

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Paulo Roberto Nunes Ferreira

**A CRISE DO SUBPRIME E A AÇÃO GOVERNAMENTAL NOS EUA:
uma análise da política econômica na formação da bolha imobiliária e a
interpretação da escola austríaca**

Porto Alegre
2013

PAULO ROBERTO NUNES FERREIRA

**A CRISE DO SUBPRIME E A AÇÃO GOVERNAMENTAL NOS EUA:
uma análise da política econômica na formação da bolha imobiliária e a
interpretação da escola austríaca**

Trabalho de Conclusão do curso de Ciências
Econômicas como requisito para a obtenção
do título de Bacharel Em Ciências
Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Leonardo Xavier da
Silva

Porto Alegre
2013

PAULO ROBERTO NUNES FERREIRA

**A CRISE DO SUBPRIME E A AÇÃO GOVERNAMENTAL NOS EUA:
uma análise da política econômica na formação da bolha imobiliária e a
interpretação da escola austríaca**

Trabalho de Conclusão do curso de Ciências
Econômicas como requisito para a obtenção
do título de Bacharel Em Ciências
Econômicas.

Aprovada em: Porto Alegre, ____ de _____ de 2013.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva– Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Flavio Tosi Feijó
UFRGS

Prof. Dr. Hermógenes Saviani Filho
UFRGS

Aos meus avós, Silvio e Cecília

RESUMO

O presente trabalho destina-se a mostrar as influências da política econômica norte-americana para a formação da bolha especulativa que se formou sobre o mercado imobiliário do país. Neste sentido, busca-se mostrar as transformações pelas quais vinha passando a maior economia do planeta nas três décadas anteriores à crise e por que estas mudanças geravam no governo estímulos políticos a intervir na economia via facilitação de crédito. Tendo essa vontade política como pressuposto, o trabalho utiliza-se dos pensamentos de Raghuram Rajan, de Nouriel Roubini e Stephen Mihm, bem como da apresentação de dados econômicos referentes ao período para mostrar como se desenvolveram as políticas fiscal e monetária nos anos que antecederam a crise de 2008 e os impactos que a mesma gerou na trajetória de crescimento da economia dos Estados Unidos. Por fim, utiliza-se a teoria austríaca do pensamento econômico para mostrar as falhas e as contradições deste processo e as distorções que este tipo de atuação pesada por parte do Estado pode trazer nas tomadas de decisões dos agentes econômicos. Conclui-se com a presente pesquisa que, ao tentar estimular o crescimento econômico e a geração de empregos e combater uma tendência de concentração de oportunidades no país, o governo dos Estados Unidos forneceu as condições necessárias à formação e expansão da bolha especulativa. Neste sentido, a teoria austríaca apresenta-se como uma fonte de consistentes explicações sobre as origens da recente crise econômica.

Palavras-chave: Crise financeira. *Subprime*. Bolha imobiliária. Teoria austríaca. Política econômica.

ABSTRACT

This research intends to show the influences of north-American economic policy related to the formation of speculative bubble that formed on the housing market of the country. In this sense, we try to show the transformations that came through the world's largest economy in the three previous decades before crisis and the reasons these changes generated political stimuli to intervene in the economy via credit facilitation. Having this assumption as political will, this work is focused on the thoughts of Raghuram Rajan and Nouriel Roubini and Stephen Mihm, as well as the presentation of economic data for the period to show how they developed the fiscal and monetary policies in the years before 2008 crisis and the impact that it has generated in the U.S. economy growth trajectory .Lastly, the Austrian theory is applied on the economic thoughts to show the failures and contradictions of this process and the distortions that this kind of heavy performance by the state can bring to the decisions of economic agents. It was found in this present research that trying to stimulate economic growth and employment generation and also to combat a tendency to concentration of opportunities in the country, the U.S. government provided the necessary conditions for the formation and expansion of the speculative bubble. In this sense, the Austrian theory presents itself as a source of consistent explanations about the origins of current economic crisis.

Keywords: Economic policy. Financial crisis. Subprime. Austrian theory. Housing market bubble.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Curvas de oferta e demanda por ensino superior nos Estados Unidos nos anos de 1970 e 2007.....	12
Gráfico 2: Evolução dos empréstimos imobiliários em relação aos empréstimos bancários totais – 1980 a 2010	24
Gráfico 3: Evolução da dívida pública dos Estados Unidos entre 1940 e 2007 (em dólares de 2000)	25
Gráfico 4: Correlação entre a base monetária e a taxa básica de juros – 2000 a 2008	29
Gráfico 5: Evolução da mediana dos preços de imóveis novos – 2000 a 2008.....	31
Gráfico 6: Taxa anual de crescimento do PIB dos Estados Unidos – 2002 a 2012..	36
Gráfico 7: Taxa de desemprego nos Estados Unidos – 2007 a 2012	37
Gráfico 8: Dívida Pública dos Estados Unidos em percentagem do PIB – 2004 a 2008	38
Gráfico 9: Taxa básica anual de juros nos Estados Unidos – 2008 a 2012	39
Gráfico 10: Efeito da política monetária expansionista no mercado de crédito.....	43

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Distribuição da riqueza financeira total nos Estados Unidos entre 1983 e 2010	14
Tabela 2: Número acumulado de empregos de trabalhadores do sexo masculino de diversas idades no Japão e nos Estados Unidos ao ano de 2007	16
Tabela 3: Evolução dos gastos e da dívida federal dos Estados Unidos entre 2001 e 2007	26

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	08
1.1 QUESTÕES A INVESTIGAR	08
1.2 HIPÓTESES E OBJETIVOS ESPECÍFICOS	08
1.3 JUSTIFICATIVA E IMPORTÂNCIA DO ESTUDO	09
2 INCENTIVOS AO ESTÍMULO ESTATAL	11
2.1 CONCENTRAÇÕES DE RENDA E OPORTUNIDADES.....	11
2.2 FRÁGIL REDE DE SEGURANÇA SOCIAL E RECUPERAÇÃO SEM EMPREGO	14
2.3 O INCENTIVO DISCRICIONÁRIO E O ARGUMENTO HETERODOXO.....	17
3 A POLÍTICA FISCAL E O SONHO AMERICANO	20
3.1 CONCEITUAÇÃO DE POLÍTICA FISCAL	20
3.2 O SONHO AMERICANO.....	21
3.3 FANNIE MAE E FREDDIE MAC.....	21
3.4 CORTES DE IMPOSTOS E ACÚMULOS DE DÉFICITS FISCAIS	24
4 A POLÍTICA MONETÁRIA DO FEDERAL RESERVE E O RISCO MORAL	27
4.1 CONCEITUAÇÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA	27
4.2 A POLÍTICA MONETÁRIA DO FEDERAL RESERVE.....	28
4.3 RISCO MORAL E O “GREENSPAN PUT”	32
4.4 A CONTROVÉRSIA DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO	33
5 OS IMPACTOS DA CRISE	36
6 A TEORIA AUSTRÍACA E A CRISE DO SUBPRIME: UMA PROPOSTA DE INTERPRETAÇÃO	41
6.1 MACROECONOMIA BASEADA NA ESTRUTURA DO CAPITAL.....	41
6.2 A POLÍTICA DO FEDERAL RESERVE E O EMBATE TEÓRICO.....	45
6.3 EXUBERÂNCIA IRRACIONAL?	48
7 CONCLUSÃO	50
REFERÊNCIAS	52

1 INTRODUÇÃO

A crise financeira de 2008 originada no mercado imobiliário dos Estados Unidos ainda repercute negativamente por todo o Planeta. Diante disso, boa parte dos economistas tem se debruçado sobre o tema para apresentar as possibilidades de recuperação desde o choque. Este trabalho, inversamente, pretende entender como foram criadas as condições para a crise e quais políticas não devem ser repetidas para que se possa evitar a formaç

1.1 QUESTÕES A INVESTIGAR

Este trabalho pretende investigar a participação do governo dos Estados Unidos na geração da bolha de ativos que, ao estourar entre os anos de 2007 e 2008, levou as economias mais avançadas do planeta a severas recessões. Neste sentido, serão estudados os estímulos concedidos ao mercado imobiliário (especialmente o chamado mercado *subprime*) através das participações de empresas garantidas pelo governo e, principalmente, através da política monetária desenvolvida pelo Federal Reserve nos primeiros anos deste século.

1.2 HIPÓTESES E OBJETIVOS ESPECÍFICOS

A hipótese deste trabalho é de que o Federal Reserve e o governo dos Estados Unidos tiveram participação fundamental na promoção do surto especulativo que tomou conta da economia norte-americana entre os anos de 2001 e 2007. Sendo assim, utilizar-se-á a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos para explicar de que maneira a política econômica gerou e incentivou o crescimento da bolha imobiliária que se abateu sobre o mercado dos Estados Unidos.

As facilidades monetárias promovidas pelo Fed somadas às participações agressivas das gigantes Fannie Mae e Freddie Mac deram aos agentes do mercado de crédito imobiliário norte-americano os incentivos necessários para a criação de um círculo virtuoso a curto prazo, mas extremamente danoso em suas consequências posteriores. Assim, o principal objetivo dos capítulos 3 e 4 desta monografia é apresentar estas facilidades promovidas pelos responsáveis pela política econômica norte-americana.

Para isso, no entanto, faz-se necessário compreender as motivações que levaram os sucessivos governos norte-americanos a estimular contínua e crescentemente o mercado de crédito imobiliário. Neste sentido, o primeiro capítulo, que forma os pressupostos deste trabalho, é apoiado largamente no pensamento de Raghuram Rajan, estudioso da recente crise e um dos responsáveis por alertar, ainda que em vão, as autoridades monetárias sobre os perigos que se aproximavam.

O objetivo do capítulo 5 desta monografia é apresentar dados macroeconômicos como as taxas de crescimento e desemprego que mostrem os impactos da crise e dos remédios para ela utilizada sobre a economia dos Estados Unidos. Neste sentido, utilizar-se-ão gráficos que mostrem a trajetória destes indicadores entre os períodos que antecederam e sucederam o quase congelamento do sistema financeiro global.

Por fim, no capítulo 6, apresenta-se o argumento dos economistas da escola austríaca de pensamento econômico sobre as causas da crise e as consequências que algumas das políticas posteriores à mesma podem causar. Para tanto, este trabalho valer-se-á da Macroeconomia Baseada na Estrutura do Capital, desenvolvida pelo economista Roger W. Garrison (2001) que se inspira nos pensamentos dos precursores da escola austríaca Ludwig von Mises (2010) e Friedrich A. Hayek (2011).

