto, uma queda na poupança implica em um aumento do consumo, o que leva a um deslocamento para cima da FPP. Diante desta situação, haverá um fenômeno de excessiva produção em ambas as categorias. Chamaremos os dois fenômenos resultantes do aumento de crédito de “sobre consumo”<sup>23</sup> e “poupança forçada”<sup>24</sup>. A “poupança forçada” resultará em investimentos que só são viáveis em função da baixa taxa de juros e, como já explicado, esses tendem a se dar nas etapas mais distantes do consumo final. Esses empreendimentos, serão chamados de *malinvestments*.

Essa situação é sustentável por um período, porém, logo haverá um cabo de guerra entre consumidores e investidores por recursos escassos, entre eles, mão de obra. Os setores mais prejudicados serão os que ficam no meio da estrutura de produção; o que será uma força no desequilíbrio da nova estrutura. De acordo com Garrison:

<sup>23</sup> Aumento do consumo advindo da queda da taxa de juros.

<sup>24</sup> Crédito disponibilizado às empresas sem respaldo de poupança prévia.

For a time, increased consumption and increased investment have their separate effects. The economy moves beyond its PPF and is characterized by an unsustainable level of output.

There is an investment bias in the allocation of resources, however, because of the artificially low interest rate. The tug-of-war is partially won by investors if only because they have more pull, the new money having come to them through credit markets.<sup>25</sup> (GARRISON, online, 2003)

A situação acima descrita, inevitavelmente gerará uma pressão inflacionária, e em algum momento as taxas de juro terão de ser elevadas. Muitos investimentos deixarão de ser rentáveis e projetos serão abandonados - principalmente aqueles que estavam endividados a taxas de juros pós fixadas; o desemprego nesse setor aumentará, e haverá ociosidade não só de trabalho como também de capital. Haverá um reflexo na renda, que por sua vez diminuirá os gastos. Dar-se-á início ao *bust!* A situação agora será caracterizada pela presença de deflação consequente dos *malinvestments*, o qual Hayek chamou de *spiraling downward*. Conforme Iorio explica:

Não há nada que possa prevenir a espiral decrescente depois que a trajetória de ajustamento cruza a FPP: as rendas e os gastos caem, o que leva a economia para dentro da FPP. Isto ainda se agravará se a oferta e a demanda de fundos se deslocarem para a esquerda, o que pode acontecer se os poupadores desejarem ficar mais líquidos e os investidores perderem a confiança na economia. Esse aumento na "preferência pela liquidez" não é psicológico, como sustentava Keynes na Teoria Geral: é simples aversão ao risco! (IORIO, 2012, p.199)

## CAPÍTULO 3: CRISE 2008 E A TEORIA AUSTRIACA DOS CICLOS ECONÔMICOS <sup>26</sup>

### 3.1 - Introdução

A crise mundial iniciou-se em 2007, no setor imobiliário norte americano e, posteriormente, veio a contaminar todo o sistema financeiro. O valor dos imóveis vinham subindo rapidamente a atingiram seu ponto máximo por volta de 2005/2006. Anteriormente notava-se um excesso de liquidez no sistema e as taxas de juros haviam atingindo sua taxa mínima de um longo período; a população estava altamente endividada:

[...]a broader trend of lowered lending standards and higher-risk mortgage products. Further, U.S. households had become increasingly indebted, with the ratio of debt to disposable personal income rising from 77% in 1990 to 127% at the end of 2007, much of this increase mortgage-related. (THE ECONOMIST, online, 2008)

Pessoas que tinham como objetivo adquirir seu primeiro imóvel aproveitaram para financiar suas casas a taxas de juros extremamente baixas<sup>27</sup>. Proprietários utilizavam seus atuais imóveis para adquirir hipotecas; uma vez que os preços vinham ascendentes, sabia-se que era possível, em pouco tempo, fazer uma nova hipoteca (com valor do imóvel mais alto) e ter um resultado financeiro na operação. Assim, partindo da crença de que os imóveis nunca se desvalorizam, esses se tornaram semelhantes a caixas eletrônicos que eram recorridos quando proprietários precisavam de dinheiro.

Essas hipotecas cujos principais credores eram os bancos, porém, haviam sido transformadas em títulos negociáveis por securitizadoras e então eram repassados a investidores. Ou seja, eram títulos lastreados em dívidas de hipotecas e forneciam uma enorme liquidez ao sistema de empréstimos.

---

<sup>26</sup> Nesse capítulo as séries históricas utilizadas encerram em julho de 2013.

<sup>27</sup> Ignorando o fato dos preços estarem historicamente altos.

Esses títulos, por sua vez, eram classificados pelas principais agências de risco do país como sendo de altíssima confiança, e estavam pulverizados no sistema financeiro norte americano nas mais diferentes carteiras, como fundos de pensão, companhias de seguro, hedge funds etc.

No momento em que os preços dos imóveis começaram a cair e as taxas de juros estavam mais altas, muitos viram o pagamento das hipotecas como sendo inviáveis, optando pela venda da casa ou simplesmente a entrega desta para o banco. O resultado dessa maior oferta para venda foi acelerar e intensificar ainda mais a queda dos preços; os credores viram suas receitas diminuir em função de dificuldade dos endividados em honrar as dívidas e muitas vezes recebiam as próprias garantias (que agora valiam menos do que a dívida), causando, assim, uma enorme dificuldade para que os direitos dos títulos no mercado fossem honrados.

Com a diluição do valor desses títulos, instituições viram seus ativos – que representava uma pequena parcela do seu passivo - diminuir significativamente e iniciou-se um efeito dominó que só teve a falência generalizada evitada após uma grande intervenção do governo, que injetou liquidez no sistema via Banco Central.

Inicialmente vimos o Bear Stearns, o quinto maior banco de investimentos do mundo, vir próximo à falência; em poucos dias o Fed fez um empréstimo de US\$30 bilhões ao J.P Morgan Chase para aquisição do primeiro.

Posteriormente as empresas “semi estatais” (*government sponsored enterprises*) Fannie Mae e Freddie Mac apresentaram problemas de liquidez. Ambas eram responsáveis pela gestão no valor de US\$ 5 trilhões, aproximadamente 40% do mercado norte americano de hipotecas. Entre as medidas adotadas pelo governo para socorro estava a injeção de US\$200 bilhões.

Ainda em setembro o quarto maior banco de investimentos do país, o Lehman Brother, anuncia um prejuízo de US\$3,9 bilhões no terceiro semestre de 2008. Diferente dos casos anteriores, esse não foi resgatado, e teve de entrar com um pedido de concordata em Nova Iorque.

O fato de o banco não ter sido salvo gerou mais turbulência no mercado financeiro, e logo após foi a vez da American International Group (AIG) – a maior companhia de seguros dos Estados Unidos- recorrer a um empréstimo de US\$85 bilhões diretamente ao Fed, em função de sua falta de liquidez. Como resultado o governo assumiu aproximadamente 80% das ações da seguradora e seu controle.

