

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração**

André Martins Bertelli

**FORMAÇÃO DE BOLHAS E A ECLOSÃO DA CRISE
FINANCEIRA DE 2008 SOB A PERSPECTIVA ECONÔMICA
AUSTRIACA**

**São Paulo
2011**

André Martins Bertelli

**Formação de Bolhas e a Eclosão da Crise Financeira de 2008 Sob
A Perspectiva Econômica Austríaca**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador:
Prof^ª. Dr^ª. Roberta Muramatsu – Insper

**São Paulo
2011**

Bertelli, André Martins

Formação de Bolhas e a Eclosão da Crise Financeira de 2008
Sob A Perspectiva Econômica Austríaca/ André Martins Bertelli. –
São Paulo: Insper, 2010.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper
Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof^a. Dr^a. Roberta Muramatsu

1.Crise Financeira 2. Teoria Austríaca 3. Ciclo de Negócios

Agradecimentos

Agradeço a todos que se empenharam para que este trabalho pudesse ser realizado e, em especial, aqueles que não desistiram mesmo com o tempo escasso.

Um agradecimento em especial à minha orientadora, Prof^ª. Dr^ª. Roberta Muramatsu, pelo tempo e, mais importante, paciência disponibilizados para a realização do trabalho.

Dedicatória

Aos que entendem o valor do tempo.

Resumo

BERTELLI, André Martins. Formação de Bolhas e a Eclosão da Crise Financeira de 2008 Sob A Perspectiva Econômica Austríaca. São Paulo, 2011. 32p. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

O artigo comporta uma análise da crise financeira de 2008 sob a ótica da Teoria de Ciclos de Negócios Austríaca. Objetivo do trabalho é mostrar que essa teoria é válida e compõem um bom arcabouço para analisar os gatilhos de *boom* e *bust* da economia.

O trabalho oferece uma rápida revisão da literatura e aplica a lógica de Pensamento Austríaco aos dados disponíveis a partir do período précrise até o pós crise.

Os resultados mostram que a Teoria Austríaca é uma boa ferramenta para analisar o *boom* e sua reversão em *bust*.

Palavras Chave: 1. Crise Financeira 2. Teoria Austríaca 3. Ciclo de Negócios

Abstract

BERTELLI, André Martins. Blistering and the outbreak of financial crisis in 2008 under the Austrian economic perspective. Sao Paulo, 2011. 32p. Monograph - College of Economics and Business Administration. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

The article comprises an analysis of the 2008 financial crisis from the perspective of Austrian Business Cycle Theory. The purpose of the paper is to show that this theory is sound and make for a good framework to analyze the triggers of boom and bust of the economy.

The paper provides a quick review of the literature and applies the logic of Austrian Theory to the available data from the period before the crisis to the post crisis.

The results show that the Austrian Theory is a useful tool to analyze the boom and bust in its reversal.

Keywords: 1. Financial Crisis 2. Austrian Theory 3. Business Cycle

Sumário

1. Introdução	3
2. Revisão da Literatura	5
3. Análise dos Dados.....	13
4. Conclusões	22
5. Referências.....	25

Índice de Diagramas e Figuras

Diagrama 1.....	7
Diagrama 2.....	8
Diagrama 2.....	9
Figura 1.....	13
Figura 2	14
Figura 3	15
Figura 4.....	16
Figura 5.....	17
Figura 6.....	18
Figura 7.....	19
Figura 8.....	20

1. Introdução

A crise financeira de 2008 foi uma das mais severas já registradas na história contemporânea da sociedade de acordo com Magdoff e Foster (2009). Muito se discute a respeito de suas causas, consequências e tentativas de recuperação, no entanto não há um consenso entre os economistas a respeito desses três fatores supracitados. Como desfrutamos de diversas teorias econômicas que são aplicáveis para modelar as causas e possíveis resgates para crise, não é uma tarefa fácil chegar a apenas uma única resposta, dificultando a análise da conjuntura vigente na época, assim como os elementos chave que possam ter alimentado a formação da bolha.

Estudar a crise financeira recente isoladamente não é a melhor estratégia para se entender os fatos efetivamente ocorridos. O ponto de partida desta proposta é a visão de que uma compreensão mais rigorosa acerca de uma crise exige uma análise do ciclo de negócios. Mais especificamente conjectura-se que a análise da crise da década de 20 e as ideias levantadas a respeito dos ciclos de *boom* e *bust* da época podem, expor um padrão para explicar os movimentos da crise de 2008.

O objetivo deste trabalho é resgatar algumas ideias da chamada Economia Austríaca dos Ciclos Econômicos, consolidada por Mises ([1912], 1998) e Hayek ([1931], 1967) e aplicá-las à crise do final dos anos 2000 através de uma revisão bibliográfica da literatura e verificar se essa é aplicável à conjuntura recente. Dessa forma ter-se-ia à disposição um arcabouço teórico interessante para se tratar das mudanças dos ciclos de negócios em 2008 que culminaram na crise.

A utilização da perspectiva austríaca oferece a possibilidade de compreensão mais ampla sobre fatores de geração de crises econômicas. O grande aquecimento econômico seguida pela depressão na década de 1920 e também na de 2000 mostram o processo que se pode gerar ao utilizar uma política monetária mais expansionista para se controlar o nível de atividade, gerando disparidade nos planos dos consumidores e produtores de maneira não explicada pelas ideias de Keynes ([1936], 1965) que tem seu foco na demanda e não no ciclo de produção.

Portanto a proposta é utilizar as teorias de Mises ([1912], 1998) e Hayek ([1931], 1967) para reconstruir e melhor compreender o grande crescimento, seguido por uma forte depressão no final dos anos 2000.

No tópico dois, em que se trata a Revisão da Literatura, será feita uma compilação detalhada da teoria austríaca dos ciclos econômicos. Com intuito introdutório, é possível dizer que o ciclo de negócios austríaco trata a taxa de juros como o principal preço de uma economia. Essa por sua vez é responsável pelo alinhamento entre poupadores e investidores. Quando a taxa de juros fica em um patamar baixo por um longo período de tempo, há falta de poupança, dado que há mais incentivo a investir e consumir. Esse desalinhamento é chamado por Hayek ([1931], 1967) de movimento de distorção.

Baseado nas palavras de Hayek ([1931], 1967), os movimentos econômicos distorcidos enganam as empresas (que tecnicamente teriam o maior conhecimento para prever suas demandas), um ambiente artificial insustentável é criado e, enquanto houver estímulos a manter esse ambiente, dificilmente percebe-se a possibilidade de uma inversão para uma recessão que, no entanto, é inevitável.

Com este trabalho espera-se mostrar uma explicação alternativa para a crise de 2008, através dos ciclos econômicos e despertar o interesse de outros autores a pensarem no valor que a perspectiva austríaca pode agregar se analisar tais ciclos.

No tópico três, aplicar-se-á a base teórica discutida no tópico dois á dados econômicos com objetivo de desenvolver a lógica que explicaria a inversão de *boom* em *bust*. No tópico quatro desenvolver-se-á a conclusão do trabalho.

2. Revisão da Literatura

A teoria de austríaca de ciclos econômicos será o principal arcabouço desta pesquisa. Essa teoria tem como objetivo de explicar os ciclos econômicos como consequência do crescimento excessivo de crédito por conta de políticas monetárias de fomento econômico que fazem com que as taxas de juros fiquem muito baixas por um longo período de tempo, criando bolhas advindas de excesso de crédito e diminuição da poupança.

Com a taxa de juros muito baixa, a oferta de poupança parece ser maior do que realmente é. Quando a disponibilidade de crédito aumenta, empreendedores investem em pedaços mais longos da cadeia de produção, os de estágio mais inicial de produção e mais longes do produto final. Isso ocorre por conta da taxa de juros mais baixa aumentarem o valor relativo dos fluxos de caixa futuro, levando a um aumento no consumo de bens de capital em detrimento aos de consumo.