1.3 JUSTIFICATIVA E IMPORTÂNCIA DO ESTUDO

A crise financeira que gerou pânico nos mercados de todo o mundo nos anos finais da última década ainda repercute em diversas economias do planeta, especialmente nas mais avançadas. A história mostra, porém, que estas crises se repetem de tempos em tempos justamente pelo fato de os ensinamentos trazidos pelas mesmas serem esquecidos com o passar dos anos. A motivação política dos governos de estimularem demasiadamente a economia, mesmo em períodos de crescimento satisfatório, torna os desastres financeiros ainda mais recorrentes.

Mais preocupante ainda é o fato de que estas crises tendem a ser cada vez mais danosas, à medida que as economias do planeta tornam-se mais interligadas e os mercados financeiros ficam mais fundidos e complexos. Assim, estudos que se destinem a entender as causas destes desastres devem ser encarados como

fundamentais tanto para a formação de economistas como, principalmente, para a gestão da política econômica.

Em Economia das Crises - que forneceu a inspiração inicial para este trabalho – Nouriel Roubini e Stephen Mihm (2010) creditam a importância do estudo das crises financeiras, em especial das mais recentes, como uma experiência

fundamental na formação de economistas. Os autores argumentam que é papel do cientista econômico não só saber remediar os efeitos desastrosos destes abalos como, principalmente, propor as reformas necessárias para que se tornem menos recorrentes e tenham menor intensidade.

Para tanto, Roubini e Mihm (2010) indicam uma mistura entre um estudo cauteloso e abrangente da história das crises desde a era pré-capitalista e uma análise das teorias econômicas das mais diversas correntes para que o economista possa identificar os fatos históricos de forma correta e propor as mudanças necessárias.

2 INCENTIVOS AO ESTÍMULO ESTATAL

Desde os anos 1980, a fraca rede de segurança social¹ (seguro desemprego, seguro de saúde e sistema previdenciário) e os desequilíbrios no sistema educacional norte-americano estavam levando a economia do país a uma tendência de concentrações de renda e de oportunidades significativas no mercado de trabalho. Estes fatores, somados ao aumento do tempo necessário para a recuperação dos empregos perdidos a cada nova recessão, trouxeram consigo as oportunidades para a adoção de políticas anticíclicas de necessidade duvidosa e, especialmente, de durabilidade indevida.

O objetivo deste capítulo, portanto, é apresentar sinteticamente estas transformações pelas quais estava passando a principal economia do planeta desde a década de 1980 e, por fim, relacioná-las com os incentivos políticos de intervenção no aspecto econômico. Para melhor explanação destes fatores, tentar-se-á separá-los para mostrar suas evoluções ao longo das últimas décadas.

2.1 CONCENTRAÇÕES DE RENDA E OPORTUNIDADES

É unânime entre os economistas a ideia de que os avanços tecnológicos são benéficos para os indivíduos de uma determinada sociedade de maneira geral (SCHUMPETER, 1982). Tarefas que anteriormente exigiam grandes esforços passam a ser realizadas de maneira prática e instantânea. No curto prazo, porém, a adaptação dos trabalhadores às novas exigências pode ser turbulenta e, se estes não possuírem os meios e os incentivos necessários para se adaptar, esta turbulência pode persistir indefinidamente.

Em Linhas de Falha, Raghuram Rajan (2012 p. 53) afirma que:

apesar de os episódios anteriores terem sido muito bem-sucedidos na história, a fase recente da corrida entre tecnologia e educação [...] foi muito menos satisfatória. Os recentes avanços tecnológicos agora requerem que, para realizar suas tarefas, muitos trabalhadores tenham diploma universitário.

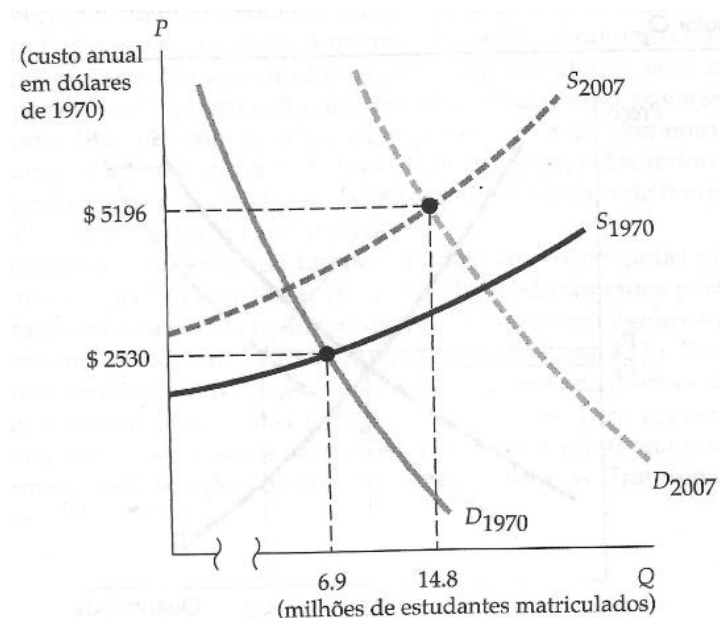
¹ Termo encontrado especificamente em Rajan (2012)

O problema identificado pelo autor é que a oferta deste tipo de trabalho não tem acompanhado a velocidade com que aumenta a demanda por tal serviço qualificado.

Pindyck e Rubinfeld (2007) explicam observando os salários de diferentes categorias profissionais que, enquanto a demanda por trabalhadores qualificados se expandiu largamente desde 1980, foi verificado um crescimento muito modesto na oferta de tal serviço. Desta forma, verificou-se um aumento de mais de 35% na renda real de trabalhadores especializados no período. Por outro lado, trabalhadores menos qualificados tiveram uma perda real da ordem de 10%.

Este fenômeno deve-se, em grande parte, à restrição verificada na curva de oferta de ensino universitário, quando comparados os anos de 1980 e 2007. Segundo os autores (p. 27), “o aumento do custo dos equipamentos e na manutenção de modernas salas de aula, laboratórios e bibliotecas, bem como o aumento de salários, deslocou a curva de oferta para cima”. O gráfico abaixo ilustra tal movimento:

Gráfico 1: Curvas de oferta e demanda por ensino superior nos Estados Unidos nos anos de 1970 e 2007



Fonte: Pindyck e Rubinfeld, 2010, p.26.

Nota-se, ainda, que, mesmo com um movimento de restrição da oferta, a demanda por ensino superior cresceu de tal forma que a quantidade de matrículas

mais que dobrou entre 1980 e 2007. Pretende-se frisar, porém, que o preço real de equilíbrio aproximadamente dobrou nestes 37 anos. Este fenômeno é interpretado por Rajan (2012) como o principal fator concentrador de renda da sociedade norte-americana nos últimos 30 anos. Mesmo com o chamado “prêmio da faculdade” cada vez mais elevado, os custos de qualificação superior são tamanhos que mesmo aqueles estudantes com boa aptidão podem optar por não tomar tal grau de estudo.

O autor aponta que, embora se tenha o hábito de medir concentração de renda olhando para o 1% mais rico da população, o dado que mostra com mais evidência essa tendência indesejável é a relação entre os salários dos trabalhadores ao longo da curva de distribuição da população (RAJAN, 2012, p.56):

Muitos analistas, tanto da academia quanto da imprensa, concentram-se nos ganhos de renda observados na faixa de 1% do topo ou mesmo na do 0,01% dos norte-americanos mais ricos, talvez porque seja mais comum olhar para cima do que para baixo. Eu acredito que a tendência mais preocupante para os Estados Unidos seja o diferencial 90/10 e mesmo o 90/50, que refletem as mudanças experimentadas pela maioria dos norte-americanos.

Se em 1990 o salário do trabalhador no percentil 90 correspondia a três vezes o salário do trabalhador no percentil 10, em 2005 esta diferença já era de cinco vezes e seguia aumentando. Esta tendência também é verificada ao serem comparados os percentis 90 e 50.

O fato de o diferencial 90/10 dever-se, em grande parte, ao prêmio da faculdade, também explica porque o diferencial 50/10 não mudou tanto – já que nem o assalariado do percentil 50, nem o do percentil 10 frequentaram uma faculdade.

A tabela posta abaixo mostra a tendência de concentração de riqueza nos percentis 99 e 80 da população norte-americana:

Tabela 1

Distribuição da Riqueza Financeira Total nos Estados Unidos entre 1983 e 2010			
	1% mais alto	Próximos 19%	80% restantes
1983	33.8%	47.5%	18.7%
1989	37.4%	46.2%	16.5%
1992	37.2%	46.6%	16.2%
1995	38.5%	45.4%	16.1%
1998	38.1%	45.3%	16.6%
2001	33.4%	51.0%	15.6%
2004	34.3%	50.3%	15.3%
2007	34.6%	50.5%	15.0%
2010	35.4%	53.5%	11.1%

Fonte: Domhoff, 2013.

Ao analisar a tabela acima, pode-se perceber também o efeito que as crises financeiras e o modo como elas têm sido enfrentadas causam na distribuição de renda da população. Se a bolha da *Internet* que teve fortes repercussões sobre o mercado acionário provocou uma queda da riqueza do percentual mais alto, a crise recente que afetou principalmente o sistema bancário e as políticas que a seguiram determinaram uma grande transferência de riqueza do grosso da população para os 20% mais ricos. Esta e outras consequências da crise e dos remédios propostos serão abordadas mais detalhadamente no último capítulo deste trabalho.

2.2 FRÁGIL REDE DE SEGURANÇA SOCIAL E RECUPERAÇÃO SEM EMPREGO

Pode parecer paradoxal um trabalho com viés não intervencionista apontar a débil rede de segurança social norte-americana como uma das causas da crise financeira experimentada recentemente pelos Estados Unidos. No entanto, a combinação deste fator com recuperações mais lentas das taxas de emprego pré-recessões faz com que o eleitorado do país seja muito menos tolerante a períodos econômicos recessivos. Esta impaciência, por sua vez, pode provocar, via processo democrático, incentivos perversos a sucessivos governos.

De maneira geral, a população norte-americana sempre se mostrou resistente a abrangentes e profundas redes de segurança social. A estrutura da economia

americana sempre permitiu reações relativamente rápidas a períodos econômicos adversos por não contar com pesada legislação trabalhista e previdenciária. Há também facilidade em encerrar atividades não rentáveis e deslocar ativos para setores mais lucrativos. Além disso, benefícios baixos e de curta duração trazem aos desempregados fortes incentivos a procurarem novo trabalho o mais breve possível e muitas vezes a um salário mais baixo. Como consequência, Rajan (2012) argumenta que:

Talvez devido a essas circunstâncias, todas as recuperações do pós-guerra, antes de 1990, foram rápidas – em média, a produção voltou aos níveis pré-recessão em no máximo dois trimestres, e os empregos perdidos foram recuperados em oito meses após o ponto mínimo da curva recessiva. Supõe-se que a política do governo e do banco central seja oferecer ajuda nas crises, mas isso acontece apenas marginalmente. Pois, de fato, se espera que a maioria das breves dificuldades sejam superadas pelos bancos, pelas empresas e pelos trabalhadores.