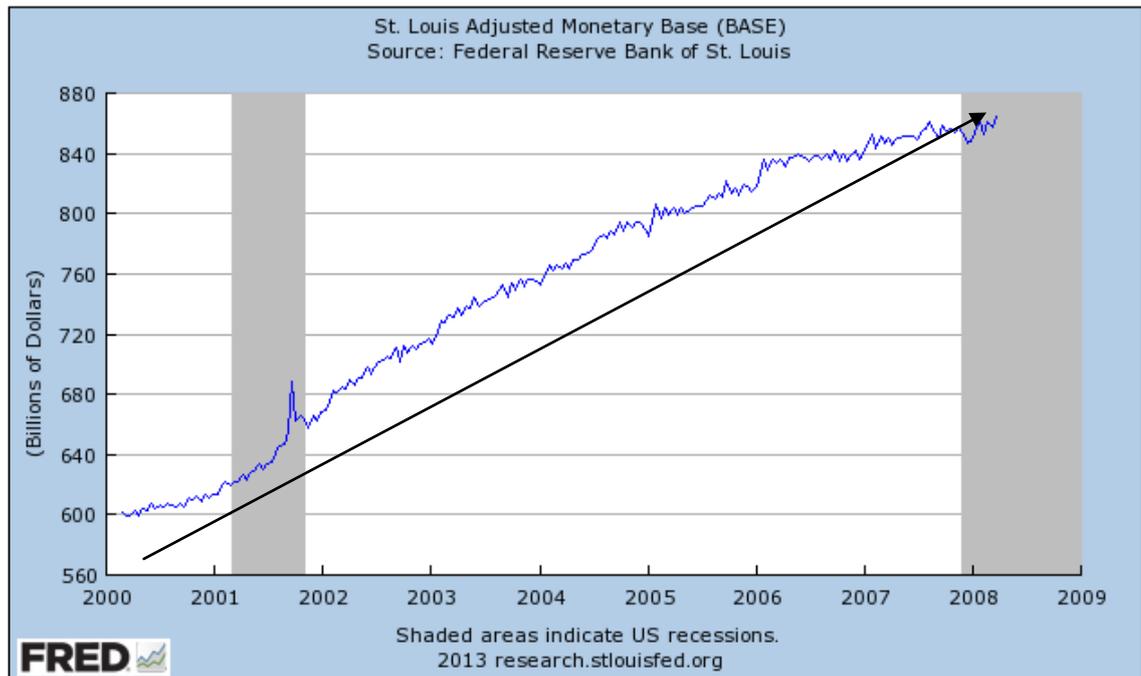
Houve, também, várias uniões bancárias, conforme detalham Borça Junior e Torres Filho:

Nesse interregno, aconteceram amplas mudanças no sistema financeiro norte-americano. O Bank of America adquiriu, por cerca de US\$ 50 bilhões, o banco de investimento Merrill Lynch, enquanto o JP Morgan assumiu o controle de seu concorrente, o Washington Mutual, também com a ajuda financeira das autoridades federais. Além disso, o FED aprovou a proposta de transformar os bancos de investimento Morgan Stanley e Goldman Sachs em holdings banks. Esse fato permite que as instituições possam receber suporte financeiro do FED via injeções de liquidez. ( BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, online, 2003)

### **3.2- O início do boom e os sinais apontados pela teoria austríaca**

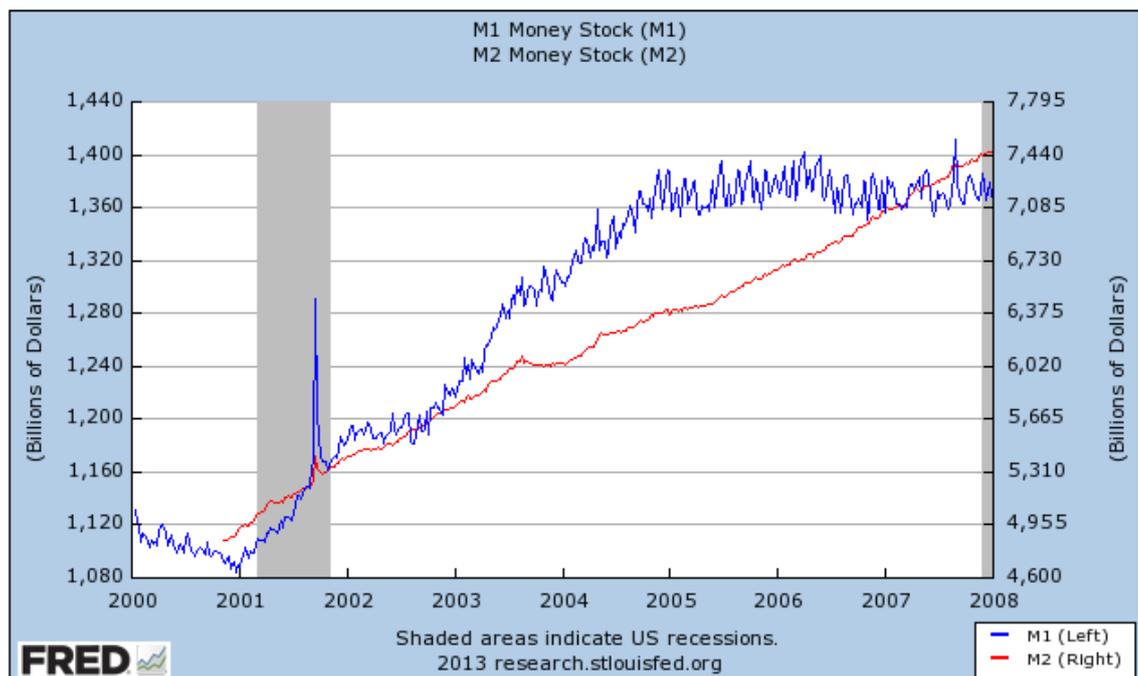
No início de 2001, em consequência da bolha Nasdaq, do caso Enron e dos ataques terroristas, os EUA começam a aumentar a quantidade de dinheiro disponível no sistema. A base monetária (M0) apresentou um aumento de aproximadamente 40% até 2008, sendo o período de maior aceleração entre 2001 e 2005. Conforme vimos anteriormente, a expansão dos meios de pagamento possibilita o início à bolha, sendo o M0 o agregado monetário que é determinado diretamente pelo Banco Central.

Figura 3.1: Base Monetária Americana (Fonte: Fed St. Louis)



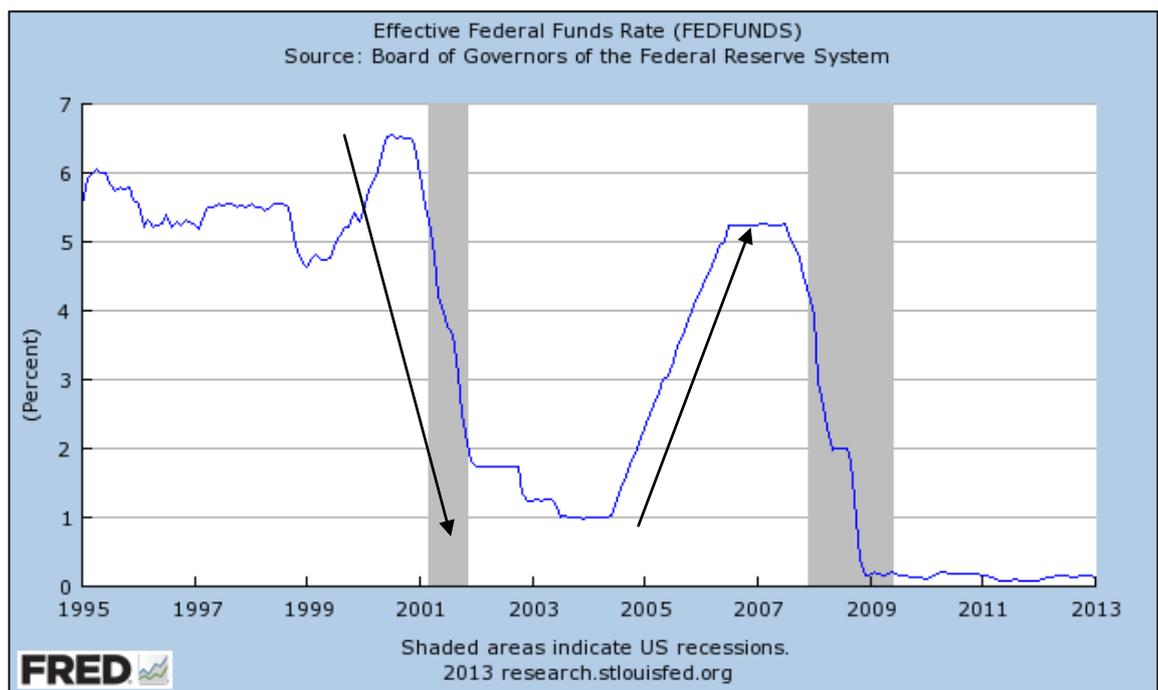
Como consequência, os bancos dão seqüência a essa política expansionista e aumentam ainda mais os meios de pagamento determinados por esses, ofertando crédito à sociedade americana e ao resto do mundo. O M1 tem uma elevação de aproximadamente 25% no período e o M2 próximo a 50%.