A criação excessiva de crédito aumenta a oferta de moeda levando a um crescimento insustentável através de fontes de crédito, diminuindo as oportunidades de investimento, levando assim a uma onda de maus investimentos. Para corrigir os maus investimentos e voltar a economia ao equilíbrio há de haver um choque de liquidez, normalmente chamado de recessão, onde a criação de crédito não é mais sustentável. Dessa forma a oferta de moeda decai abruptamente até que os recursos voltem a ser realocados de maneira eficiente. Quanto mais tempo dura a disparidade entre bens de consumo e bens de capital, maior a recessão que terá de ser enfrentada.

Essa ideia foi inicialmente apresentada por Mises ([1912], 1953). A publicação era uma crítica ao conceito de neutralidade da moeda. A teoria de Mises ([1912], 1953) foi baseada nas ideias preliminares de Menger ([1871], 2007) e Böhm-Bawerk (1890). Posteriormente a teoria foi desenvolvida por Hayek ([1912], 1967).

Mises([1912], 1953) começa a discussão de ciclos econômicos em sua obra. No entanto parte de uma perspectiva subjetivista, dando pouca abordagem positivista aos seus modelos. Por conta desse subjetivismo as ideias iniciais dos ciclos de negócios foram duramente criticadas.

Hayek ([1912], 1967) desenvolveu o chamado Triângulo Hayekiano dando uma abordagem positivista à teoria de ciclos econômicos. O triângulo mostra como se comporta a estrutura de capital ao longo do tempo baseado no equilíbrio entre investimento e poupança e a fronteira de possibilidade de produção entre consumo e investimento.

Para compreender a formação do triângulo, primeiro deve-se enxergar o mercado de fundos emprestáveis como demanda e oferta de fontes para investimentos, como propõem Böhm-Bawerk (1890). A poupança, que deve ser entendida como a oferta de recursos pode se transformar em fundos emprestáveis, capital próprio e lucros retidos. Analogamente, a demanda pode ser interpretada como a necessidade desses recursos.

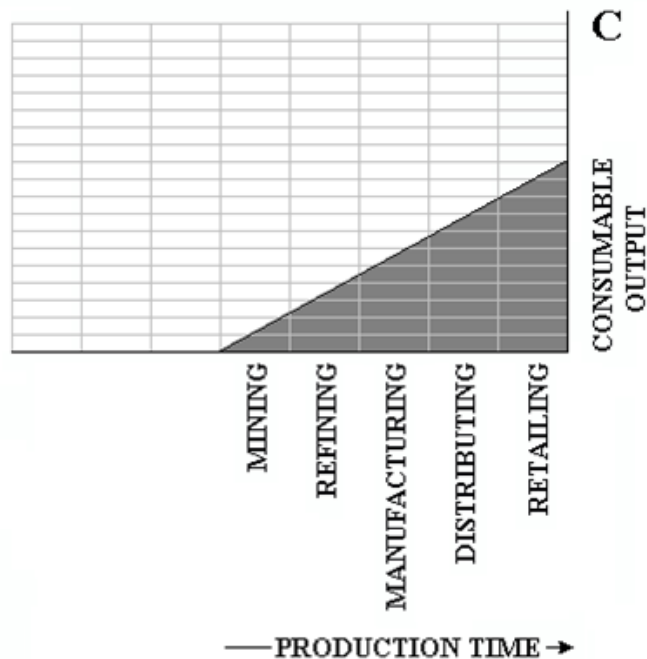
Dos equilíbrios possíveis no mercado de fundos emprestáveis é possível traçar uma fronteira de possibilidade de produção que determina os possíveis níveis de consumo e investimento que a economia suporta de maneira sustentável. Qualquer combinação de consumo e investimento acima da fronteira de possibilidade de produção é encarada como uma superutilização de recursos de maneira insustentável e, analogamente, qualquer combinação abaixo da fronteira de possibilidade de produção está subutilizando os recursos disponíveis na economia (capital e força de trabalho).

É importante citar que quando o investimento está acima da taxa de depreciação, a fronteira de possibilidade de produção sofre uma mudança para um patamar mais elevado, permitindo o crescimento da economia período após período.

Para se entender a proposta do Triângulo Hayekiano, é preciso citar que o conceito de estágios de produção é apresentado na macroeconomia como o valor agregado à contabilidade da renda nacional. A produto gerado na economia é igual ao valor acrescentado em cada estágio sucessivo da produção. Esse valor agregado consiste em dois fatores cruciais. O primeiro, a entrada constate de recursos e força de trabalho e, em segundo, o movimento temporal dos recursos que compõem o rendimento final do produto consumido de maneira pontual.

O Diagrama 1, abaixo, mostra um exemplo de Triângulo Hayekiano.

Diagrama 1- Exemplo de Triangulo Hayekiano



Fonte: Garrison (2000)

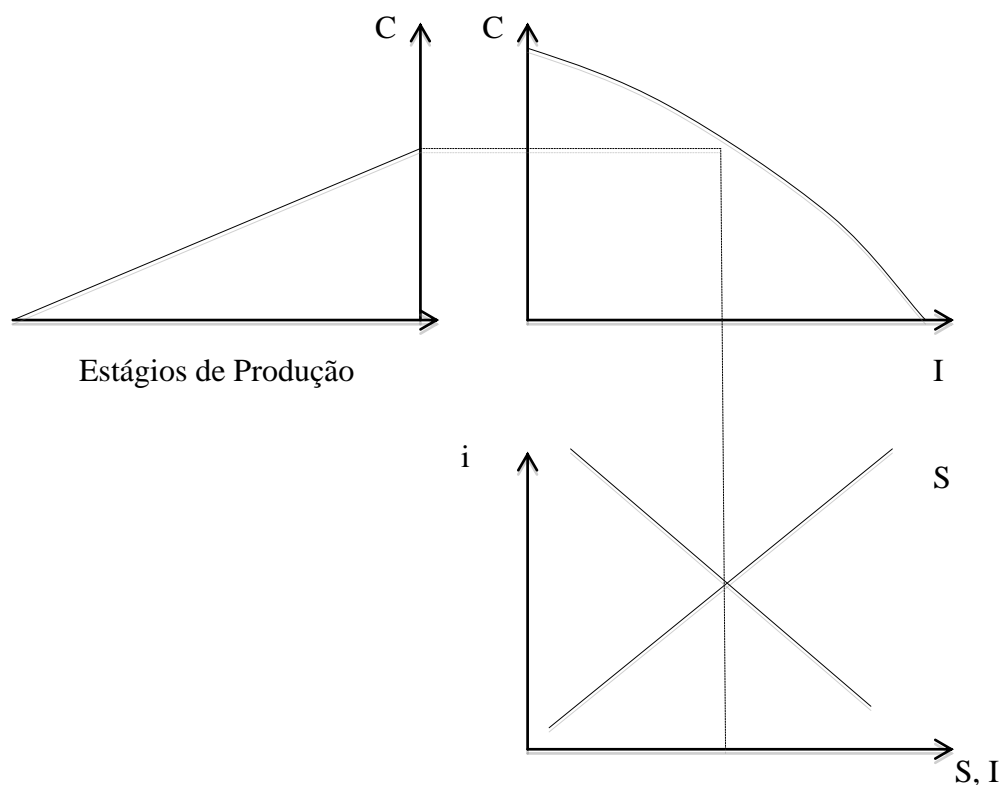
A inclinação da hipotenusa do triângulo está diretamente relacionada com a taxa de juros da economia. Uma taxa de juros baixa incentiva um ciclo de produção mais alongado. A mudança da inclinação da hipotenusa mostra que os recursos podem ser realocados para estágios mais adiante do ciclo de produção, antecipando o consumo, ou para estágios mais anteriores, levando o consumo para um futuro mais longínquo.