O autor aponta, no entanto, que, nas recuperações das recessões de 1991 e 2001, apesar de o nível de produção ter sido retomado rapidamente (3 e 1 trimestre, respectivamente), a taxa de desemprego manteve-se elevada por um longo tempo. Na primeira, foram necessários dois anos para que a taxa de desemprego voltasse ao nível anterior à recessão, enquanto que o período de recuperação da segunda foi superior a três anos. Estes fenômenos contrariavam a vinculação proposta pela lei de Okun, que propõe uma relação inversa entre produto e desemprego. Por fim, uma inflação controlada permitia que os incentivos fossem crescentes e contínuos.

Uma das diversas explicações para esta tendência de recuperação sem emprego é a posição da economia norte-americana no comércio internacional. Se outrora os Estados Unidos obtinham grandes superávits em conta corrente, nos últimos 30 anos o país tem cumprido o papel de grande mercado consumidor para o excedente de produção de países altamente superavitários como Japão, Alemanha e China, mais recentemente.

Uma rede de segurança social mais fraca permite que a economia seja mais flexível e se ajuste com mais facilidade a novas tendências tecnológicas e, portanto, pode ser uma boa estratégia de longo prazo, caso se mantenha o ritmo de recuperação. Porém, à medida que este objetivo não é alcançado, a contestação deste sistema mais brando passa a se fazer presente.

Raghuram Rajan (2012) refuta qualquer tipo de análise comportamental ou diferenciação de caridade ou generosidade para explicar esta maior resistência à seguridade social nos Estados Unidos. Argumenta, inclusive, que os americanos doam em média dez vezes mais recursos para caridade em comparação com a população da União Europeia. Além dos motivos puramente econômicos já citados, há peculiaridades históricas na construção da sociedade americana que podem explicar parte desta aversão a um sistema mais sólido de benefícios.

Em relação aos direitos trabalhistas, a legislação descentralizada do país, bem como seu tamanho continental, permitia que os trabalhadores buscassem por novas e melhores condições, utilizando-se da peculiar mobilidade empregatícia americana. Esta dinâmica pode ser percebida na tabela abaixo que faz uma comparação entre o mercado de trabalho japonês e o norte-americano:

Tabela 2
Número acumulado de empregos de trabalhadores do sexo masculino
de diversas idades no Japão e nos Estados Unidos ao ano de 2007

Faixa etária	16-19	20-24	25-29	...	55-64
Japão	0,72	2,06	2,71	...	4,91
Estados Unidos	2,00	4,40	6,15	...	10,95

Fonte: Blanchard, 2007. p.158.

Afora estes fatores histórico-institucionais, argumenta Rajan (2012, p. 58), há ainda:

as crenças que ainda são manifestadas por muitos americanos nas pesquisas – o país tem oportunidades virtualmente ilimitadas; qualquer um que continue pobre provavelmente não se esforçou o suficiente – combinam bem com o desejo de limitar o governo e a assistência social.

Ainda, diferentemente das grandes potências europeias, os trabalhadores norte-americanos pouco tiveram de lutar por direitos democráticos, em especial o voto. Além disso, a pobreza concentrou-se historicamente em camadas específicas da população e facilmente identificáveis, como os afrodescendentes, por exemplo.

2.3 O INCENTIVO DISCRICIONÁRIO E O ARGUMENTO HETERODOXO

Como colocado anteriormente, a concentração de renda na economia americana deu-se em especial pelo deslocamento entre demanda e oferta de mão-de-obra qualificada. Este fator somado a uma tendência de recuperação cada vez mais lenta das baixas taxas de desemprego verificadas nos períodos pré-recessões, traz a necessidade da presença do estado como estabilizador automático para manter o poder de consumo e especialmente o padrão de vida da população.

No pensamento de Keynes (2012), a melhor forma de manter a demanda agregada aquecida em épocas recessivas seria a transferência de renda do governo para o trabalhador via seguro desemprego, utilizando-se de temporários déficits fiscais. As características históricas e institucionais dos Estados Unidos, porém, fizeram, via processo democrático através da pressão da população, com que numerosos pacotes fiscais e monetários fossem lançados de forma discricionária.

Roubini e Mihm (2010) mostram que a desregulamentação financeira que se deu desde o governo Reagan na década de 1980, além de atender aos desejos da academia norte-americana, também contava com forte apoio popular devido à crescente facilidade na tomada de crédito, especialmente por aqueles indivíduos de menor renda.

Aqui não há qualquer tentativa de desmerecer um sistema de méritos ou colocar que uma ampla rede de segurança social é o caminho certo a ser seguido. Os incentivos de um sistema de seguridade forte podem causar grandes ineficiências econômicas e engessamento da produção e da inovação. Tenta-se apenas justificar que o “equilíbrio ideal” de proteção ao cidadão pode estar um pouco mais acima do que é atualmente praticado nos Estados Unidos, especialmente quando se considera as transformações pelas quais a economia do país vem passando.

O argumento colocado por Rajan (2012), quando este aponta a necessidade de maior proteção ao trabalhador, é que, na ausência deste mecanismo, o processo democrático fatalmente fará com que o governo se utilize de políticas discricionárias. Estas intervenções fiscais e monetárias, por sua vez, apesar de muito populares, costumam vir ao encontro de necessidades imediatas, mas os efeitos das mesmas em longo prazo podem ser devastadores e ao fim geram crises ainda maiores do que aquelas das quais tentava-se recuperar.

A análise de Rajan (2012) é única na bibliografia relacionada à crise recente pelo fato de o autor, apesar de creditar muitos dos problemas ocorridos às políticas discricionárias de curto prazo do governo americano, apontar as motivações deste para fazê-lo. Se, de um lado, a corrente ortodoxa do pensamento econômico enfatiza a participação do Federal Reserve na promoção da bolha que se abateu sobre o mercado imobiliário norte-americano, economistas com inspiração keynesiana tendem a apontar a desregulamentação financeira e a inação ou mesmo a lentidão das intervenções do governo e principalmente do Federal Reserve para explicar a contaminação que o desastre financeiro teve na produção de bens e serviços.

Por este motivo, não se pode encontrar críticas expressas à visão de Rajan (2012), mesmo que estas estejam implícitas nas análises de economistas como Nouriel Roubini e Stephen Mihm (2010) a nível internacional e mesmo influentes autores pós-keynesianos brasileiros como Fernando Ferrari Filho (2012) e Luiz Fernando de Paula (2012). O argumento destes dois últimos, principalmente, é que o processo de globalização e desregulamentação pelo qual passou o sistema financeiro dos Estados Unidos desde o governo Reagan é a principal explicação para que o mercado financeiro tenha colapsado entre 2007 e 2008. Apoiados na hipótese de fragilidade financeira de Minsky, estes pensadores apontam que as economias capitalistas são inerentemente instáveis e suscetíveis a estes desastres e, por esta razão, a regulamentação é a principal arma de que dispõe o estado para evitar catástrofes financeiras.

Este trabalho não pretende, em hipótese alguma, desqualificar o argumento de que o processo de desregulamentação tenha colaborado para a crise do *subprime*. Argumenta-se, entretanto, que, numa economia de mercado, agentes maximizadores de lucros, sejam eles participantes do mercado financeiro ou não, estarão sempre em busca de oportunidades de altos ganhos associados a baixos riscos.

Quando há incentivos exógenos que distorcem artificialmente preços e riscos relativos de maneira geral num mercado de grandes proporções como é a principal economia do planeta, é natural que haja uma intensa luta por quedas de barreiras restritivas que estejam a impedir a participação neste lucrativo negócio.

Torna-se útil, portanto, na sequência do trabalho, ter-se em mente os incentivos a estimular dos governos mais recentes dos Estados Unidos, tendo em vista as transformações pelas quais vinha passando a economia do país nos últimos 30 anos. E é sobre os incentivos discricionários de cunho fiscais e monetários – separadamente - decorrentes desta vontade de estimular que se debruça este trabalho nos próximos dois capítulos.

3 A POLÍTICA FISCAL E O SONHO AMERICANO

Desde a administração Bill Clinton, tornou-se explícita a intenção do governo norte-americano de expandir ou simplesmente manter aquecida a demanda agregada através de facilidades fiscais e monetárias. Este capítulo concentra-se em apresentar estes estímulos de política fiscal, fossem eles diretos ou não, bem como fazer uma prévia conceituação desta política de maneira mais ampla, assim como esta diferenciação citada entre o modo convencional e não convencional de fazê-la.

3.1 CONCEITUAÇÃO DE POLÍTICA FISCAL

De maneira geral, caracteriza-se por política fiscal (BLANCHARD, 2007) a intervenção do governo no aspecto macroeconômico realizada através de seus gastos (inclusos aqui os investimentos governamentais) ou, inversamente, diversas formas de alterações tributárias. Especificamente no caso de política fiscal com fins expansionistas, o estado deve ampliar seus gastos e/ou reduzir tributação no intuito de aumentar a demanda agregada por bens e serviços.

Ao longo deste capítulo, ficará claro que o governo valeu-se das duas pontas (gasto e tributação) para aquecer a economia desde a década de 1990, embora este movimento tenha se intensificado no governo de George W. Bush. A forma como estes gastos foram direcionados, no entanto, merece uma breve explanação para fins de diferenciação.

A maneira tradicional de expandir a demanda agregada via gastos do governo é simplesmente este entrar na economia realizando gastos diretos com pessoal ou infraestrutura. Conforme a teoria de Keynes (2012), este dinheiro circulará na economia com um efeito multiplicador que, ao fim, aquecerá a demanda agregada mais do que proporcionalmente ao recurso inicialmente despendido pelo estado.

Na década que antecedeu a crise recente, no entanto, o governo dos Estados Unidos valeu-se em larga medida de uma política fiscal menos convencional. Utilizaram-se recursos do tesouro nacional para incentivar empresas hipotecárias de grande porte a entrar fortemente no mercado imobiliário secundário e tornar real o “sonho americano da casa própria”.

3.2 O SONHO AMERICANO

Esta “política fiscal indireta” era muito bem vista pelo governo dos Estados Unidos a partir da década de 1990. Se por um lado ter-se-ia a chance de “resolver” o problema da estagnação pelo qual muitos norte-americanos já começavam a passar, por outro o fornecimento de vantagens na aquisição da casa própria além de elevar, mesmo que ilusoriamente, o padrão de vida da população, fá-lo-ia de maneira indireta, sem a incômoda situação de um gasto originado do orçamento governamental.