Figura 3.2: Agregados monetários M1 e M2 dos EUA (Fonte: Fed St. Louis):



A taxa básica de juros (*Federal Funds Rate*), resultado da política adotada pelo Fed, é derrubada em um curto espaço de tempo, de um patamar acima de 6% para até 1%, o que representa uma diminuição de mais de 80%. De acordo com o que foi apresentado na teoria, a taxa de juros, que tem uma relação simbiótica com a quantidade de moeda na Economia, também tem papel crucial na formação de bolhas. De 2001 até meados de 2004 foi o chamado período expansionista, o que tende a gerar o boom.

Figura 3.3: Taxa básica de juros norte americana (Fonte: Fed St. Louis):

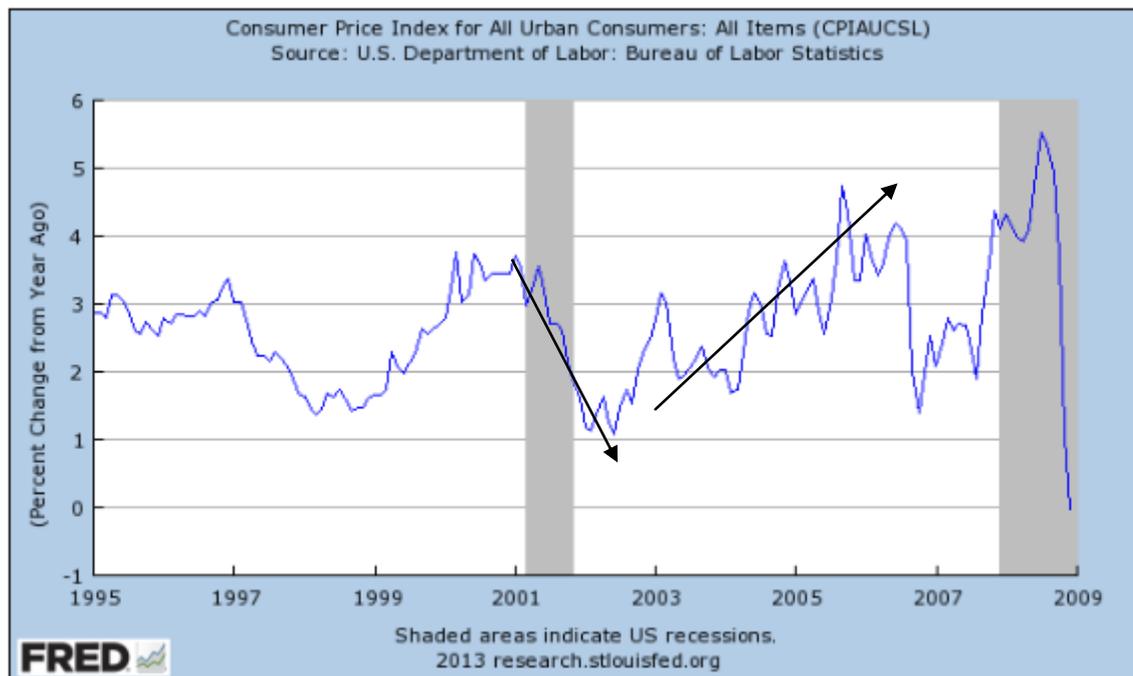


Consequentemente a inflação passa de próximo a 1% em meados de 2001 para mais de 4% em 2005. Um aumento superior a 400%.

É importante resgatarmos que o momento que a taxa de juros volta a subir é essencial para o início do *bust*. Como vimos no gráfico anterior, como resposta à inflação que vinha em ascensão, o comportamento da taxa de juros inicia uma reversão em 2004 e encerra o movimento próximo a 2007, aumentando mais de 500% nesse intervalo.

No gráfico a seguir podemos observar o comportamento da inflação (*Consumer Price Index- CPI*) e compararmos com o gráfico da taxa básica de juros, ficando clara a postura do Fed em adotar uma política contracionista na tentativa de desacelerar o aumento de preços.

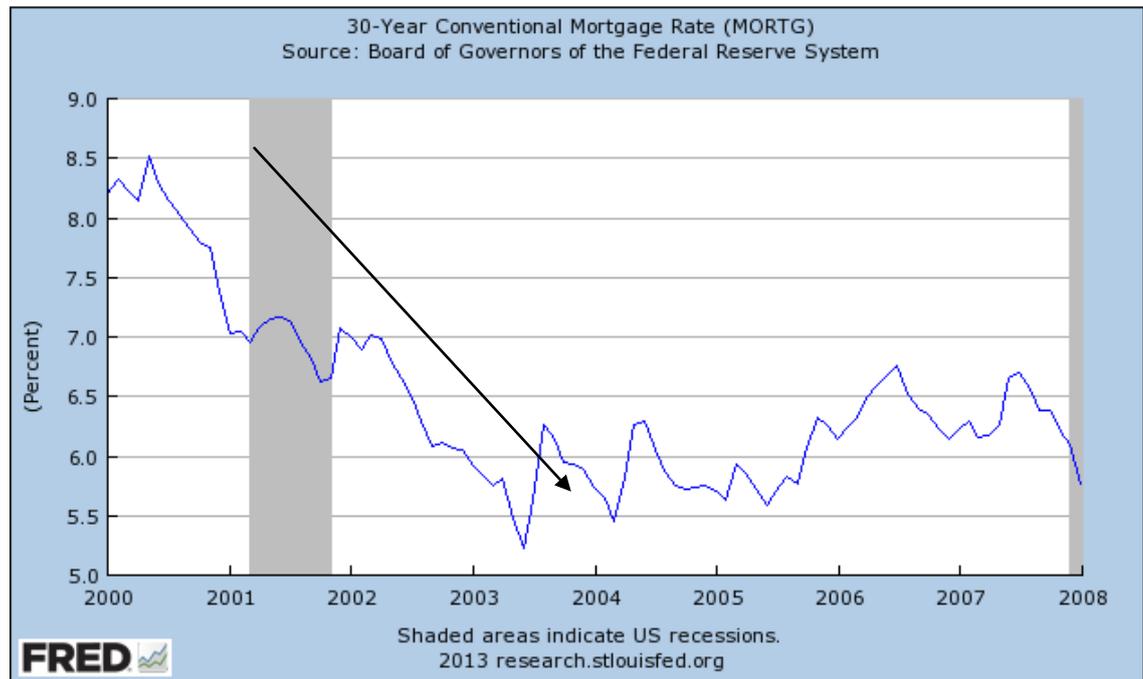
Figura 3.4: Índice de inflação dos EUA (Fonte: Fed St. Louis):



Dentre todo essa manipulação na política monetária e suas consequências inflacionárias, o setores “reais” da Economia também eram afetados. A maioria dos empréstimos hipotecários eram indexados à taxa pós fixada, consequentemente, as taxas de juro desses financiamentos refletiram o comportamento da taxa básica de juros da Economia. Ou seja, inicialmente caíram – acompanhando o período expansionista – e posteriormente voltaram a elevar-se. De acordo com Zandi: “A high percentage of these subprime mortgages, over 90% in 2006 for example, were adjustable-rate mortgages” (ZANDI, online, 2010)