O mercado de trabalho é desagregado de modo a permitir mudanças na alocação nos diferentes estágios de produção. Há de se distinguir o trabalho nos primeiros estágios e trabalho nos estágios finais. Uma mudança na taxa de juros irá aumentar a demanda por trabalho em um mercado, mas diminuí-la no outro. O mesmo é válido para outros recursos. O trabalho totalmente não-específico é representado por uma curva de oferta perfeitamente elástica em cada estágio, sendo afetado apenas os níveis de emprego em cada etapa e não o

salário. Trabalho totalmente específico seria representado por uma oferta perfeitamente inelástica, mudanças de demanda afetariam somente a taxa de salário.

Do equilíbrio das variáveis propostas, chegamos a um equilíbrio dinâmico geral apresentado no Diagrama 2 abaixo:

Diagrama 2- Formação do Triângulo Hayekiano

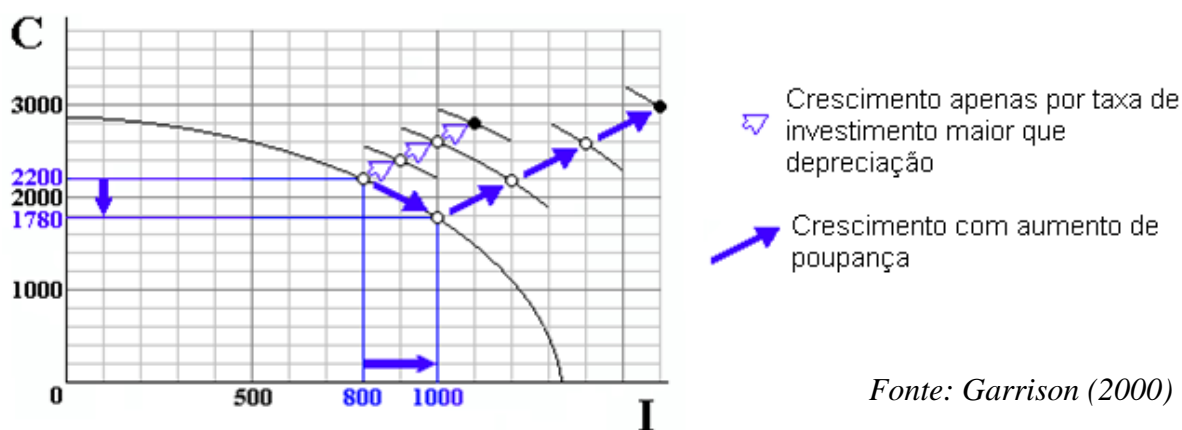


Elaborado pelo autor

No diagrama podemos ver como se dá a formação através da taxa de juros (i), da poupança (S), do investimento (I) e do consumo (C). A partir dessa estratégia proposta por Hayek, é possível analisar como os níveis da taxa de juros podem impactar consumo e, mais importante, como a taxa de juros implica na posição relativa da fronteira de possibilidades de produção entre consumo e investimento.

Essa abordagem apresentada é a utilizado por Garrison (2000) para melhor compreensão do Ciclo de Negócios Austríaco. Em seu material, Garrison (2000) demonstra a diferença dos caminhos de crescimento que a economia pode tomar, como visto no Diagrama 3 abaixo:

Diagrama 3- Caminhos de crescimento da economia



Dessa maneira é possível aplicar a teoria para explicar como a política de juros do *Federal Reserve* contribuiu para desalinhar o ciclo econômico e gerar a crise financeira no descompasso entre consumo e poupança.

Além da análise positivista, na compilação de Richard M. Ebeling (1996) constam as ideias para explicar o porquê mesmo com os resultados do ciclo econômico austríaco os governos continuam a promover o chamado “*Cluster of Errors*” ou o aglomerado de erros, que são as medidas utilizadas para recompor a economia de maneira indevida.

Böhm-Bawerk (1890) explica em detalhes que uma decisão geral dos indivíduos a consumir mais e poupar menos desencadeia um fenômeno do consumo de capital, que em última análise reduz a capacidade produtiva e a produção de bens de consumo e serviços, dando origem ao empobrecimento generalizado da sociedade. A política de fomento do *Federal Reserve* incentiva o consumo em detrimento à poupança.

A literatura apresentada nessa seção foi muito utilizada para se explicar os acontecimentos do final da década de 1930 como contraponto a teoria de recuperação de

Keynes ([1936], 1965) No entanto o cenário de crise do final da década de 2000 trouxe novamente a questão sobre os teorias de ciclos econômicos e por consequência o debate entre as teorias de Keynes ([1936], 1965) e Hayek ([1931], 1967).

A teoria austríaca do ciclo de negócios é uma teoria do crescimento econômico insustentável, como o ocorrido em 1930 e 2008. Sua lógica está firmemente ancorada na noção de que o sistema de preços é uma rede interligada. Uma anomalia na interligação, na forma de uma taxa de juros mantida abaixo do ótimo, por exemplo, leva a uma política econômica que segue um caminho de crescimento intrinsecamente insustentável. Dadas as preferências dos consumidores e a disponibilidade de recursos, um *boom* induzido por uma política como a mencionada contém os elementos necessários para a inversão em *bust*, dado que o padrão temporal de alocação de recursos é incoerente com o padrão de preferência de consumo.

O ponto forte da Teoria Austríaca está na própria origem fora de mercado do *boom* (da política banco central) e no processo de inversão do mercado que transforma em boom em *bust*.

A taxa de juros é o preço mais importante da economia, o qual estabelece um equilíbrio entre a preferência das pessoas de consumir no presente momento e a preferência de poupar para o futuro. Preferências relevantes para este *tradeoff* são chamadas de preferências intertemporais na Literatura Austríaca. É importante notar que preferências intertemporais podem sofrer mudanças. As pessoas podem se tornar mais orientadas para o consumo futuro por causa de expectativa de vida maior ou preocupação com o bem-estar futuro (um exemplo atual seria as praticas de sustentabilidade, em que se enxuga o consumo exagerado para que as gerações futuras tenham o que consumir, ou mesmo maior poupança para se ter uma aposentadoria de maior qualidade). Um aumento na poupança tem dois efeitos que se reforçam mutuamente: redução da taxa de juros, sinalizando para as empresas que mais projetos e de longo prazo serão rentáveis (por conta de uma mudança nos fluxos de caixa futuro), e a liberação recursos (que antes eram consumidos) para a realização desses projetos até a sua conclusão. Desta maneira, mudanças nas preferências de consumo intertemporal são traduzidas em mudanças nos planos de produção intertemporal.

O triângulo de Hayek ([1931], 1967) simplifica as complexidades do ciclo de negócios e retrata a estrutura com um cateto representando a quantidade de tempo demandada pelo processo de produção e o outro representando o consumo. A quantidade de tempo do Triângulo Hayekiano é dividida em uma série de etapas da produção subseqüentes. O término

de uma etapa se transforma no início da próxima. Um processo de produção que converte matérias-primas em bens consumíveis envolve planos de muitos produtores diferentes que são reciprocamente coordenados pelo sistema de preços, incluindo a taxa de juros. Uma diminuição na taxa de juros faz com que os recursos destinados as etapas finais de produção sejam transferidos para as etapas iniciais. A estrutura modificada de produção, retratado por um triângulo com um cateto de quantidade de tempo para produção mais comprido e um mais curto a para o *output* de consumo, faz com que o perfil intertemporal de consumo se desvie para o futuro.

Um *boom* artificial é causado quando a mudança na taxa de juros e a mudança nas disponibilidades de recursos estão em contradição. Se o banco central aumenta a oferta de fundos emprestáveis com o dinheiro recém criado, a taxa de juros é reduzida, como com um aumento na poupança. Mas sem uma real mudança nas preferências intertemporais, não há recursos adicionais para sustentar o *boom* da política induzida, dado que diante de uma menor taxa de juros, as pessoas pouparão menos e gastarão mais em consumo corrente. A expansão de crédito do banco central resulta em uma combinação contraditória de forças do mercado.