As ideias que nortearam a estratégia podem ser resumidas neste documento escrito pelo então presidente Bill Clinton em 1995 colocado por Rajan (2012, p. 74):

No ano passado instruí o ministro do HUD, Henry G. Cisneros, [...] a desenvolver um plano para impulsionar a casa própria na América a um máximo histórico até o final deste século. Expandir a propriedade privada irá fortalecer nossas famílias e nossas comunidades, fortalecer nossa economia e expandir a classe média deste país. Reavivar o sonho da casa própria para as famílias trabalhadoras americanas pode preparar nossa nação para aproveitar as ricas possibilidades do século XXI. [...] Para muitos potenciais compradores da casa própria o grande impedimento à aquisição é a falta de disponibilidade financeira para a entrada exigida e para os custos do registro. Para outros, a renda familiar não é suficiente para cobrir os pagamentos mensais sobre as hipotecas, financiadas com juros de mercado para empréstimo-padrão. Estratégias de financiamento, estimuladas pela criatividade e pelos recursos dos setores público e privado, devem lidar com todas as barreiras financeiras à casa própria.

Estas palavras de Clinton indicaram que o sistema financeiro deveria usar de sua criatividade para tornar fácil à população a aquisição de imóveis que de outra forma não poderiam ser adquiridos. A trajetória, portanto, estava definida e a deterioração da qualidade das hipotecas havia tomado forma, embora tenha recebido significativo apoio da administração Bush.

3.3 FANNIE MAE E FREDDIE MAC

Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) e Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Company) foram criadas em 1938 e 1970, respectivamente com o mesmo objetivo: fornecer liquidez ao mercado de hipotecas comprando as mesmas no mercado secundário. Ambas são empresas de capital aberto, mas são conhecidas nos Estados Unidos como “empresas patrocinadas pelo governo”.

Segundo Lew Rockwell (2008), “Esse tipo de empresa tem o apoio implícito do governo americano, conquanto não tenha obrigações diretas para com ele”.

É importante ressaltar que estas empresas praticamente não emprestam dinheiro para os mutuários. Fannie Mae e Freddie Mac existem quase que exclusivamente para comprar dos bancos as hipotecas originadas. Uma curta explanação da atividade destas gigantes hipotecárias torna-se necessária para que se faça ideia do risco das operações em que as mesmas estavam envolvidas e de como isto liberava os bancos para concederem cada vez mais empréstimos sem a necessária cautela quanto à qualidade dos mesmos.

Quando um banco concede um empréstimo, o movimento automático de seu balanço patrimonial é um incremento da ordem deste montante no seu ativo e no seu passivo. A principal ferramenta restritiva a um aumento infinito no número de empréstimo é o índice de alavancagem que mede o tamanho do ativo de uma instituição em relação a seu capital próprio. A limitação da alavancagem das instituições financeiras é tão importante para a saúde do sistema financeiro de maneira geral que foi o principal tema abordado e regulamentado nos Acordos da Basiléia.

O problema aqui é que, ao entrar pesadamente no mercado de hipotecas, Fannie Mae e Freddie Mac compravam estes empréstimos dos originadores que, além de obter lucro a curtíssimo prazo, ficavam liberados de restrições de alavancagem. Além de ter liberdade contábil para fazer cada vez mais empréstimos, estes bancos já não possuíam os incentivos necessários para avaliar corretamente os riscos envolvidos nas concessões de crédito imobiliário.

É neste momento, então, que se faz notar a política fiscal “indireta” realizada pelo governo norte-americano para “gerar liquidez” no mercado de hipotecas. Fannie Mae e Freddie Mac contavam com uma grande vantagem de captação em relação ao universo de empresas privadas dos Estados Unidos. Elas podiam captar recursos numa linha especial do Tesouro norte-americano pagando juros semelhantes aos cobrados por títulos de dívida pública do governo federal de prazo de dez anos. Segundo Leandro Roque (2013):

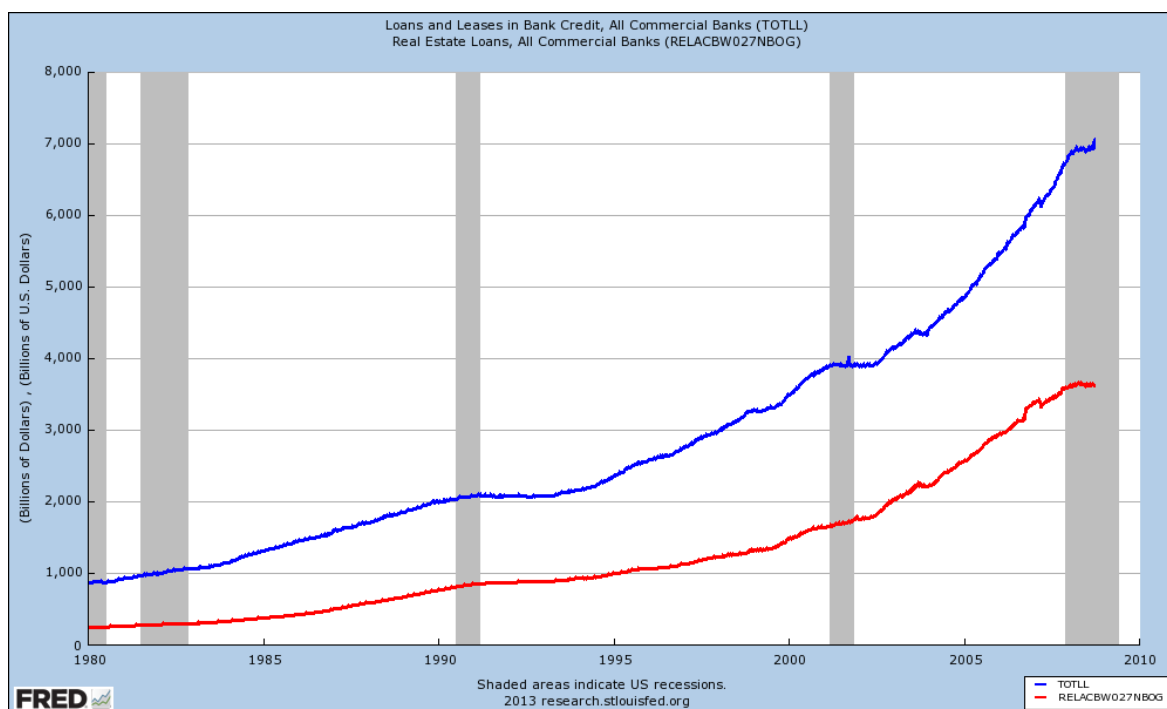
Freddie e Fannie usufruíam uma linha especial de crédito junto ao Tesouro americano, no valor de US\$2,25 bilhões. Esta garantia implícita de proteção conseguiu atrair um contínuo financiamento de investidores — que investiam dinheiro nestas empresas e compravam seus títulos lastreados em hipotecas —, pois estes investidores sabiam que, caso a

coisa degradingolasse, Fannie e Freddie seriam socorridas pelo governo americano. (Para se ter uma ideia da amplitude destas empresas, em setembro de 2008, quando o governo americano efetivamente nacionalizou ambas as empresas, elas detinham metade das hipotecas do país e praticamente 75% das hipotecas recém-concedidas.).

O autor ressalta ainda que Fannie e Freddie eram constantemente pressionadas pelo governo e pelo congresso para diminuir as exigências que faziam para comprar ou até mesmo conceder empréstimos a pessoas de baixa renda. Já nos últimos anos que antecederam o estouro da bolha, estas empresas tinham a obrigação de adquirir até mesmo aqueles empréstimos que ficaram conhecidos como “NINJA” (*no income, no job and no asset*), empréstimos concedidos a pessoas sem renda, sem emprego e sem qualquer ativo. Não por acaso, foram estas mesmas pessoas que passaram a dar calotes nos empréstimos tão logo os preços pararam de subir.

Em muito estimulados por estas duas grandes paraestatais (que compravam grande parte dos créditos emitidos tão logo fossem concedidos), os empréstimos voltados exclusivamente para a aquisição de imóveis dispararam a partir das administrações de Clinton e Bush, principalmente. Conforme mostra o gráfico abaixo, o grande aumento dos empréstimos realizados pelo setor bancário (linha azul) foi quase que totalmente representado por um salto nos empréstimos com fins imobiliários (linha vermelha):

Gráfico 2: Evolução dos empréstimos imobiliários em relação aos empréstimos bancários totais – 1980 a 2010



Fonte: Roque, 2013.

Observa-se que entre 2000 e 2008 o crédito total aumenta US\$3,5 trilhões, enquanto que mais da metade deste valor, US\$2 trilhões, eram destinados para a aquisição de imóveis. Mais do que o estímulo monetário que será abordado no próximo capítulo, percebe-se aqui a “eficácia” da política governamental de expandir enormemente este tipo de crédito.

3.4 CORTES DE IMPOSTOS E ACÚMULOS DE DÉFICITS FISCAIS

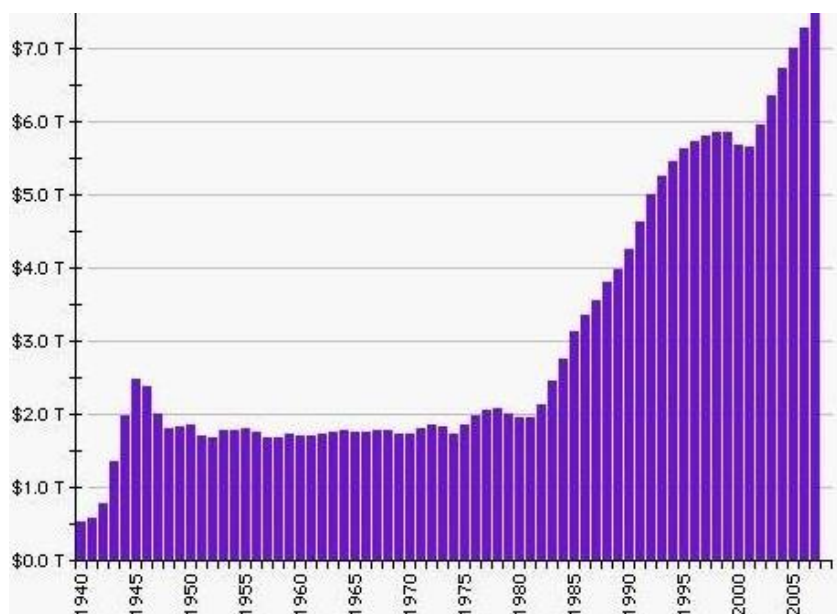
Enquanto a administração Clinton abriu as portas para o grande crescimento do mercado secundário de hipotecas e aprovou leis que estimulavam empréstimos mais arriscados, no governo de George W. Bush estas ações foram fortemente intensificadas. Colaboraram, para tanto, o estouro da bolha das ações de empresas de tecnologia e o posterior ataque terrorista em onze de setembro de 2001.