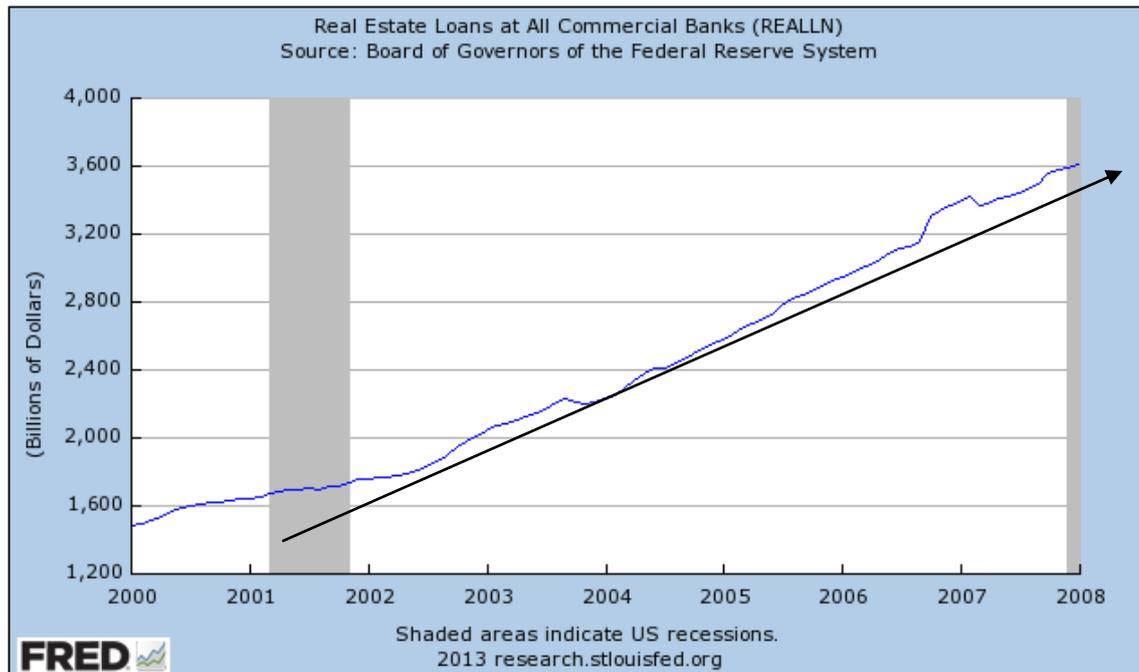
No gráfico a seguir observamos o comportamento das taxas de juros voltadas a empréstimos hipotecários.

Figura 3.5: Taxa de juros para empréstimos imobiliários (Fonte: Fed St. Louis):



O aumento da demanda por crédito foi maciço durante o período de juros baixos, e as instituições financeiras ofertaram o crescente volume necessário. Embora parte dos empréstimos pudessem parecer arriscados para os bancos, esses operavam sob enorme pressão para que os fizessem. O aumento foi maior que 200% até 2008.

Figura 3.6: Empréstimos voltados à construção civil por parte dos bancos (Fonte: Fed St. Louis):



O governo não só estimulava e distorcia o mercado imobiliário a partir de manipulações dos meios de pagamento circulantes e das taxas de juros, mas também por estímulos diretos a empréstimos hipotecários. Um desses estímulos se dava através do Community Reinvestment Act – um decreto que pressiona os bancos a fazerem empréstimos a pessoas com capacidade duvidosa de honrar suas dívidas. Conforme é explicado no site do Federal Reserve:

The Community Reinvestment Act is intended to encourage depository institutions to help meet the credit needs of the communities in which they operate, including low- and moderate-income neighborhoods, consistent with safe and sound operations. It was enacted by the Congress in 1977 (12 U.S.C. 2901) and is implemented by Regulation BB (12 CFR 228). The regulation was substantially revised in May 1995 and updated again in August 2005.

The Fed, together with the other financial regulatory agencies, is currently considering what can be done to make CRA a more effective regulatory incentive going forward to address an unprecedented set of community needs in the wake of the foreclosure crisis. As part of this regulatory initiative, the agencies held CRA hearings and invited written comments on how to improve CRA in June 2010. In December, the agencies published amendments to the rule to encourage financial institutions to participate in activities aimed at revitalizing areas designated by the Department of Housing and Urban Development for funds under the Neighborhood Stabilization Program. (FED, online, 2013)

Ou seja, embora antigo, o CRA passa constantemente por mudanças que tem como objetivo aumentar o crédito disponível para o segmento imobiliário, principalmente destinado às pessoas mais pobres. A forma encontrada pelo CRA para isso é através da regulamentação no mercado imobiliário de crédito.

Para entendermos melhor o CRA, ainda no site do Fed:

#### Evaluation of CRA Performance

The CRA requires that each depository institution's record in helping meet the credit needs of its entire community be evaluated periodically. That record is taken into account in considering an institution's application for deposit facilities.

Neither the CRA nor its implementing regulation gives specific criteria for rating the performance of depository institutions. Rather, the law indicates that the evaluation process should accommodate an institution's individual circumstances. Nor does the law require institutions to make high-risk loans that jeopardize their safety. To the contrary, the law makes it clear that an institution's CRA activities should be undertaken in a safe and sound manner. (FED, online, 2013)

Portanto, como maneira de aumentar o crédito imobiliário o CRA requer que instituições financeiras façam os empréstimos. Embora seja afirmado que a lei não exige que empréstimos de alto risco sejam concedidos, havia grandes pressões para que isso ocorresse, principalmente após a regulamentação de 1995, que de fato veio a exigir que empréstimos para pessoas de baixa renda fossem feitos, conforme mostra um estudo publicado pela Stanford:

The new regulations, made effective in 1995, for the first time required insured banks and S&Ls to demonstrate that they were actually making loans in low-income communities and to low-income borrowers. A qualifying CRA loan was one made to a borrower at or below 80 percent of the AMI (Low income is usually defined as 80 percent of area median income –AMI- and moderate income as 100 percent of AMI.), and thus was similar to the loans that Fannie and Freddie were required to buy under HUD's AH goals. (WALLISON e BURNS, online, 2011)

E, conforme descrito no site do Fed, o ato é fortemente supervisionado e regulamentado por órgãos estatais, sendo essa instituição uma das mais relevantes.

CRA examinations are conducted by the federal agencies that are responsible for supervising depository institutions. Information in this section is related to depository institutions that are examined by the Federal Reserve, mainly state-chartered banks that are members of the Federal Reserve. CRA information on other depository institutions is available from the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), the Office of the Comptroller of the Currency (OCC), and the Office of Thrift Supervision (OTS). Interagency information about the CRA is available from the Federal Financial Institutions Examination Council (FFIEC). (FED, online, 2013)

Obviamente, esses créditos ruins teriam um grande impacto negativo para os bancos, mas conforme Ben Bernanke explicou, também através da força do Estado, foi possível criar um mercado secundário para esses títulos.

De acordo com o discurso de Ben Bernanke - The Community Reinvestment Act: Its Evolution and New Challenges:

Securitization of affordable housing loans expanded, as did the secondary market for those loans, in part reflecting a 1992 law that required the government-sponsored enterprises, Fannie Mae and Freddie Mac, to devote a percentage of their activities to meeting affordable housing goals (HUD, 2006). A generally strong economy and lower interest rates also helped improved access to credit by lower-income households. (BERNANKE, online, 2007)

Em síntese, apesar do Fed e outros órgãos governamentais pressionarem os bancos a fazerem empréstimos de alto risco, a compensação vinha através da grande influência a uma empresa chamada Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Company) – responsável por securitizar e formar mercado secundário para títulos que passariam a ter como lastro essas hipotecas.

Assim, o CRA obrigava as instituições a fazerem empréstimos a juros baixos a pessoas cuja capacidade de pagamento eram duvidosas (*NINJA – No Income, No job,*

*No Assets*); apesar do CRA existir há anos, foi a partir da década de 90 que houve um maior afrouxamento em suas normas, com regras que, por exemplo, proibiam os bancos de ter acesso ao histórico creditício do cliente. Nota-se que, apesar do nome, os empréstimos subprime não tinham nada de confiáveis por parte dos devedores.

Obviamente isso representaria um grande risco de perda aos credores, mas esse risco era mitigado pela existência das agências de securitização Fannie Mae e Freddie Mac. Com total respaldo do governo, essas empresas eram responsáveis por comprar essa carteira de crédito (subprime hipotecário), transformar essas dívidas em títulos e vendê-los aos bancos de investimento, criando assim um mercado secundário que daria mais liquidez ainda ao esquema.