O aumento do investimento em projetos de longo prazo é consistente com as realidades econômicas de um *boom* induzido genuinamente pelo aumento de poupança, mas não em um *boom* induzido artificialmente pela política do banco central. O boom artificial é caracterizado por mau investimento e consumo excessivo. Com condições de crédito aparentemente favoráveis, os projetos de longo prazo são iniciados ao mesmo tempo em que os recursos necessários para concluí-los são consumidos. Quando esses projetos chegam a suas etapas intermediárias e finais, a realidade econômica começa a mostrar que nem todos os investimentos serão rentáveis na conclusão. Imediatamente antes do *bust*, empréstimos de socorro permitem que alguns produtores conclusão seus projetos e minimizem suas perdas. Nesta etapa, as taxas de juros elevadas por conta de grande volume de empréstimos de socorro levam as pessoas a reduzirem o seu consumo para poupar. Os recursos então disponíveis constituem uma forma de poupança forçada, ou seja, recursos que estão em desacordo com as preferências intertemporais dos consumidores por conta do *boom*. Para sustentar o crescimento com base na poupança forçada, a economia é forçada a ajustar-se através de um caminho de crescimento mais lento.

A liquidação de alguns projetos incompletos libera recursos para tentar completar outros. O período de liquidação envolve níveis mais elevados do que o normal de desemprego, associado uma estrutura de capital descoordenado.

A seqüência de maus investimentos e consumo excessivo, seguido de poupança forçada, liquidação e desemprego caracterizam o desequilíbrio intertemporal que é, em resumo, descrito como um ciclo de negócios. A Teoria Austríaca do Ciclo de Negócios é consistente com a visão austríaca mais amplamente concebida do mercado como um processo e sistema de preços como uma rede interligada, de acordo com Hayek ([1931], 1967). A teoria permite que expectativas afetem o desenrolar do ciclo e fazer com que cada episódio cíclico seja diferente em relação aos anteriores. No entanto, a hipótese de expectativas racionais, utilizado em macroeconomia moderna e criada por Lucas (1972), seria inconsistente com a Teoria Austríaca. Essa premissa colapsaria o processo de mercado em seu resultado final, com base em um suposto conhecimento por parte dos participantes do mercado da estrutura da economia.

Ao contrário de abordagens alternativas das conseqüências da expansão do crédito, a Teoria Austríaca foca nos movimentos da taxa de juro e na alocação intertemporal de recursos, sendo apenas secundária as mudanças no nível geral de preços. A aplicação mais simples da Teoria Austríaca envolve um nível de preços que não está mudando, porque o aumento da oferta de moeda e o aumento do produto real têm efeitos de compensação. O episódio entre guerras de expansão e contração é um excelente exemplo em que a economia chegou a experimentar um crescimento real, enquanto as condições de crédito favoráveis indevidamente causaram a trajetória de alto crescimento a ser insustentável.

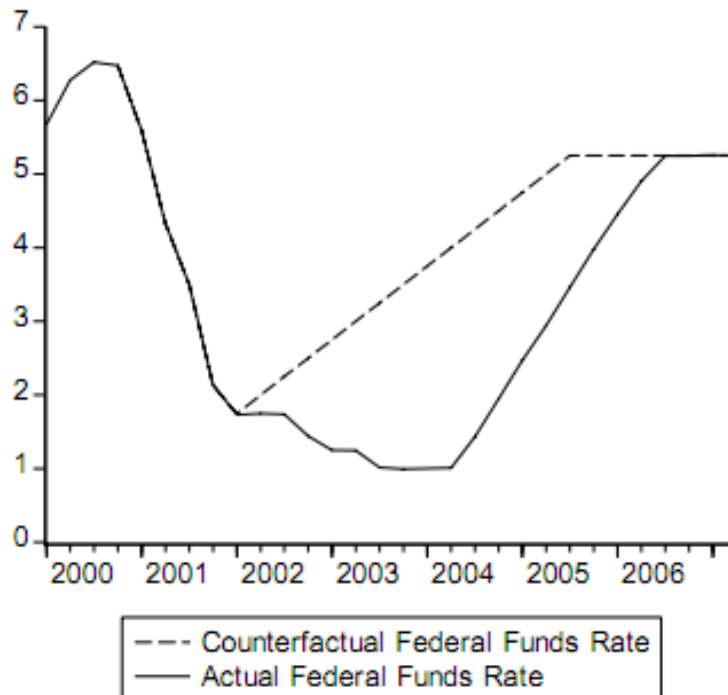
Woods (2009) traz em sua obra a aplicação dessa Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos aplicada à crise recente. O autor discute como foram infladas as reservas de crédito e os efeitos da intervenção do *Federal Reserve* podem ter contribuído para reforçar os efeitos da crise. Alguns pontos interessantes são acrescidos à discussão de Hayek ([1931], 1967), como por exemplo, as empresas chamadas *too big to fail*, ou seja, as empresas que devem ser resgatadas por terem grande importância na sociedade, afirmando que a liquidação destas é preferível ao resgate. Woods (2009) também faz um paralelo entre a crise de 1929 e a teoria austríaca, como por exemplo, a grande emissão de papel moeda que superou as reservas de ouro da época com as taxas de juros mantidas baixas por muito tempo até a crise de 2008.

3. Análise dos Dados

A análise de conjuntura permite traçar paralelos aplicando a Teoria de Ciclos de Negócios para entender como a poupança baixa e o crédito abundante pode gerar falta de liquidez distorcendo a etapa produtiva dos ativos. Dessa forma será possível entender e identificar os maus investimentos e a ligação entre preço dos chamados *real estate* e a carteira de hipoteca, assim como a sua relação com o grande crescimento da economia dos Estados Unidos e a sucessiva recessão.

A partir do artigo de Taylor (2009) encontramos alguns fatores que contribuíram para a formação da crise:

Figura 1 – Taxa dos Fundos Federais

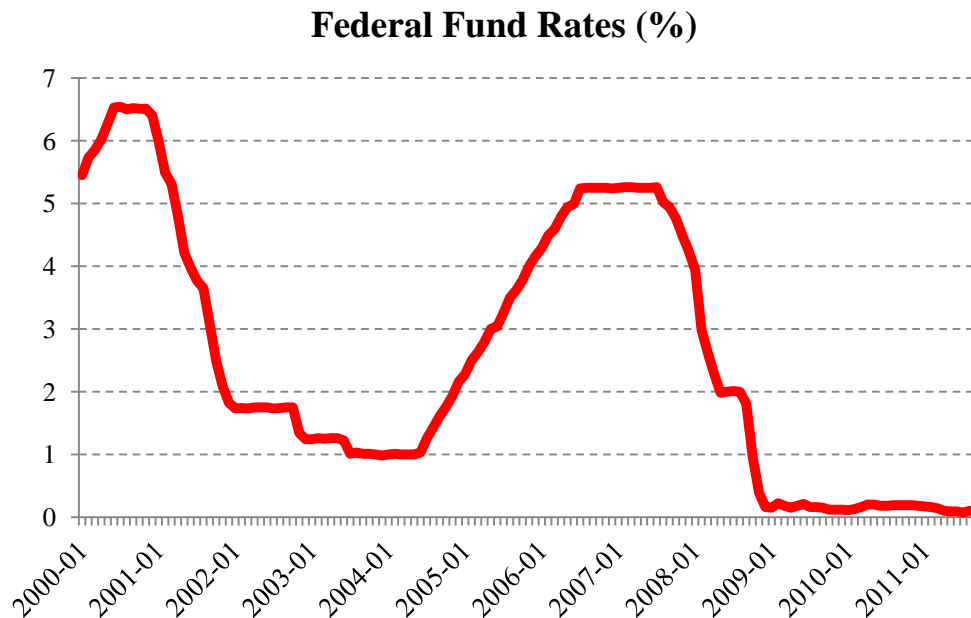


Fonte: Taylor (2009), p.3

Pela publicação do artigo de Taylor (2009) podemos ver que as taxas federais dos Estados Unidos estavam sendo mantidas abaixo do esperado pela regra de Taylor por um longo período de tempo. Esse fato mostra que a política monetária estava afrouxada no período precedente à crise. De acordo com Taylor (2009) apenas na crise dos anos 70 as taxas de juros estiveram em patamar tão baixo em relação à regra de Taylor e por tanto tempo como os dados dos anos 2000.