Se já havia desde os governos anteriores à administração de Bill Clinton a intenção de responder aos anseios da população via facilitação de crédito, a recessão causada pela crise das “ponto com” e pelo atentado terrorista trouxeram a motivação necessária para que o governo lançasse mão de políticas fiscais e

monetárias expansionistas. Pelo lado da política fiscal (tema deste capítulo), o governo de Bush buscou intensificar os gastos militares “favorecidos” pelas disputas no Oriente Médio. Enquanto em 2000, estes gastos foram de aproximadamente 294,5 bilhões de dólares; já no ano de 2007 este valor chegou a 439,3 bilhões de dólares anuais, representando uma variação de aproximadamente 50%.

Conforme mostra o gráfico abaixo, apoiado por um período de alto crescimento já no final dos anos 1990, o governo Clinton conseguiu inclusive obter uma redução na dívida federal dos Estados Unidos através de sucedidos superávits fiscais:

Gráfico 3: Evolução da dívida pública dos Estados Unidos entre 1940 e 2007 (em trilhões de dólares de 2000)



Fonte: Brillig, 2013.

A partir da virada do século, no entanto, os choques pelos quais passou a economia norte-americana levaram o governo Bush a incorrer em crescentes déficits fiscais. Isto naturalmente se refletiu no estoque de dívida dos Estados Unidos que aumentou quase 60% durante os primeiros sete anos do milênio. Não por acaso, foram nestes sete anos que a especulação financeira decolou e a bolha imobiliária tomou proporções gigantescas.

A tabela abaixo mostra a evolução do total da dívida do governo federal em termos absolutos e em porcentagem do PIB.

Tabela 3: Evolução dos gastos e da dívida federal dos Estados Unidos entre 2001 e 2007

Ano	Gastos Públicos Federais em % do PIB	Dívida Federal Absoluta (em milhões de dólares)	Dívida Federal em % do PIB
2001	18,2	5.769.881	56,4
2002	19,1	6.198.401	58,8
2003	19,7	6.760.014	61,6
2004	19,6	7.354.657	62,9
2005	19,9	7.905.300	63,5
2006	20,1	8.451.350	63,9
2007	19,7	8.950.744	64,4

Fonte: White House, 2013.

Analisando-se a tabela acima, pode-se perceber que a evolução dos gastos do governo federal explica uma parte muito pequena da evolução da dívida federal. Entre 2001 e 2007, os gastos tiveram um incremento de 1,5% do PIB. Número este que é muito pequeno se comparado à evolução da dívida federal que saltou de 56,4% para 64,4% do PIB no mesmo período. Em valores absolutos, esta dívida cresceu em mais de três trilhões de dólares em apenas sete anos.

Estes dados corroboram a tese de que a principal causa destes contínuos déficits foi uma significativa queda na geração de receitas na administração Bush. Desde o início de seu mandato, o governo preocupou-se em diminuir a taxaço de impostos diretos e principalmente aqueles relacionados a ganhos financeiros. Segundo Joanne Laurier (2007), além de estes cortes terem beneficiado em maior escala as camadas mais ricas da população norte-americana, houve uma perda de receitas de aproximadamente US\$ 250 bilhões anuais.

A soma destes recursos em todo o período analisado significa mais da metade da dívida acumulada. Em outras palavras, a não concessão destes benefícios fiscais de pouquíssima valia para a atividade econômica teria deixado a dívida federal em 2007, pouco mais de 3% superior aos 56,4% de 2001.

4 A POLÍTICA MONETÁRIA DO FEDERAL RESERVE E O RISCO MORAL

Entre todos os personagens determinantes para a formação da bolha imobiliária nos Estados Unidos, nenhum é mais central na discussão que seu Banco Central. Comandado pelos pensamentos monetaristas de Alan Greenspan e posteriormente de Ben Bernanke, o Federal Reserve promoveu uma política de grandes facilidades monetárias.

Ao longo deste capítulo, tentar-se-á mostrar a trajetória desta política de alta liquidez, bem como apresentar os incentivos à tomada de risco promovida pelos discursos tranquilizadores dos representantes da autoridade monetária. Por fim, será apresentada uma esclarecedora controvérsia entre estudiosos da recente crise acerca da forma como estes riscos eram avaliados.

4.1 CONCEITUAÇÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA

Política monetária (BLANCHARD, 2007) pode ser entendida como uma alteração na taxa básica de juros buscada pela autoridade monetária do país. O banco central faz uso da sua capacidade de emitir moeda e estipular regras bancárias para tornar este recurso mais ou menos escasso de forma a alterar seu preço, neste caso, a taxa básica de juros de determinada economia.

O banco central pode intervir no mercado monetário de três formas. São as chamadas operações de mercado aberto, de redesconto e de encaixes compulsórios. Embora este último seja de extrema importância para garantir a solidez do sistema financeiro, a intervenção no mercado monetário, a fim de alterar a taxa básica de juros em regra, é feita por uma operação de mercado aberto.

No caso específico de uma política monetária expansionista, o banco central atua no mercado secundário de títulos públicos aumentando a demanda por estes ativos. Isto provoca uma alta nestes preços e conseqüentemente uma queda na taxa de juros exigida pelos mesmos. A autoridade monetária segue demandando estes títulos até o ponto em que a meta estabelecida para a taxa de juros exigida é alcançada.

A consequência deste processo é que, dispondo de maior liquidez, os bancos terão maior incentivo a emprestar e estes empréstimos dar-se-ão a uma taxa menor,

já que os juros básicos da economia caíram. É importante ressaltar que os juros exigidos pelos bancos para concessão de empréstimos dependem de vários outros fatores, como a dimensão do prêmio de risco, por exemplo, e eles podem ser mais ou menos sensíveis a alterações na taxa básica.

Embora esta sensibilidade seja de vital importância para a eficácia da política monetária, não é objetivo deste trabalho avaliar a correlação desta com todos os fatores que podem influenciá-la. Partir-se-á agora para a análise dos movimentos realizados pelo Federal Reserve, o banco central dos Estados Unidos, na taxa básica de juros da economia durante os anos que antecederam a recente crise.

4.2 A POLÍTICA MONETÁRIA DO FEDERAL RESERVE

Somado aos incentivos governamentais já mencionados e à desregulamentação (em muito conseguida pela dependência dos objetivos do governo ao sistema financeiro) pela qual passava o sistema financeiro, houve o incentivo determinante do Federal Reserve ao fomento da bolha imobiliária no início deste século.

Entre janeiro de 2001 e junho de 2003, em resposta ao estouro da bolha da internet, o “Fed” baixou as taxas de juros de curto prazo de 6,5% para um nível histórico de 1% ao ano. A diferença é que, agora, a retomada da economia pós-recessão dava-se desacompanhada da queda da taxa de desemprego, o que levou a uma crença de que os estímulos monetários ainda necessitavam de maior tempo para gerar os resultados esperados. Como observou Rajan (2012), no entanto, a cada nova crise financeira pela qual os Estados Unidos passavam, aumentava o tempo decorrido entre a retomada da produção e da taxa de desemprego em relação aos níveis pré-recessão.

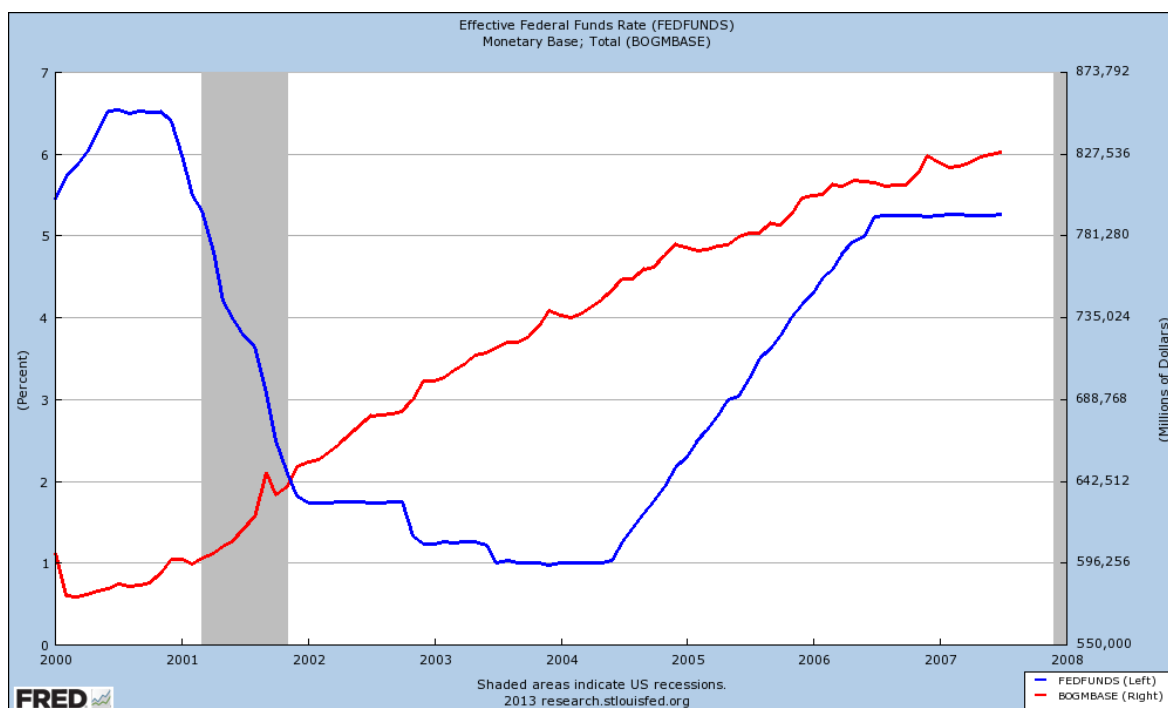
Alan Greenspan, então presidente do Federal Reserve, insistiu na função única da política monetária como um *trade off* entre inflação e taxa de desemprego. Como a inflação encontrava-se sob controle, não havia impedimentos às tentativas do Federal Reserve de aquecer a economia e gerar empregos. O problema, como alertaram Roubini e Mihm (2010) e Rajan (2012), é que, com o mercado inundado em liquidez, os preços dos ativos estavam decolando.

Greenspan, no entanto, afirmou repetidas vezes que estes preços não deveriam ser alvos de uma política contracionista e que estavam fundamentados na

sabedoria dos mercados e relutou sistematicamente em combatê-los. Quando fez subir as taxas de juros, o fez de maneira lenta e contida de maneira que não houve impacto significativo na bolha que crescia.