Os bancos de investimento acreditavam que aquilo era uma boa oportunidade, pois, viam as duas empresas securitizadoras como competentes e que jamais quebrariam, e que, na pior das hipóteses, o governo interviria no mercado caso algo desse errado. É válido lembrar que quando houve a crise, dos bancos de investimento, somente o Lehman Brother teve a falência permitida, e todos os outros foram salvos pelo Fed; desta forma surgiu-se a máxima: com a existência do Fed, instituições financeiras são estimuladas a buscar lucros, mesmo de forma irresponsável, pois esses serão privados, diferente dos prejuízos, que quando existirem, serão socializados.

Outra política similar que visa estimular empréstimos de alto risco é o Community Development Financial Institution, criado pelo departamento de Tesouro Americano, que tinha como finalidade oferecer recursos (pagos inicialmente pelo contribuinte) para devedores de alto risco. Conforme é explicado pelo governo:

[...]through monetary awards and the allocation of tax credits, the CDFI Fund helps promote access to capital and local economic growth in urban and rural low-income communities across the nation.

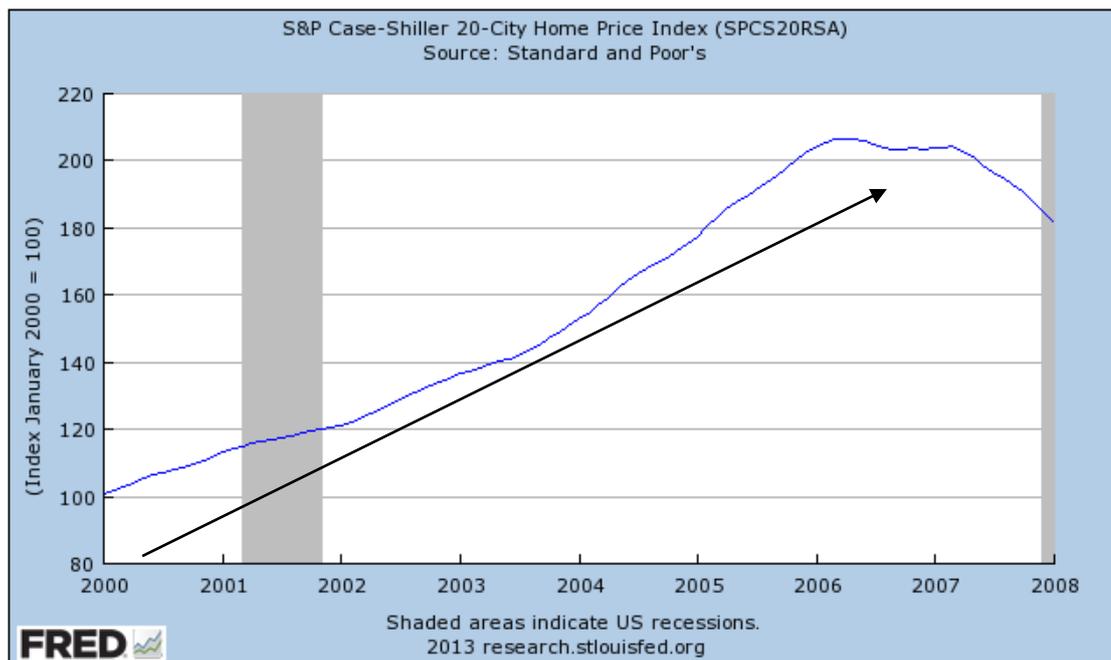
Through its various programs, the CDFI Fund enables locally based organizations to further goals such as: economic development (job creation, business development, and commercial real estate development); affordable housing (housing development and homeownership); and community development financial services (provision of basic banking services to underserved communities and

financial literacy training). (Community Development Financial Institutions Fund, online, 2011)

Como resultado desta série de estímulos, podemos observar o comportamento do índice Case Shiller – principal índice de preços de casas nos EUA-. Notamos que de 2000 (base 100) para 2007 os preços mais do que dobraram, como consequência direta do aumento da demanda causada pela facilidade de se adquirir imóveis.

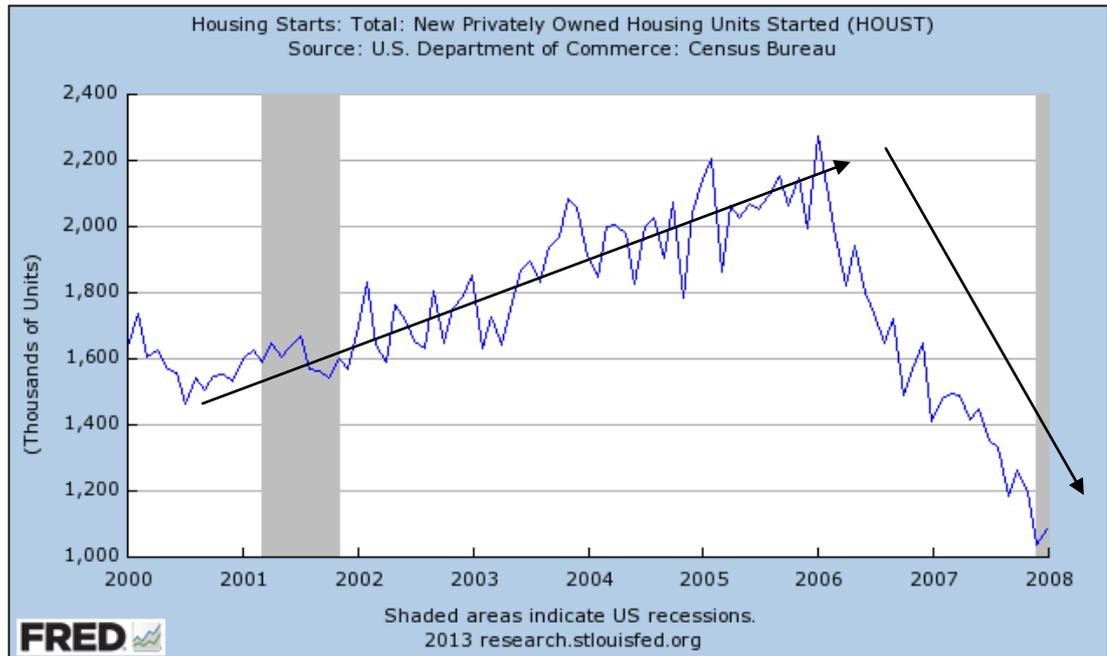
O índice Case Shiller é o indicador mais utilizado nos Estados Unidos para mensurar o valor de casas!

Figura 3.7: Índice Case Shiller (Fonte: Fed St. Louis):