Ainda, analisando a taxa de juros após 2008, temos o seguinte gráfico:

Figura 2 – Taxa do Fundo Federal Efetiva

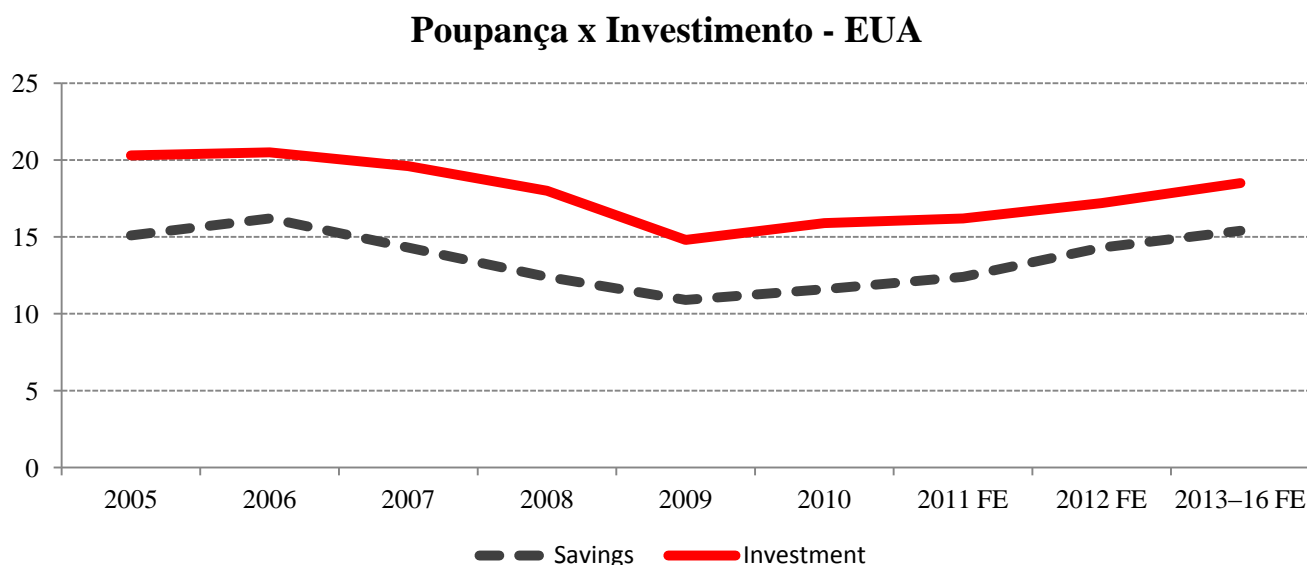


Fonte: Federal Reserve

A taxa de juros sofreu um aumento entre 2006 e 2007. No entanto foi mantida abaixo da regra de Taylor por um período de tempo muito grande. Como visto na revisão da literatura, o proposto por Hayek ([1912], 1967) esse fato nos leva a crer que a taxa de juros baixa leva a uma série de maus investimentos dado a falsa percepção da poupança disponível e o nível de consumo em alta que a corroí. Dessa maneira, temos um descompasso entre o ciclo de negócios em suas etapas. A mudança do produto gerado pela economia não estaria em sua quantidade ou preço, como ocorreria caso a moeda fosse neutra, mas sim em sua composição das fases de produção.

A perturbação monetária estimula o investimento em capital, assim, a realocação de passa da produção de Bens de Consumo para a produção de Bens de Capital. Como consequência, os preços dos Bens de Capital aumentam e os preços dos Bens de Consumo caem. Essa mudança nos preços relativos altera a estrutura de produção, esta, por sua vez, devido ao maior tempo da componente do capital, leva ao sobreinvestimento em métodos de produção mais longos e, assim, desequilibra a coordenação dos planos entre consumidores e produtores e entre poupadores e investidores.

Figura 3 – Poupança e Investimento Mundiais como Proporção do PIB

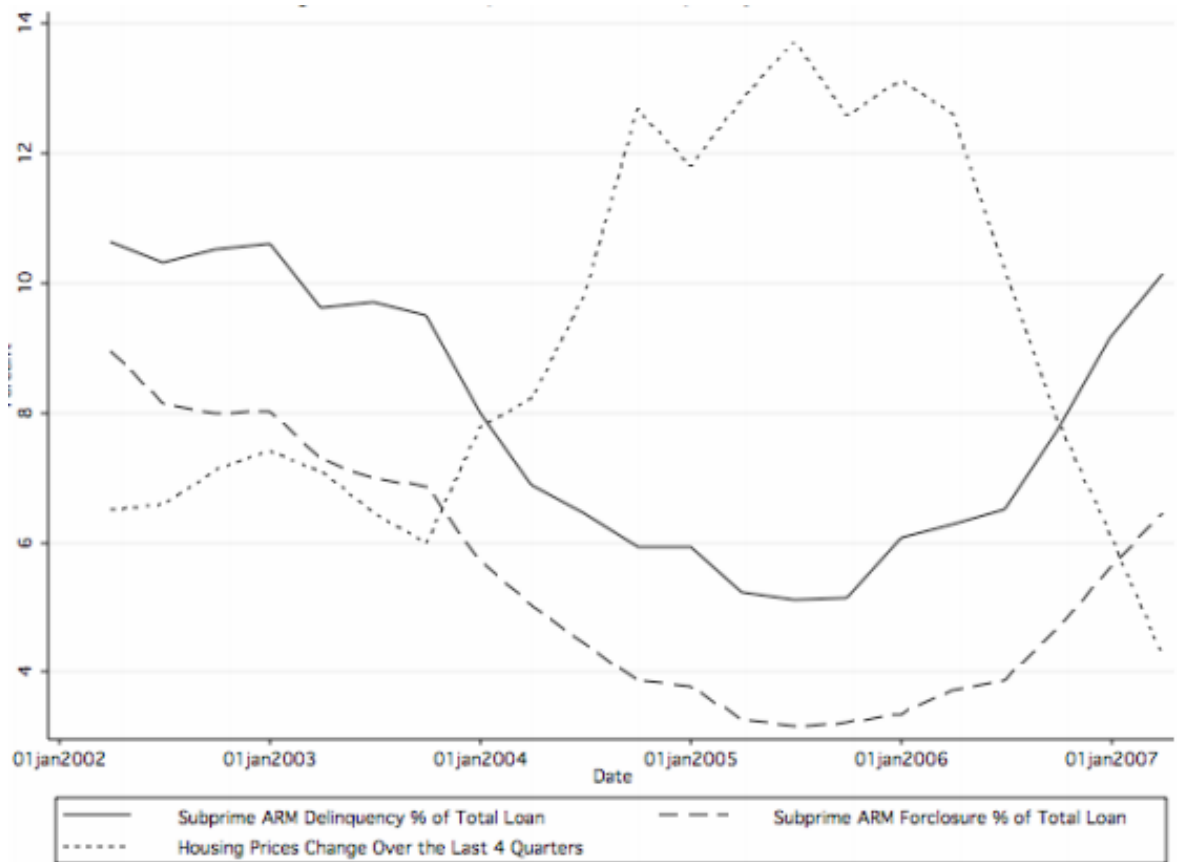


Fonte: World Economic Outlook, FMI Abril 2011

De acordo com os dados coletados pelo Fundo Monetário Internacional, o investimento superou a poupança constantemente desde os anos 2000 nos Estados Unidos. Outro fato que chama a atenção para um potencial descompasso entre o equilíbrio de investimento e poupança no longo prazo, em que a poupança deveria ser idêntica ao investimento. Isso ilustra o descompasso apontado por Hayek ([1912], 1967). Com a taxa de juros baixa há a impressão de que o estoque de poupança é maior do que na realidade, sendo esse o início para a distorção do ciclo de negócios. O consumo é aumentado e os recursos que financiariam os projetos de mais longo prazo são usados para consumo.