O gráfico posto abaixo mostra a trajetória da taxa básica de juros da economia norte-americana no início dos anos 2000, bem como o aumento da base monetária proporcionado por tal política:

Gráfico 4: Correlação entre a base monetária e a taxa básica de juros – 2000 a 2008



Fonte: Roque, 2013.

Há que se reparar que as taxas de juros permaneceram num patamar abaixo dos 2% ao ano num período superior a dois anos. Quando passou a aumentar as taxas de juros, o Federal Reserve o fez de forma lenta, com subidas de 0,25% ao ano a cada nova reunião do FOMC (Federal Open Market Committee) de forma que as taxas levaram mais de dois anos para atingir um patamar superior a 5%. A prova de que o aumento deu-se de maneira tardia foi o que o próprio Greenspan chamou de “o enigma do mercado de títulos de crédito”.

Segundo Roubini (2010 p. 94):

Greenspan notou corretamente que quando a taxa de juros dos fundos federais subiu de 1% para 5,25% entre 2004 e 2006, a taxa de juros de longo prazo e os juros das hipotecas prefixadas não se moveram. A política de Greenspan de retardar o aperto monetário de nada adiantou.

A base monetária por, sua vez, elevou-se em mais de 50% no período. Olhando para este dado, percebe-se que, mesmo com o aumento da taxa básica de juros a partir de 2004, a base monetária, embora em ritmo menor, seguiu se elevando, o que comprovaria o argumento de que a subida nos juros por parte do Federal Reserve deu-se de maneira lenta e contida. Em outras palavras, os bancos continuavam ainda mais dispostos a seguir emprestando, mesmo com a subida dos juros, conforme pode ser visualizado no gráfico 4.

Outro dado que mostra esta imensa expansão monetária em apenas 7 anos é o agregado monetário chamado M3². Além da moeda em poder do público, dos depósitos à vista e a prazo, este dado que comporta ainda formas menos líquidas de moeda apresentou evolução de 72,6% no período saltando de \$4,697 trilhões para \$8,105 trilhões, representando um possível incremento pela demanda de moeda para fins especulativos.

Toda esta expansão monetária, no entanto, praticamente não afetou a taxa de inflação. Se em 2000 a inflação norte-americana foi de 3,38%, já no ano de 2007 este índice era de apenas 4,08%, muito menos do que indicaria uma relação ao menos proporcional indicada pela identidade $P.Y = M.V$ que mostra que um aumento do estoque de moeda (M) deve provocar uma alta proporcional no nível de preços (P), tendo em vista que o produto (Y) e a velocidade da moeda (V) são constantes no curto prazo.

O problema é que houve preços que de fato aumentaram enormemente no período, mas este aumento deu-se basicamente no preço dos ativos. Para Roubini e Mihm (2010), era natural que toda expansão monetária que vinha sendo realizada geraria alta de preços e, como a inflação ao consumidor estava sob controle, significaria que a alta de preços estava quase que absolutamente sobre o mercado financeiro.

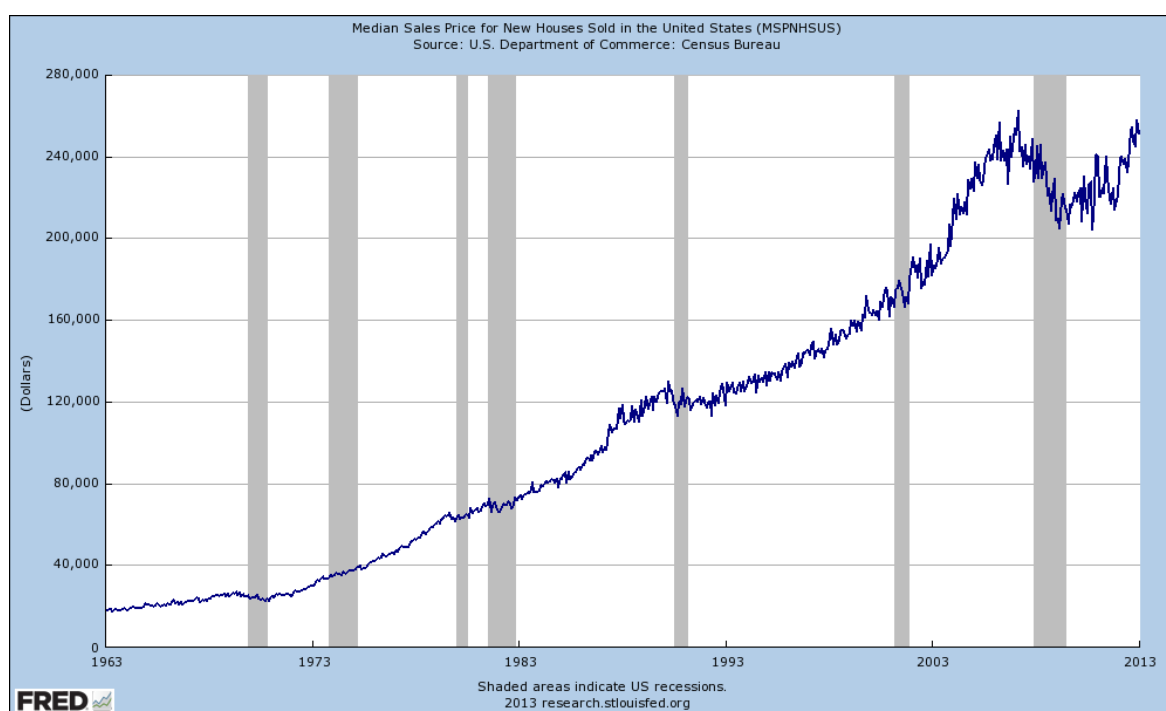
Conforme argumenta Rajan (2012, p.185), embora por outros motivos, aumento dos preços dos ativos também pode se dar de forma inercial:

² Este dado não é exatamente igual ao agregado medido no Brasil

Por exemplo, os preços mais altos de imóveis proporcionaram aos proprietários um patrimônio imóvel com base no qual eles podem tomar empréstimos para dar como entrada em casas melhores, promovendo um aumento dos preços também por essas casas. E um histórico de crescimento de preços imobiliários pode levar os ingênuos compradores da nova casa a acreditar nos argumentos de vendas de seu agente imobiliário e depositar seu dinheiro como entrada, na expectativa de que a valorização vá continuar. Na verdade, por um tempo essas expectativas podem ser lógicas, porque existem muito mais proprietários de imóveis com um patrimônio imóvel suficiente para dar o passo adiante.

O gráfico posto abaixo apresenta a mediana dos preços de venda de imóveis novos entre 1963 e 2013:

Gráfico 5: Evolução da mediana dos preços de imóveis novos – 1963 a 2013



Fonte: Roque, 2013.

Repara-se que, a partir de 1993 (início da administração Clinton), os preços começaram a subir continuamente até o estouro da bolha em 2007. Há que se considerar também que este foi um período de baixa inflação nos Estados Unidos e não há, portanto, bases racionais para aumentos nos preços dos imóveis desta magnitude. Este período (1993 – 2007) coincide com as políticas governamentais de incentivo explícito à aquisição da casa própria, embora se possa verificar um aumento na taxa de crescimento dos preços a partir das facilitações monetárias concedidas pelo Federal Reserve iniciadas em 2001.

4.3 RISCO MORAL E O “GREENSPAN PUT”

Esta despreocupação da política monetária com a ascensão dos preços dos ativos, embora já se admitisse que estes estivessem supervalorizados, veio acompanhada de discursos tranquilizadores do presidente do Federal Reserve, os quais deram origem a uma expressão que se tornou comum em *Wall Street*: o *Greenspan put*. De acordo com Rajan (2012, p.187), o termo “basicamente determinava que o Fed não pudesse realmente dizer quando os preços dos ativos estavam criando uma bolha, e, em vez disso, iria ignorá-los, mas estaria pronto para juntar os cacos quando a bolha estourasse”.

Embora estes discursos por parte de Allan Greenspan tenham surgido ao primeiro sinal de uma bolha ainda nos anos 1990, eles foram continuamente repetidos durante os anos 2000 e a formação da nova bolha. Mesmo ao assumir a presidência do Federal Reserve no auge da bolha imobiliária recente, Ben Bernanke não fez qualquer esforço para pôr fim ao termo e a tudo que o mesmo significava. Ao contrário, reforçou o discurso de que não era objeto da política monetária intervir em preços de ativos, mas deixou claro que lá estaria para socorrer o sistema financeiro se algo desse errado.

É importante ressaltar como estes discursos acompanhados de práticas paternalistas por parte da autoridade monetária eram assumidos pelos banqueiros: Desde que o risco fosse sistêmico, não haveria motivos para contê-lo, portanto apostas comuns entre os grandes bancos poderiam ser feitas sem muito receio. Este processo evidencia o chamado “risco moral”, que esteve presente durante toda a formação da bolha imobiliária, não só através dos equívocos do Federal Reserve, mas inerente ao processo como um todo.

Pode-se definir risco moral (PINDYCK; RUBINFELD, 2007) como a tomada de decisão arriscada de um agente que sabe que não arcará com eventual prejuízo. Num exemplo simples, pode-se citar o aumento do incentivo que um indivíduo tem de estacionar seu veículo na rua após estar seguro. Este risco moral também se fazia muito presente no processo de securitização.

Este processo dava-se ao longo de uma cadeia longa, mas de simples entendimento. Antigamente, quando um mutuário realizava um empréstimo imobiliário, este pagava a hipoteca ao banco normalmente durante anos e a instituição financeira credora tinha todos os incentivos para avaliar cuidadosamente

a capacidade de pagamento e o histórico do credor, bem como exigir um valor significativo de entrada.

Roubini e Mihm (2010) mostram que, com o desenvolvimento do setor financeiro ao longo das últimas décadas, tornou-se comum o processo chamado de securitização. Ao emprestar o dinheiro da hipoteca ao mutuário, os bancos comerciais passaram a vender estes quase que automaticamente direitos de créditos a terceiros. Estes, por sua vez, sejam as paraestatais Fannie e Freddie ou mesmo grandes bancos de investimento juntavam diversas destas obrigações para formar um título lastreado em hipotecas e vender para investidores em todo o Planeta.

Através desta rápida explicação, pode-se perceber claramente que já havia pouquíssimo incentivo por parte dos emprestadores a avaliar a qualidade destes empréstimos. Se houvesse calote por parte dos mutuários, o risco já se encontrava muito longe do corretor, caracterizando um risco moral de larga escala.

4.4 A CONTROVÉRSIA DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

Todo este processo de securitização, no entanto, não teria sido possível sem as generosas classificações de risco dos títulos lastreados em hipotecas. As três grandes agências de classificação de risco (Standard & Poor's, Moody's Investors Service e Fitch Ratings) dividiam com poucas diferenças o mercado.