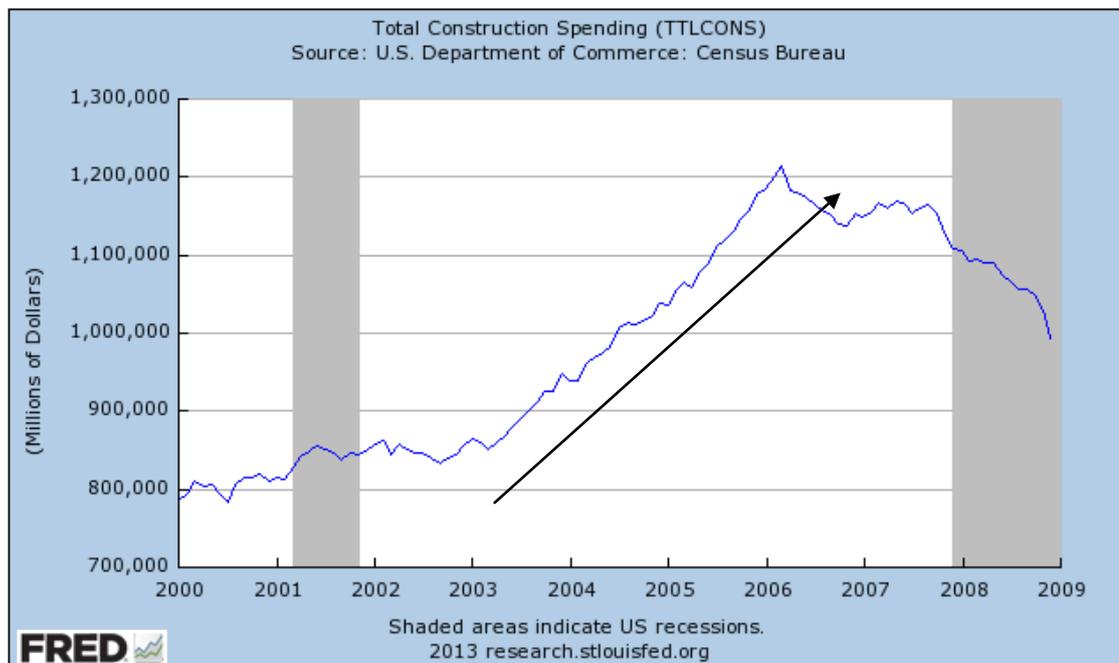
Notamos que próximo a 2006 encontra-se o pico de novas casas privadas iniciadas, com um aumento de quase 40% tomando como base 2001.

Figura 3.8: Novas casas construídas (Fonte: Fed St. Louis):



Os gastos com a construção civil também teve seu maior crescimento entre 2001 e 2006, com uma variação 40%, depois se estabilizando e iniciando uma queda.

Figura 3.9: Gastos totais com construção (Fonte: Fed St. Louis):



### 3.3 – A correção

A partir dos gráficos e dos fatos expostos anteriormente, compreendemos que o setor imobiliário está longe de ser um livre mercado nos EUA e passa por diversas regulamentações que visam estimulá-lo, além dos estímulos clássicos que foram apresentados ao longo do trabalho – agregados monetários e a taxa de juros.

Também como explicado anteriormente, notamos que enquanto a política é expansionista, o *boom* artificial tende a perdurar, mas, quando há uma mudança nesta (normalmente por consequência de pressões inflacionárias), o provável *bust* virá em breve.

No caso dos EUA, a partir de 2001 houve uma série de estímulos econômicos; adiciona-se que, além da política monetária expansionista, havia uma série de outros estímulos de caráter intervencionista no setor imobiliário que criavam um crescimento sem uma sustentação realmente sólida; no entanto, exatamente como previsto pela teoria austríaca dos ciclos econômicos, a política monetária teve de ser revertida – o que resultou numa desaceleração da expansão monetária e a taxa de juros que era mantida artificialmente baixa voltou a subir, o que sinaliza o início do *bust*.

Os preços das habitações atingiram seu pico em meados de 2006 e logo teve início a queda de seu valor, enquanto o refinanciamento já havia tornado-se mais difícil. As taxas de hipotecas já refletiam a taxa de juros mais alta (o que representa uma maior parcela mensal) e a inadimplência foi tornando-se comum; muitas casas foram entregues às instituições financeiras, uma vez que eram a garantia de empréstimos (hipotecas) feitos em valores mais altos. No mercado financeiro, os títulos lastreados em hipotecas, que gozavam de grande confiabilidade, perderam, também, grande parte de seu valor, uma vez que a contraparte devedora não mais honraria suas dívidas. Esses títulos contaminaram todo o mercado, abalando também a confiança dos agentes – característica fundamental para garantir o funcionamento do atual sistema.

### 3.4 - A solução americana e seu risco

Como solução para crise que a grande maioria viu como resultante de uma excessiva liberalização do sistema financeiro, o governo norte americano optou por

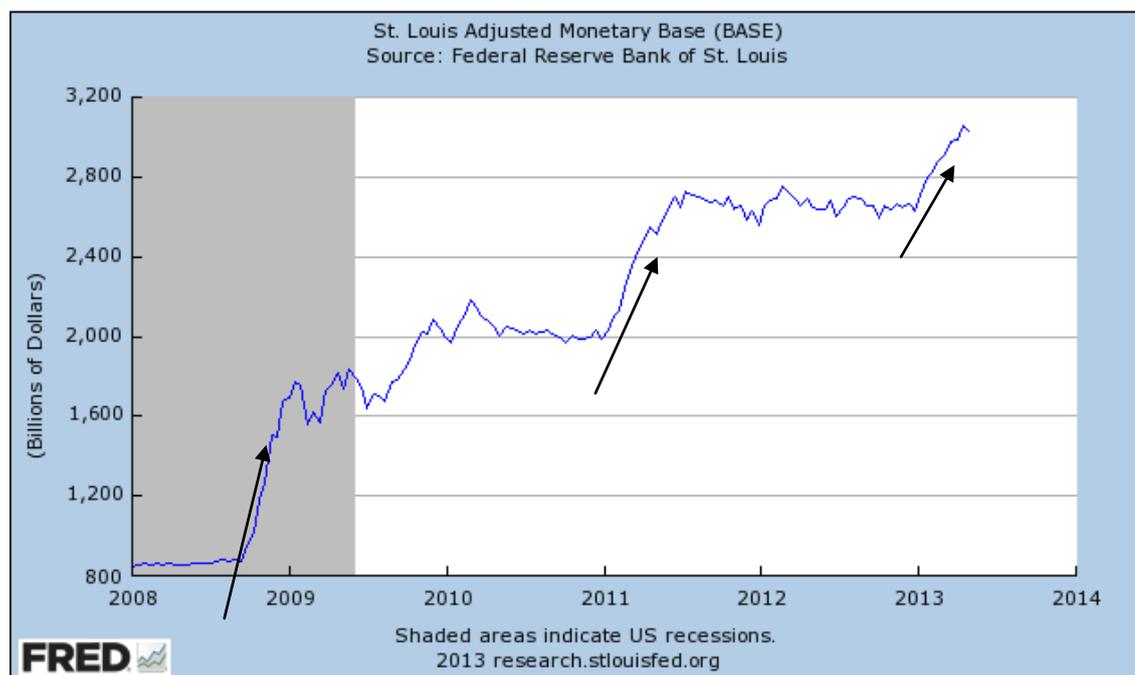
intervir mais ainda na economia, principalmente através de estímulo monetários para que houvesse um novo crescimento.

Basicamente, houve uma maciça injeção monetária, em moldes nunca vistos antes nos EUA, que passou a ser chamada de “*quantitative easing*”. Em novembro de 2008 o Fed injetou entre US\$600 e US\$700 bilhões, comprando títulos de curto prazo do tesouro norte americano (*notes*) e US\$600 bilhões títulos hipotecários (*mortgage-backed securities*), o que ficou conhecido como *Quantitative Easing 1* (QE1).

Em novembro de 2010 foi anunciada uma nova rodada de expansão – *Quantitative Easing 2*-, sendo comprados US\$600 bilhões de títulos de tesouro que estavam nas carteiras dos bancos. E, por último, a rodada chamada de *Quantitative Easing 3*, que ocorreu em setembro de 2012 e que representou compras mensais de US\$40 bilhões de títulos hipotecários. Foi anunciado também que os juros devem ficar próximos a zero até 2015.