Com o descompasso do ciclo de negócios, os preços de alguns ativos tendem a permanecer artificialmente mais altos. No caso da crise de 2008, o ativo mais inflacionado foi o relacionado a *real state*. Com crédito facilitado e barato por conta da taxa de juros baixa, os consumidores conseguiam financiamentos de maneira a aumentar o consumo imediato, enquanto os produtores investiam na cadeia de produção mais longe do produto final. O efeito é uma diminuição da poupança, como visto na Figura 3 e um aumento vertiginoso do preço do ativo enquanto o estímulo é mantido, visto na Figura 4 abaixo.

Figura 4 – Preço das casas, Inadimplência e Execuções Hipotecárias



Fonte: Taylor 2009, p. 11

Há uma analogia com a ideia de Hayek ([1931], 1967) quando se pensa nos recursos para se montar uma casa. Ao invés de se construir apenas uma casa, começa um processo de, com os mesmos recursos, construir várias casas ao mesmo instante, não havendo material o suficiente para terminar todas, dado que o consumo corroe uma parte da poupança que seria destinada aos projetos de longo prazo.

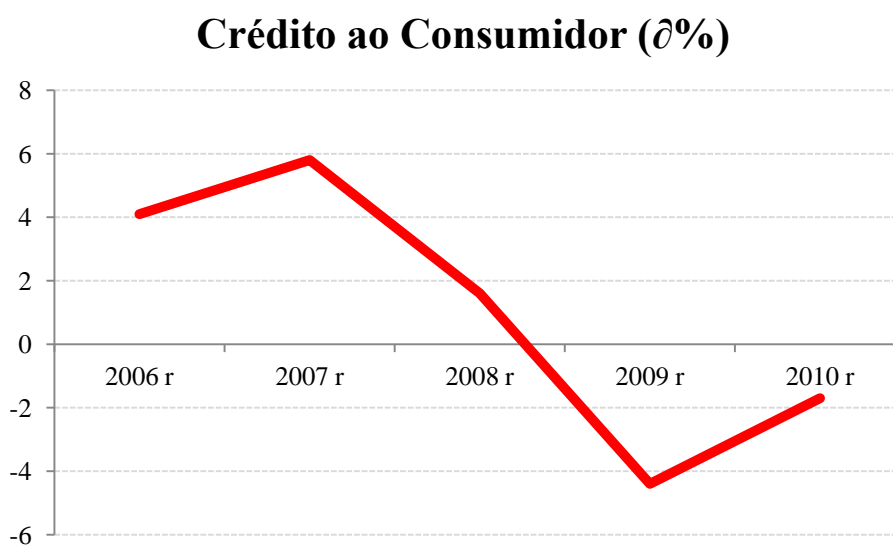
No caso das casas reais, o descompasso do ciclo de negócios leva ao aumento do preço. Não havendo a liquidez que se imagina, a tendência é o aumento da inadimplência e como consequência, o aumento da execução de hipotecas. Os colaterais dos empréstimos também não são de imediata liquidez, mostrando que o estoque de poupança real é menor do que o se imagina, levando ao período de ajuste. Para tentar salvar alguma parte do investimento, diversos empréstimos de salvamento são feitos, assim como a liquidação de alguns ativos, levando a queda do preço. No entanto os ativos que eram usados como colateral não mais pagam o valor dos empréstimos e é necessário realocar os recursos, passando por um período de maior desemprego e baixo crescimento econômico

Em seu livro Woods (2009) afirma que o preço das casas aumenta por conta das políticas do governo, e que o mesmo acreditava que o preço delas jamais cairia. Woods (2009) cita o trecho abaixo:

“From 1998 to 2006, home prices appreciated dramatically. In some markets, prices for even the most modest dwellings became astronomically high. This rise in prices spurred still more home building, and the resulting glut of houses finally began to put downward pressure on prices. Housing prices started to fall beginning in the third quarter of 2006. Until that time, people having trouble making their mortgage payments had been able to sell their homes, confident that they had appreciated, or even just to refinance them. These options were disappearing for borrowers experiencing difficulties.” – Woods (2009)

Quando Woods (2009) cita que as opções de refinanciamento estavam desaparecendo, podemos constatar essa informação com o gráfico abaixo:

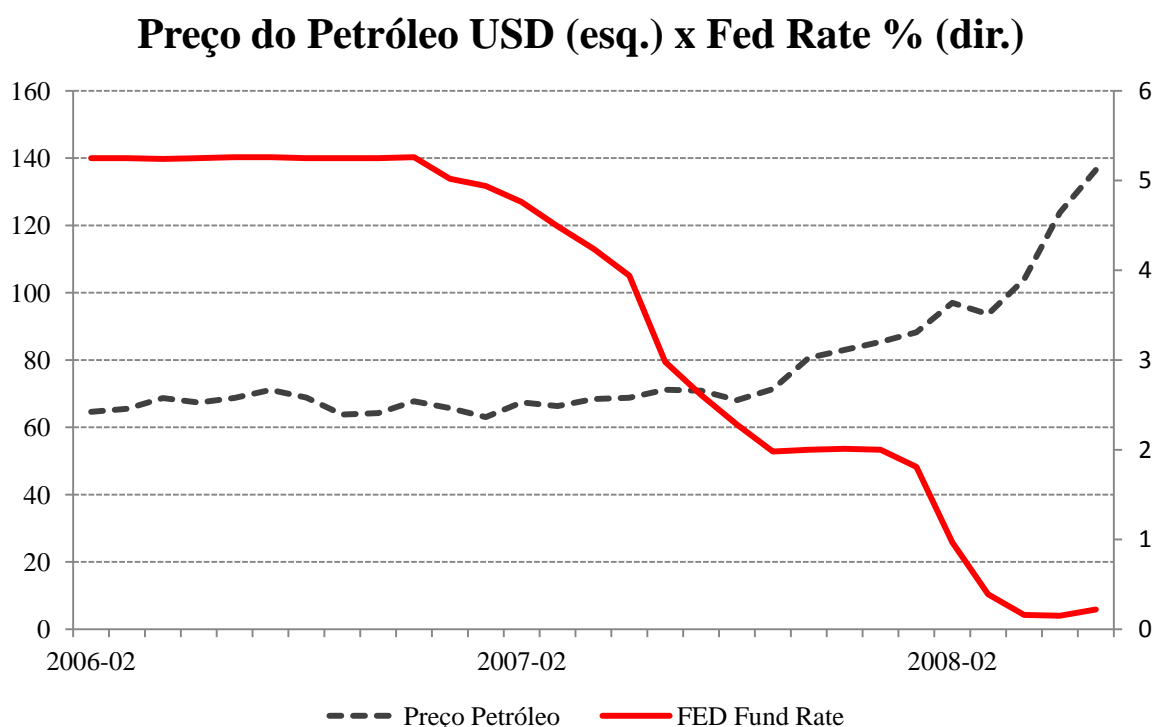
Figura 5 – Evolução do crédito ao consumidor (EUA)



Fonte: Federal Reserve

Percebendo-se que o estoque de poupança era menor do que aparentava ser, por conta da distorção causada pela taxa de juros abaixo do ótimo, o crédito ao consumidor diminuiu para equilibrar o investimento e a poupança. Com isso as possibilidades de refinanciamento se esgotam. Além do mais, as taxas de juros de empréstimo começam a subir dada a necessidade de empréstimos resgate em tempo de maior inadimplência. Fica inviável tomar mais recursos para continuar com os projetos de longo prazo, havendo o reajuste e liquidação.

Figura 6 – Preço do petróleo comparado ao corte da taxa de juros



Fonte: Federal Reserve e Bloomberg

A figura acima mostra como o corte nas taxas de juros como defenderia algumas vertentes de Keynes ([1936], 1965) pode ajudar para que a crise dure mais tempo. Os recursos aumentam de preço impedindo a realocação mais eficiente dos mesmos. A taxa de juros baixa permite que continuem gastos de recursos sem que os mesmos se ajustem. Se os agentes percebem que ainda há crédito abundante, os ciclos de produção tendem a se alongar novamente e a crise durar mais tempo.