Estas agências eram, desde sua origem, pagas por investidores para avaliar a qualidade da dívida do título em questão. Como bem argumentam Roubini e Mihm (2010, p. 215):

com o passar do tempo, no entanto, os investidores passaram a obter as classificações fotocopiando as publicações de outrem, sem pagar por elas. Para contornar o problema, as agências de classificação de risco adotaram um novo modelo de negócio: elas venderiam seus serviços aos emitentes da dívida, não mais aos investidores.

É fácil perceber o enorme conflito de interesses gerado por estas mudanças. Agora não seria rentável para as agências atribuir classificação baixa para, por exemplo, um título composto por um grupo de hipotecas *subprime*. Além disso, Roubini e Mihm (2010) colocam ainda que no auge do *boom* as agências estavam

obtendo algumas “receitas suspeitas” através de “consultorias” e “modelagens” para bancos.

Embora não haja uma discordância objetiva de Raghuram Rajan (2012) às ideias de Roubini quanto ao comportamento das agências de classificação de risco, o primeiro aborda o tema de maneira bastante diferente. Rajan argumenta que as inovações financeiras desenvolvem-se de forma muito rápida e consistente e que a tarefa de classificação tende a se tornar mais e mais difícil. Num exemplo simples, o autor coloca que, se duas hipotecas *subprime* têm 10% de risco de inadimplência cada uma, ao serem empacotadas juntas, a probabilidade de ficarem inadimplentes ao mesmo tempo é de 1%, dado que as inadimplências são independentes (pelo menos é assim que era explicado no auge da bolha). Esta “mágica” simples faz com que seja possível classificar um conjunto destas hipotecas como AAA.

E esta confiança nestes títulos “folheados a ouro” pela situação que se apresentava fez com que o *American International Group* (AIG) mergulhasse nesta onda de retornos altos e riscos aparentemente inexistentes. O AIG vendeu bilhões de dólares em seguros contra títulos lastreados em hipotecas *subprime* e a confiança de seus principais executivos mostrava-se inabalável, fazendo-os acreditar que vendiam seguros “para catástrofes que jamais aconteceriam”. As apostas mostraram-se falhas e, em setembro de 2008, o AIG tornou-se o destinatário do maior socorro monetário da história dos EUA ao receber 150 bilhões de dólares do governo.

Rajan (2012, p.225) explica que fazia todo o sentido para os bancos, embora pareça estranho e perverso, combinarem investimentos destes ativos de longo prazo financiados com empréstimos de curto prazo:

Havia algo de especial na natureza desses riscos. Evidentemente, os bancos achavam que a inadimplência era improvável. Não somente os títulos eram emitidos contra um conjunto diversificado de hipotecas ou empréstimos, como também os títulos que as instituições mantinham em carteira (ou que a AIG garantiu) eram preferenciais, de classificação alta, de modo que as inadimplências sobre as hipotecas ou os empréstimos teriam de ser muito numerosas para desencadear a inadimplência dos títulos. Similarmente, as chances de o financiamento secar também foram consideradas pequenas. Assim, esses riscos eram o que se conhece como “risco de cauda”, pois ocorrem na extremidade de uma curva de distribuição normal – ou seja, muito raramente.

Além disso, para que um título de preferência ficasse inadimplente, teria de haver inadimplências de diversas hipotecas por todo o território nacional. E dadas as

classificações obtidas por estes títulos, o “*Greenspan put*” e o seguro proporcionado pela AIG, não havia realmente motivos para preocupação ou contenção dos acalorados ânimos dos corretores por parte dos banqueiros.

Mesmo não os eximindo de culpa, Rajan (2012) argumenta ainda que, diferentemente de muitos corretores, cujos incentivos faziam-nos optar por apostas unilaterais e tomada de mais risco, alguns dos CEOs dos grandes bancos como Fuld, do Lehman Brothers e Cayne, da Bear Stearns tinham, respectivamente, em 2006, 1 bilhão e 953 milhões de dólares em ações dos respectivos bancos. Isso sugere que muitos destes banqueiros não tinham a noção exata do risco em que suas instituições estavam incorrendo, dado que não havia incentivos para que realizassem apostas unilaterais.

5 OS IMPACTOS DA CRISE

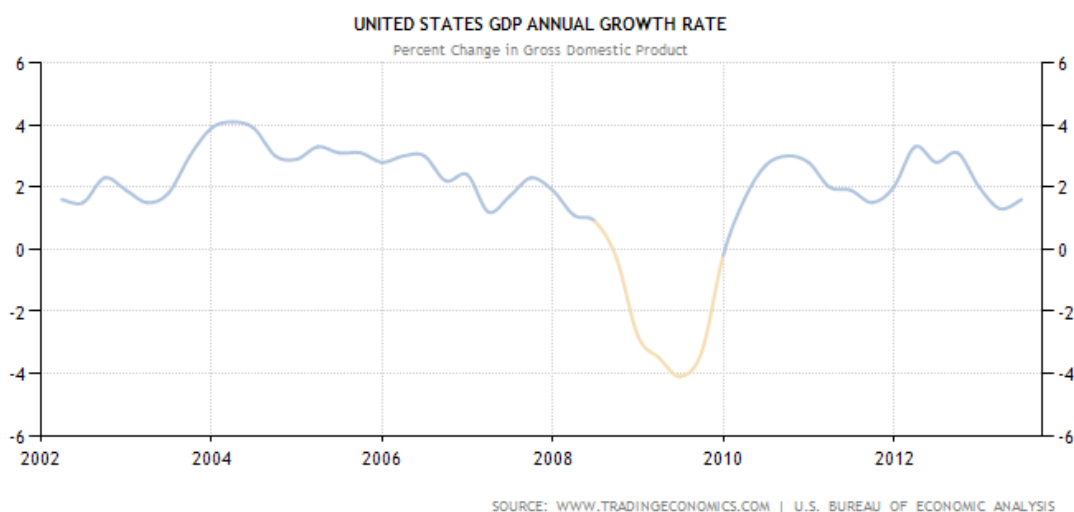
Apesar de o pânico nos mercados - que se abateu principalmente sobre as economias desenvolvidas durante o estouro da bolha - já ter sido superado, os Estados Unidos e alguns países europeus ainda carregam pesadas consequências da crise do *subprime*. Em grande parte, a lenta e pouco vigorosa recuperação destas economias deve-se ao remédio encontrado pelos governos para evitar a depressão que se aproximava.

Este capítulo pretende tratar das consequências da crise para a economia dos Estados Unidos. Para tanto, serão apresentados dados macroeconômicos comparativos entre os períodos anterior e posterior à crise com o intuito de melhor avaliar os impactos da crise e de algumas das respostas da política econômica na tentativa de absorver o choque.

Entre 2000 e 2007, os Estados Unidos cresceram em média 4,3% ao ano. Em 2008, no entanto, a explosão da bolha especulativa fez a economia do país se retrair em 0,3% e já em 2009, ano em que as consequências da crise foram sentidas em todo o Planeta, a principal economia do mundo teve uma queda de 3,5% em seu PIB.

O gráfico abaixo mostra esta trajetória e destaca o período de queda.

Gráfico 6: Taxa anual de crescimento do PIB dos Estados Unidos – 2002 a 2012



Fonte: Trading Economics, 2013.

As respostas dos pacotes de estímulos fiscais e monetários por parte do governo vieram em 2010, quando a economia apresentou um crescimento de 3%. Apesar de os Estados Unidos terem voltado a crescer a taxas próximas ao que acontecia antes da crise, a tendência de recuperação sem emprego (se é que podemos chamar de recuperação) apresentada por Rajan (2012) volta a aparecer.

Conforme demonstra o gráfico abaixo, apesar de todos os estímulos governamentais, a taxa de desemprego nos Estados Unidos, embora se mostre em queda, ainda está distante dos níveis apresentados no início dos anos 2000.

Gráfico 7: Taxa de desemprego nos Estados Unidos – 2007 a 2012



Fonte: Trading Economics, 2013.

Em outubro de 2009, o desemprego chegou aos 10% dos norte-americanos e desde então os esforços têm sido incessantes em trazer este índice de volta para baixo dos 5%. A taxa atual, no entanto, está em 7,3% (agosto de 2013), aproximadamente 3% acima da média apresentada entre os anos de 2002 e 2007.

Este crescimento forçado e a persistência na perseguição da uma taxa de desemprego mais baixa tem levado o setor público dos Estados Unidos a recorrentes déficits. Como consequência, o estoque da dívida do governo norte-americano tem apresentado grandes elevações conforme mostra o gráfico abaixo.

Gráfico 8: Dívida Pública dos Estados Unidos em percentagem do PIB - 2004 a 2008

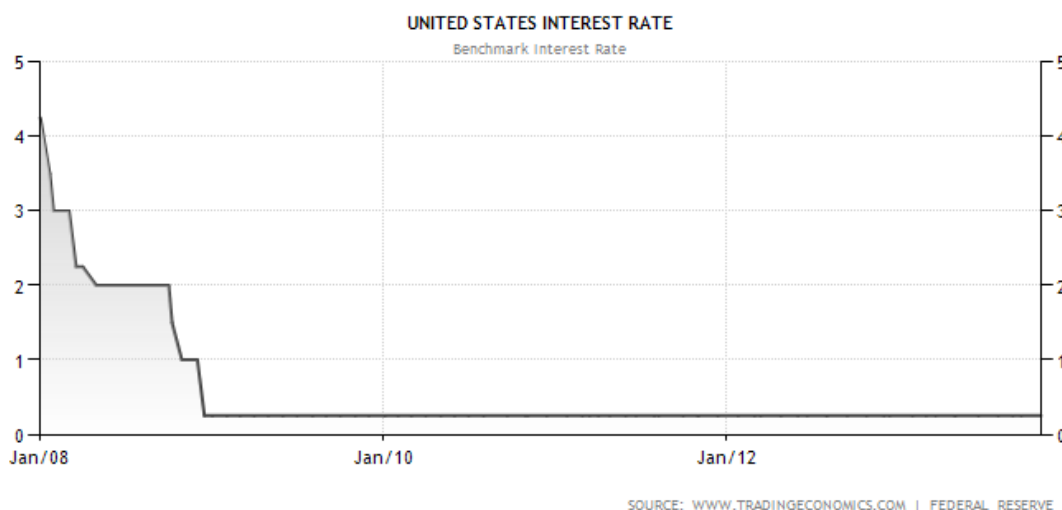


Fonte: Trading Economics, 2013.

Repara-se que, mesmo no período de crescimento e confiança na economia, a dívida já vinha crescendo, embora, obviamente, a taxas menores. Recentemente este estoque de dívida ultrapassou a produção interna bruta anual dos Estados Unidos, o que tem provocado acirrados debates no congresso do país entre a importância da manutenção dos estímulos e os problemas que surgirão com uma dívida gigantesca.