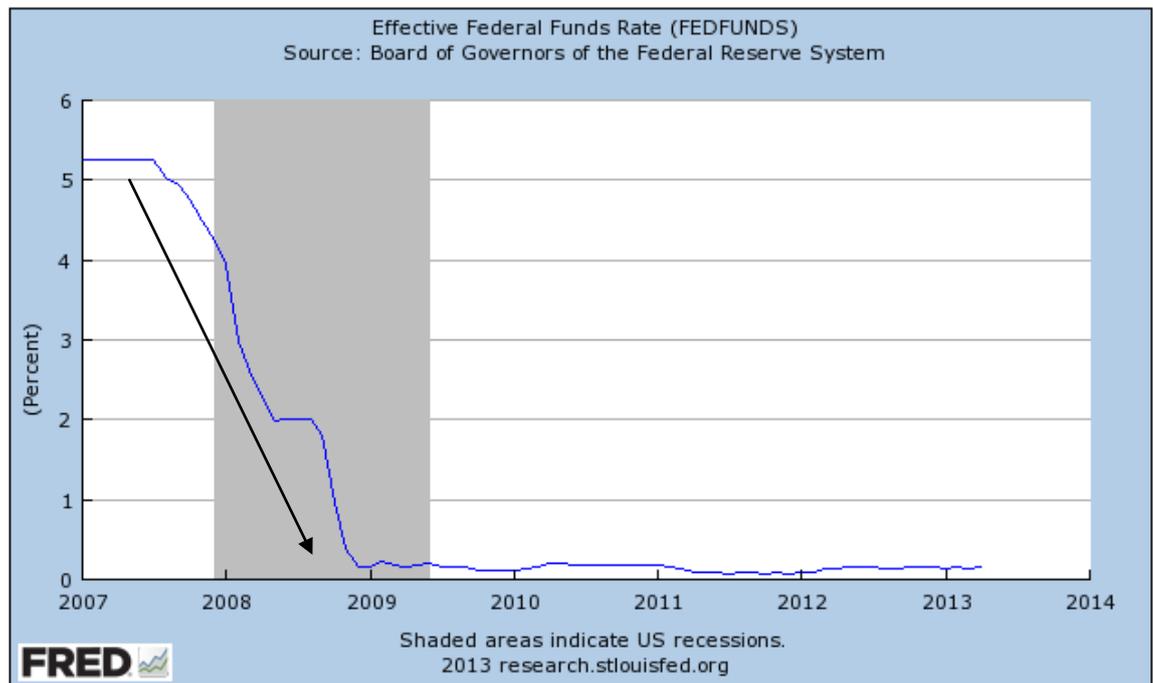
Podemos analisar os programas a partir da base monetária, que em 2008 era de US\$800 bilhões e em menos de 5 anos está próximo de ter quadruplicado seu volume.

Figura 3.10: Base monetária americana - após 2008 (Fonte: Fed St. Louis):



E como consequência, a taxa básica de juros que em 2007 era mais do que 5% hoje gira em torno de 0,25%, o que representa uma diminuição de mais de 95%. Desde 2009 é mantida nesse patamar, como vemos no gráfico a seguir.

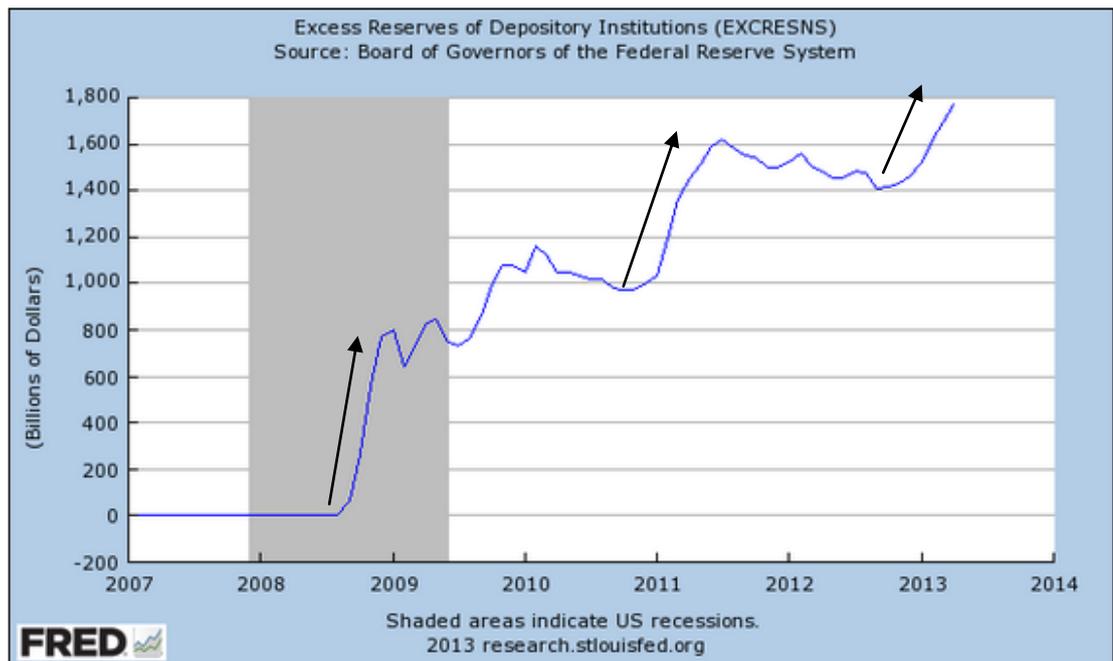
Figura 3.11: Taxa básica de juros norte americana - após 2007 (Fonte: Fed St. Louis):



Numa situação convencional esse cenário deveria gerar um aumento na inflação; porém, não é o que vem ocorrendo. Isso pode ser explicado não só pelo fato de uma bolha recentemente ter estourado – o que resulta em deflação-, mas também por que os bancos estão extremamente receosos em fazer empréstimos.

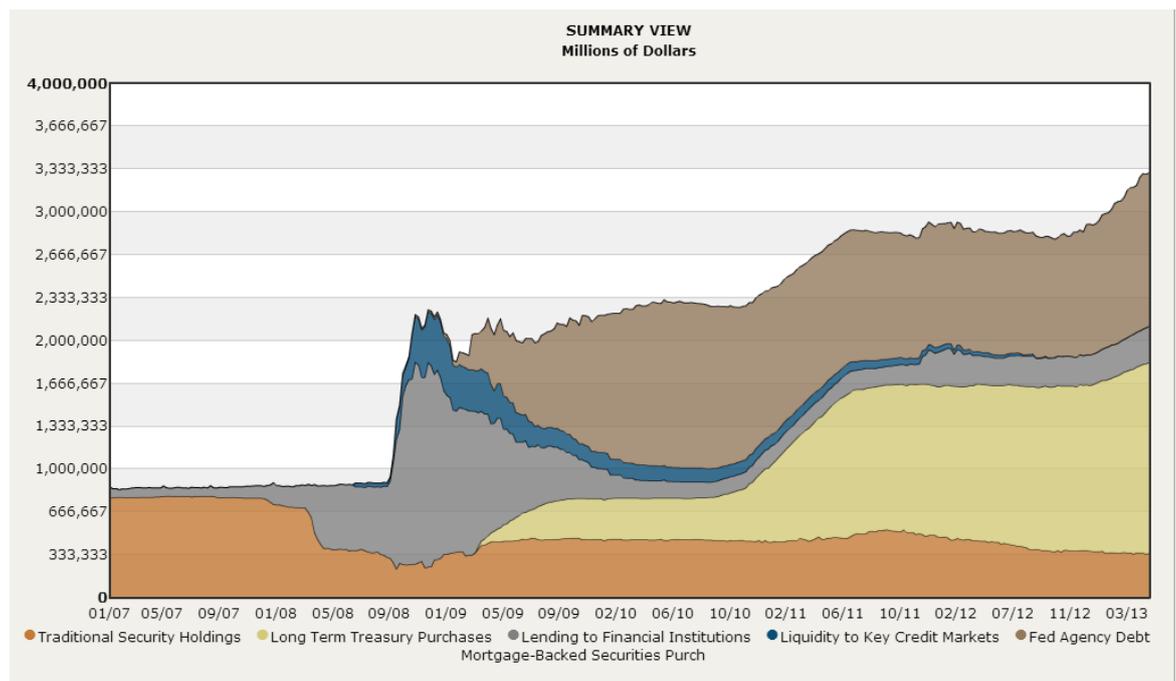
Como mostra o gráfico a seguir, eles estão optando por manter grande quantidade de capital aplicado como reserva voluntária no proprio Fed, recebendo juros baixíssimos e tendo retornos reais negativos. Essa reserva voluntária era próximo de zero antes da crise.