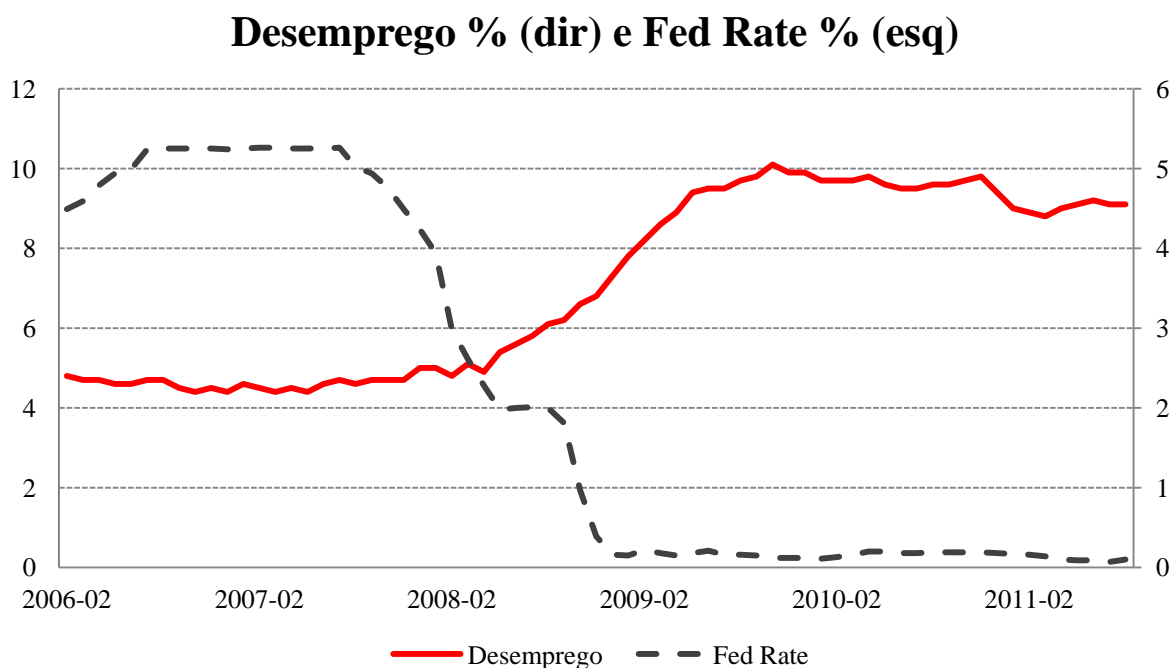
Se as taxas de juros são mantidas baixas artificialmente com injeção de moeda recém criada, o ponto em que a economia se encontra será acima da fronteira de possibilidade de produção, em um estado inviável. Acontecerá um surto de superinvestimento associado à poupança forçada, resultando em um escape de *turn over*. O superinvestimento caracterizará o *boom*, a poupança forçada o *bust* e a válvula de *turn over* será a depressão econômica. A hipotenusa do triângulo será seccionada, demonstrando a possibilidade de maus investimentos.

Os insumos de importância crucial para a recuperação econômica, neste caso o petróleo, mas válido para outras commodities, aumentam de preço. Esses insumos mais

básicos, do começo da cadeia de produção são os mais consumidos por conta do alongamento da cadeia de produção causado pela taxa de juros baixa. Fazendo a suposição de que para se começar os projetos há necessidade de se passar pelo estágio de produção do Ciclo de Negócios que se use matérias primas como as commodities, chegamos a conclusão que em um ambiente de crédito escasso, há uma necessidade maior de investimento para se iniciar projetos, tornando-os menos rentáveis no futuro, podendo inviabilizar-los.

Com menos projetos para serem consolidados, há um ajuste no mercado de trabalho. A taxa de desemprego aumenta, diminuindo ainda mais a poupança, já que a renda familiar diminuiu. Considerando-se que uma fração do consumo não pode ser poupada, como alimentação, a diminuição da renda impede formação de poupança. Sem a formação de poupança há menos recursos para se investir. Com a taxa de juros sendo cortada como forma de impulsionar a economia, o mecanismo de uso abusivo de poupança é mantido, não interrompendo o ciclo de *boom* artificialmente incentivado. O gráfico mostra como se comportou a taxa de desemprego no período da crise. A figura abaixo ilustra como que no período de *bust* a taxa de desemprego é afetada.

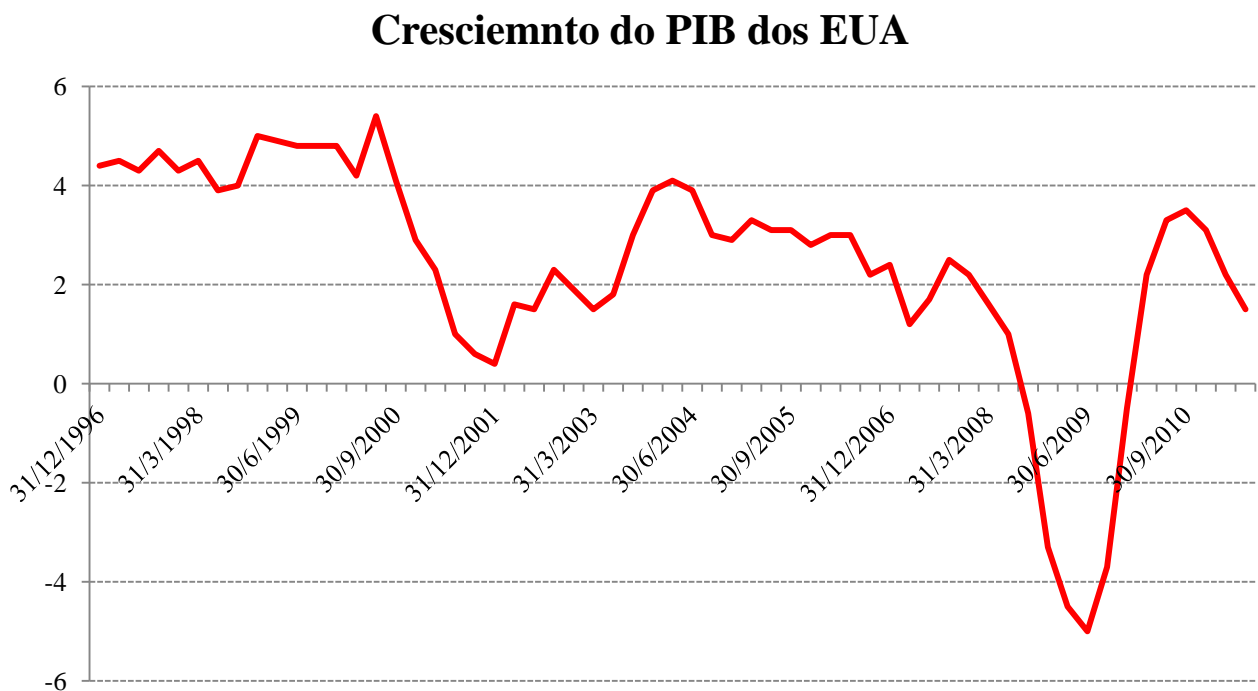
Figura 7 – Desemprego comparado ao corte da taxa de juros



Fonte: Federal Reserve e Bloomberg

Como forma de combater o *Bust*, o FED e o governo dos Estados Unidos anunciaram políticas de expansão monetária e fiscal. No entanto houve cortes muito expressivos na taxa de juros, que sob a perspectiva do Ciclo de Negócios Austríaco apenas levaria o *Bust* para frente e de maneira mais severa, dado que não é possível suprir a falta de poupança para investimento imprimindo moeda *ad infinitum*. Quanto mais se prolongar a o ciclo de produção, haverá mais investimentos que não serão rentáveis até sua conclusão demandando mais liquidações, mais empréstimos de resgate, que por sua vez geram mais desemprego e necessidade de um ajuste mais severo e prolongado.