Figura 3.12: Reservas voluntárias dos bancos no Fed (Fonte: Fed St. Louis):



E, por último, podemos observar os fenômenos aqui apresentado, mas pela ótica do balanço do próprio Fed, que vem aumento proporcionalmente às políticas expansionistas.

Figura 3.13: Ativos do Fed (Fonte: Fed Cleveland):



Conforme o gráfico elaborado pelo Banco Itaú (2013.06 – Equity Insight), podemos observar o comportamento do principal índice de ações americanos - o S&P 500 durante o período de estímulos nos últimos anos, ficando claro a dependência desse às medidas do Fed.

Figura 3.14: Comportamento S&P 500 de acordo com a política monetária (Fonte: Itaú – Equity Insight 06/2013):



## Conclusão

Ao longo deste trabalho foram analisadas as principais características da Escola Austríaca, pautadas no individualismo metodológico e sua lógica dedutiva. Detalhou-se uma das suas principais contribuições – a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos-, e como esta engloba diferentes âmbitos da Ciência Econômica, como teoria monetária, teoria creditícia e processos produtivos.

Por ser uma escola considerada heterodoxa e com uma metodologia que difere do *mainstream*, abordou-se brevemente algumas das principais teorias dos ciclos econômicos existentes e, posteriormente, uma tentativa de alguns economistas austríacos modernos de aproximar a teoria austríaca das escolas predominantes, principalmente pela utilização de gráficos conhecidos na literatura, como curvas de fronteiras de possibilidade de produção e oferta e demanda agregada.

A teoria austríaca busca demonstrar que o crédito que não é oriundo de uma poupança prévia necessariamente levará a um crescimento econômico insustentável, pois, causará uma distorção nos processos produtivos. Essa distorção ocorrerá, pois, a maior oferta de crédito e seu preço (taxa de juros) estarão sinalizando uma maior disposição de agentes econômicos a consumirem futuramente, o que não necessariamente é verdade. Tal distorção será caracterizada pelo surgimento de projetos que não eram viáveis antes deste novo arranjo, os quais ocorrem principalmente na produção mais distantes dos bens finais, i.e, intensificação produtiva de bens de capital e setores imobiliários.

No atual sistema, a expansão creditícia é facilmente manipulável por políticos e *policy makers* em geral, uma vez que o mercado financeiro é uma dos setores mais regulados e interferidos, como, por exemplo, pela existência do monopólio estatal da criação da moeda e a participação de bancos públicos com viés de fomento econômico. Isso faz com que muitos políticos e dirigentes de políticas econômicas visem somente o curto prazo e se beneficiem do período de *boom* econômico, marcado por prosperidade e euforia. Porém, tal situação é insustentável no longo prazo.

Em uma tentativa de analisarmos empiricamente a solidez da teoria, dedicamos o último capítulo ao estudo da crise americana que eclodiu em 2008. Como discutido ao

longo do trabalho, para tal avaliação não devemos estudar somente o *bust*, mas sim o *boom* que o precedeu. Portanto, observamos o comportamento de diversas variáveis econômicas, desde dados relacionados ao Fed, inflação, leis de estímulo a empréstimos imobiliários, empresas ligadas ao Estado com funções sociais e o comportamento dos preços de determinados bens.

No final do último capítulo foi mostrado, de modo muito breve, quais medidas foram adotadas pelo governo americano para superarem a crise. Embora o foco deste trabalho não seja um estudo das possíveis consequências das políticas adotadas, a breve descrição dos fatos e a avaliação dos dados instigam novas pesquisas e sugerem um leque de possíveis temas, principalmente quando tratados com o respaldo da teoria descrita nos primeiros capítulos. De acordo com o que vimos, algumas perguntas provocativas são: a recuperação americana realmente perdurará ou apenas novas bolhas estão sendo criadas? Caso sejam bolhas, quais os setores estão sendo artificialmente inflados? Para onde está correndo a grande quantidade de moeda criada pelos Estados Unidos? Por que e até quando os bancos manterão quantidades tão grandes de reservas voluntárias tendo retorno real negativo?

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

DE SOTO, Jesus Huerta. **A escola austríaca**. 2ª ed. São Paulo: Institute Ludwig Von Mises Brasil, 2010.

GARRISON, Roger. **The Austrian Theory of the Trade Cycle and other essays**. In: EBELING, Richard. M (Org.). *The Austrian theory of the trade cycle*. Nova Iorque: New York University, 2001.

GARRISON, Roger. **Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure**. New York. Routledge, 2001

HABERLER, Gottfried. **Money and the business cycle**. In: EBELING, Richard. M (Org.). *The Austrian theory of the trade cycle*. Nova Iorque: New York University, 2001.

HAYEK, Friedrich A.. **Can we still avoid inflation?** In: EBELING, Richard. M (Org.). *The Austrian theory of the trade cycle*. Nova Iorque: New York University, 2001.

IORIO, Ubiratan Jorge. **Ação, tempo e conhecimento: A escola Austríaca de economia**. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2011.

KLAMER, Arjo. **Conversas com Economistas: Os Novos Economistas Clássicos e Seus Opositores Falam Sobre a Atual Controvérsia em Macroeconomia**. São Paulo. Pioneira: Editora da Universidade de São Paulo, 1988.

MISES, Ludwig Von. **The “Austrian” Theory of trade cycle**. In: EBELING, Richard. M (Org.). *The Austrian theory of the trade cycle*. Nova Iorque: New York University, 2001.

ROTHBARD, Murray N. **A Grande depressão Americana**. São Paulo: Instituto Ludwig Von Mises, 2012

ROTHBARD, Murray. **The Austrian Theory of Trade Cycle and Other Essays** In: EBELING, Richard. M (Org.). The Austrian theory of the trade cycle. Nova Iorque: New York University, 2001.

HAYEK, Friedrich A. **desemprego e política monetária**. São Paulo. Instituto Ludwig von Mises. Brasil, 2011

BERNANKE, Ben. **The Community Reinvestment Act: Its Evolution and New Challenges,** 2007  
<<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20070330a.htm>>>.  
Visualizado em 05/05/2013.

COMMUNITY DEVELOPMENT FINANCIAL INSTITUTIONS FUND,  
**Overview of What We Do,** 2011,  
<<[http://www.cdfifund.gov/what\\_we\\_do/overview.asp](http://www.cdfifund.gov/what_we_do/overview.asp)>>. Visualizado em 05/05/2013

FED RESERVE, **Community Reinvestment Act,**  
<<[http://www.federalreserve.gov/communitydev/cra\\_about.htm](http://www.federalreserve.gov/communitydev/cra_about.htm)>> Visualizado em 15 de março de 2013.

GARRISON, Roger. <<<http://www.auburn.edu/~garriro/ppsus.htm>>>.  
Visualizado em 03 de dezembro de 2012.

IORIO, Ubiratan. <<<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1444>>>.  
Acessado em 4 de agosto de 2013.

JUNIOR, Gilberto R. B. e FILHO, Ernani T.T. **ANALISANDO A CRISE DO SUBPRIME** In: Revista do BNDES, V.15, n.30 2008. Visualizado em 20 de agosto de 2013.

KRUGMAN, Paul. << <http://www.nytimes.com/2002/08/02/opinion/dubya-s-double-dip.html>>> Visualizado em 04 de fevereiro de 2013.

OPPERS, Stefan E. <<  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0202.pdf>>>. Visualizado em 28 de maio de 2013.

ROCKWELL, LEW. <<<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=125>>>  
Visualizado em 20 de agosto de 2013.

THE ECONOMIST.  
<<[http://www.economist.com/node/12637090?story\\_id=12637090](http://www.economist.com/node/12637090?story_id=12637090).>> Visualizado  
em 12 de dezembro 2012.

WALLISON, Peter J. e Arthur F. BURN.A. **Financial crisis inquiry  
commission**, 2011, << [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-  
reports/fcic\\_final\\_report\\_wallison\\_dissent.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_wallison_dissent.pdf)>> Visualizado em 02 de abril de 2013.