Figura 8 – Crescimento do Produto Interno Bruto dos Estados Unidos



Fonte: Bloomberg

Do início de 2009 em diante, a taxa de juros dos Estados Unidos foi mantida entre 0,25% e 0%. Porém, vemos que o PIB mostra sinais fortes de recessão, de maneira que mesmo FED injetando grande quantidade de dinheiro novo na economia, não haviam empréstimos sendo realizados na mesma velocidade. Havia tantos projetos incompletos, e necessidade tão grande de empréstimos de resgate e liquidação de ativos que a inadimplência sofreu um surto de alta. Dessa forma os credores não se arriscavam a emprestar, pois sabiam que o estoque de poupança já era muito abaixo do necessário para manter a economia em seu crescimento saudável.

4. Conclusões

A análise dos dados atrelada a Teoria de Ciclos Econômicos Austríaca mostra vários resultados interessantes para interpretar a crise financeira de 2008 dos Estados Unidos além das visões mais usuais. Como visto, ao analisar a conjuntura pautada na teoria desenvolvida por Hayek ([1931], 1967), é possível desenvolver conclusões plausíveis, não encontrando inconstâncias factuais.

Na parte três deste trabalho, foi desenvolvida uma lógica de análise que segue o fluxo de lógica da bibliografia contida na parte dois. A análise foi feita dessa maneira com a finalidade de possibilitar um melhor entendimento dos dados a partir das idéias da Teoria Austríaca. A partir da comparação, há indícios de que a Teoria Austríaca permanece como um bom arcabouço para dar entendimento das crises modernas, não sendo essa uma teoria ultrapassada.

Foi apresentado como a taxa de juros dos Estados Unidos permaneceu baixa por um longo tempo, o impacto nos níveis de poupança e investimento, a abrupta mudança no ciclo de produção através do mercado imobiliário, a diminuição do crédito ao investidor ao se perceber que o nível de poupança era abaixo do saudável, o impacto do deslocamento do ciclo de produção nos materiais usados em pontos mais longos da cadeia de produção, as conseqüências no mercado de trabalho dada a impossibilidade de se criar e até mesmo terminar projetos e, finalmente, como o produto interno bruto e seu crescimento foi afetado como conseqüência do descompasso entre os interesses de investidores e poupadores.

O FED continua com uma política de cortes constantes na taxa de juros, não somente nas de curto prazo, como de costume, mas também nas de longo prazo, realizando os chamados *Quantitative Easings*. O grande problema é que essas políticas apenas prolongam o alongamento dos ciclos de produção, de acordo com Hayek ([1931], 1967), de maneira a aumentar o desencontro de interesses entre poupadores e investidores, fazendo a poupança ser consumida mais rapidamente, frustrando a rentabilidade de projetos mais rapidamente, prolongando a crise econômica.

De acordo com Hayek ([1931], 1967) o ideal seria deixar a taxa de juros voltar ao seu nível ótimo e a realocação de capital ser feita pelo próprio mercado, alinhando novamente os interesses dos poupadores e consumidores, levando a economia novamente ao nível de crescimento equilibrado.

Woods (2009) faz uma crítica interessante também ao papel do governo para amplificar a crise financeira. Através de empréstimos mais arriscados através das agencias

Freddie Mac e Fannie Mae. Os empréstimos de alto risco davam a impressão de que alguns investimentos iriam ser lucrativos no futuro, quando na verdade não era. A distorção é análoga a causada pela baixa taxa de juros. Podemos entender ao ler o trecho de sua obra abaixo:

*“Financial “deregulation” has often been blamed for the economic meltdown, with then Senator Barack Obama late in the 2008 campaign season ceaselessly condemning the Bush administration’s alleged drive to “strip away regulation.” We’ll have more to say about financial deregulation in the next chapter, but with regard to the housing market, **the point is that lenders were doing exactly what the federal government and its central bank wanted them to do. Saying that more government oversight was needed misses the point. More and riskier loans are what the government wanted. Fashionable opinion everywhere, especially throughout the government sector, cheered as traditional lending practices were abandoned and riskier ones adopted** - why, the American dream is being extended to more and more people!”* – Woods (2009)

Empréstimos de maior risco geram um incentivo artificial para o crescimento econômico similar ao criado pelo banco central quando se mantém as taxas de juros baixas. O preço que determina as preferências intertemporais sofre interferência, desalinhando o interesse dos agente poupadores e investidores.

Em outra parte de sua obra, Woods (2009) explica como o desalinhamento afeta os empresários:

“No one is surprised when a business has to close its doors. Businesses come and go all the time. Entrepreneurs are not infallible, and they some- times make poor forecasts of consumer demand. They may have miscalculated their costs of production, failed to anticipate the pattern of consumer tastes, underestimated the resources necessary to comply with ever changing government regulation, or made any number of other errors. Business failure is the inevitable consequence of our inability to know the future with certainty.” – Woods (2009)

Do trecho acima, é perceptível como o desalinhamento do processo produtivo faz com que os empresários cometam erros, aumento o risco de necessidade de liquidações e empréstimos de resgate.

A obra de Woods (2009) nos faz questionar além da eficiência e eficácia de estímulos econômicos, os papéis de banco central e de um governo que regula fortemente o mercado. De acordo com os dados apresentados e a análise dos mesmos, é possível questionar quando um banco central deve agir. Por exemplo, os dois *Quantitative Easings* feitos pelo FED e em geral a grande redução da taxa de juros dos Estados Unidos não apenas causou um grande deslocamento de capital da cadeia de produção para etapas mais longas e longe da final, mas também uma onda de redistribuição de capital afetando taxas de câmbio no mundo todo. Essa mudança pode ter influenciado produtores ao redor de todo o mundo a errarem suas previsões de demanda, necessidade de investimentos e retorno dos mesmo, aumentando os efeitos da alteração artificial nas preferências intertemporais. A maior regulação do governo também pode aumentar a possibilidade de incentivos artificiais, dado que o seu objetivo é crescimento econômico.

Portanto, a teoria Austríaca de Ciclo de Negócios ainda é de grande valia para complementar a análise de crises econômicas. Seu mecanismo de transformação de *boom* em *bust* pode ser utilizado como um indicador de gatilho de crises. A utilização de teorias econômicas de maneira complementar podem trazer grande sinergia para o entendimento do caminho que a economia está tomando, sendo o Ciclo de Negócios da teoria Austríaca uma importante ferramenta para tal.

5. Referências

- [1.] BÖHM-BAWERK, Eugen von. **Capital and Interest**. Londres: Macmillan and Co., 1890. 540 p.
- [2.] EBELING, Ricahrd. **The Austrian Theory of the Trade Cycle and other essays**. Alabama: Ludwig von Mises Institute, 1996. 936 p.
- [3.] GARRISON, Roger. **Time and Money**. Nova Iorque: Routledge, 2000. 276p.
- [4.] HAYEK, Frederick von. **Prices and Production**. Nova Iorque: Augustus M. Kelly, Publishers, 1967. 174p.
- [5.] KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Califórnia: Harcourt, Brace & World, 1965. 403 p.
- [6.] LUCAS, Robert E. Jr. **Expectations and the Neutrality of Money**. Journal of Economic Theory, 4, 1972. 103-124 p
- [7.] MAGDOFF, Fred; FOSTER, John. **The Great Financial Crisis**. Nova Iorque: Monthly Review Press, 2009; 160 p.
- [8.] MENGER, Carl. **Principles of Economics**. Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2007. 330 p.
- [9.] MISES, Ludwig von. **Human Action**. Alabama: Ludwig von Mises Institute, 1998. 952 p.
- [10.] MISES, Ludwig von. **The Theory of Money and Credit**. New Heaven: Yale University Press, 1954. 493 p
- [11.] SOTO , . **Money, Bank Credit, and Economic Cycles** . Alabama: Ludwig von Mises Institute, 1998. 111 p.
- [12.] TAYLOR John. **The Financial Crisis And The Policy Responses: An Empirical Analysis Of What Went Wrong**. Cambridge: National Bureau Of Economic Research, 2009. 32p.