No âmbito da política monetária, os incentivos do Federal Reserve começaram aos primeiros indícios de retração e a taxa básica de juros tem estado fixada em 0,25% ao ano desde o fim de 2008. Esta trajetória pode ser observada no gráfico que segue.

Gráfico 9: Taxá básica anual de juros nos Estados Unidos – 2008 a 2012



Fonte: Trading Economics, 2013.

A aproximação da taxa nominal a zero, no entanto, provoca na economia norte-americana uma situação a qual Keynes (2012) chamou de armadilha da liquidez: quando uma movimentação convencional na política monetária já não traz efeitos sobre o lado real da economia, a moeda é demandada basicamente para fins especulativos. Nesta situação, mesmo com a taxa de referência muito baixa, os bancos encontram-se numa situação de pessimismo e desconfiança entre si e preferem manter elevadas reservas.

Nas palavras de Roubini e Mihm (2010, p. 162):

O fracasso das políticas monetárias convencionais ilustrava adequadamente o velho ditado: 'Pode-se levar um cavalo até a água, mas não se pode obriga-lo a beber'. O Fed podia injetar liquidez nos bancos, mas não podia obriga-los a emprestar.

Neste sentido, o Federal Reserve comandado por Ben Bernanke passou a fazer uso daquilo que se chamam políticas monetárias não convencionais. O redesconto deixou de ter taxas punitivas, fornecendo outra fonte de liquidez aos bancos. Além disso, o Fed chegou a fazer empréstimos diretos volumosos a empresas como AIG, Fannie Mae e Freddie Mac, cujos problemas de liquidez poderiam causar grande risco sistêmico ao mercado financeiro.

O Federal Reserve também se valeu de sua função de prestador de última instância e guardião do sistema financeiro para injetar grandes volumes de liquidez nos bancos ao adquirir trilhões de dólares em títulos lastreados em hipotecas cujos

preços encontravam-se em queda livre. As políticas de facilitação monetária ainda persistem e devem continuar enquanto a taxa de desemprego da economia americana não cair até os níveis pré-crise.

6 A TEORIA AUSTRÍACA E A CRISE DO *SUBPRIME*: UMA PROPOSTA DE INTERPRETAÇÃO

O período de recessão econômica mundial vivida após o estouro da bolha imobiliária nos Estados Unidos tem sido marcado por intenso debate econômico. As discussões sobre intervenções e remédios pós-crise, embora importantes, não causam tão grande diversidade de argumentos quanto às causas da mesma.

No sentido de explicar a formação de bolhas e o encerramento de um grande ciclo de crescimento, os “austríacos” têm grandes lições para os economistas de hoje. Assim, o objetivo deste capítulo primeiramente é apresentar sinteticamente a teoria austríaca dos ciclos econômicos através da macroeconomia baseada na estrutura do capital e, posteriormente, apresentar argumentos de autores desta corrente teórica especificamente com relação à recente crise.

6.1 MACROECONOMIA BASEADA NA ESTRUTURA DO CAPITAL

Roger W. Garrison (2001) utilizou-se da teoria de Mises (2010) e Hayek (2011) para formular uma teoria macroeconômica baseada na estrutura do capital. Neste sentido, a explicação de uma crise financeira partindo da análise da estrutura do capital é uma construção que tem como base a teoria austríaca dos ciclos econômicos apresentada por Mises e posteriormente desenvolvida por Hayek.

Ao desenvolver suas ideias ainda no início do século XX, Mises (2008) defendia a não intervenção do Estado na economia como a única maneira de haver um crescimento significativo e continuado.

...será necessário entender que as tentativas de baixar artificialmente a taxa de juros que surgem no mercado, através de uma expansão do crédito, só podem produzir resultados temporários e que a recuperação inicial será seguida por um declínio mais profundo que se manifestará como uma completa estagnação da atividade comercial e industrial. A economia não será capaz de se desenvolver harmoniosamente e suavemente, a não ser que todas as medidas artificiais que interferem no nível de preços, salários e taxas de juros, como determinadas pela livre interação das forças econômicas, sejam abandonadas de uma vez por todas.

Diferentemente das teorias macroeconômicas keynesianas e monetaristas, a teoria austríaca visa a explicar os ciclos econômicos partindo de uma análise de baixo para cima. Para Hayek, o alto grau de agregação apresentado por outras teorias macroeconômicas do século XX dificulta uma boa análise daquilo que o autor considera essencial: o *trade off* entre investimento e consumo.

Garrison (2001) divide sua teoria entre 4 elementos fundamentais: a fronteira de possibilidades de produção, o mercado de crédito, a estrutura da produção e o mercado de trabalho especificado por estágios da produção. Em seguida, o autor especifica como a combinação entre estes fatores pode gerar um crescimento sustentável ou insustentável.

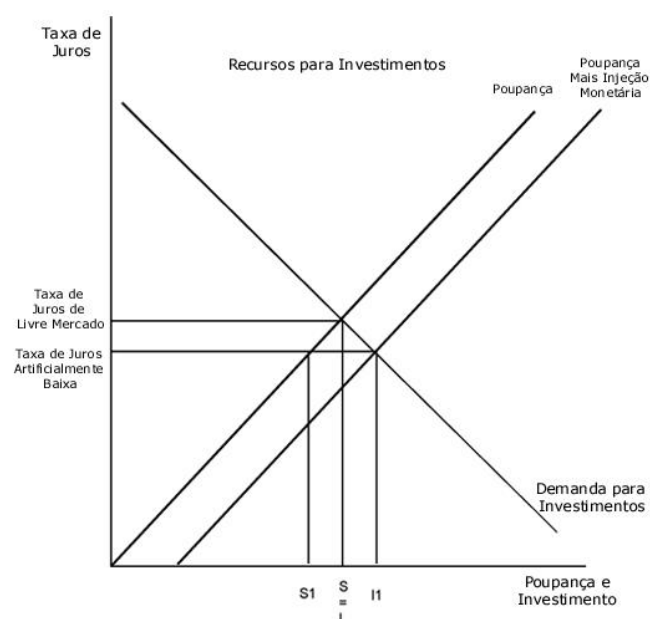
A fronteira de possibilidades de produção é utilizada em diversas análises econômicas e é mais comumente aproveitada na teoria microeconômica. Esta ferramenta é utilizada para explicar o *trade off* entre duas opções quando os recursos são escassos. Partindo da lógica de uma análise *bottom-up*, a teoria austríaca dos ciclos econômicos explica que qualquer indivíduo se depara a todo tempo entre uma escolha entre investimento e poupança.

Dado que este agente opte por maior grau de poupança, o mesmo estará abrindo mão de consumo presente para obter maior poder de compra no futuro. O mesmo é válido para uma economia: quando os agentes optam de maneira geral por pouparem mais, fatalmente estarão abrindo mão de consumo presente em nome de maior renda futura.

É neste ponto que Garrison (2001) introduz a importância do mercado de crédito na análise do ciclo. O autor (2001, p.16) explica que “quando as pessoas se tornam mais orientadas para o futuro, elas aumentam sua poupança fazendo com que as taxas de juros caiam e, com isso, encorajando a comunidade empresarial a empreender mais projetos de investimento”.

Este incremento artificial do investimento provocado por uma política monetária expansionista pode ser visualizado na figura abaixo:

Gráfico 10: Efeito da política monetária expansionista no mercado de crédito



Fonte: Carden, 2008.

Este aumento de poupança naturalmente virá acompanhado de um aumento no investimento em sacrifício de consumo presente. Isto por sua vez proporcionará à economia maiores taxas de crescimento e, por fim, um possível incremento mais rápido na capacidade futura de consumir.

Garrison (2001, p.19) vale-se da estrutura da produção ilustrada pelos Triângulos Hayekianos³ para confrontar um elemento chave da teoria keynesiana:

de acordo com Keynes, qualquer redução nos gastos do consumidor iria resultar em um excesso de estoques, que por sua vez causariam cortes na produção, demissões e espirais baixistas na renda e nos gastos. A economia entraria em recessão, e a comunidade empresarial iria incorrer em menos investimentos, e não em mais. Esse é o 'Paradoxo da Poupança' de Keynes. Se os estoques varejistas fossem um investimento 'representativo', então Keynes estaria certo. Nesse caso, o efeito derivado da demanda dominaria. Uma redução nos gastos do consumidor significaria menos reposição de estoques. E no geral, os investimentos dos estágios finais da produção ocorrem de acordo com os gastos do consumidor. Entretanto, o efeito da taxa de juros domina os investimentos de longo prazo – ou os estágios iniciais dos investimentos. Uma taxa de juros mais baixa pode estimular uma construção industrial, por exemplo, ou o desenvolvimento de novos produtos.

³ Uma representação gráfica de Hayek (2011) sobre a estrutura intertemporal da cadeia produtiva de determinado produto.

Assim, um aumento na poupança fará com que as pessoas diminuam seu consumo por bens de um estágio mais avançada da produção (varejo, por exemplo), mas esta alteração nas preferências fará com que haja mais investimentos no desenvolvimento de produtos nas partes iniciais da cadeia de produção. É a partir da separação da produção em estágios, então, que esta teoria introduz o mercado de trabalho e a variação salarial.

Quando há um aumento de poupança da economia, dar-se-á um conseqüente aumento na demanda por mão-de-obra nos estágios iniciais da produção o que, por fim, trará um aumento de salários neste estágio. Alternativamente, na ponta final da cadeia de produção, haverá queda de salário de maneira geral.

Partindo dos pressupostos acima apresentados, Garrison (2001) analisa os efeitos que uma expansão monetária exógena à atividade econômica produz na poupança e no investimento e, por conseqüência, na produção. Neste sentido, o autor diferencia crescimentos sustentáveis daqueles que ao fim gerarão recessões através de crises de crédito.

Um aumento da oferta monetária por parte do banco central modifica artificialmente o preço do dinheiro e gera uma sensação de excesso de poupança na economia. Quando isto acontece, os agentes passam a poupar menos, mas o *trade off* entre consumo e investimento já não é representado corretamente por uma fronteira de possibilidades.

O deslocamento da taxa de juros para baixo ocasionará um descasamento entre poupança e investimento, o que ao fim gerará um aquecimento nas duas pontas, criando uma situação de sobreconsumo e sobreinvestimento. Seguindo a metodologia dos triângulos hayekianos, esta baixa taxa de juros estimulará simultaneamente as duas pontas dos triângulos (lê-se estágios iniciais e finais de produção) e por fim faltarão recursos para completar os investimentos.

Steve H. Hanke (2008), estudioso de crises financeiras, tenta resumir a concepção da teoria austríaca sobre o fenômeno:

Com taxas de juros artificialmente baixas, os consumidores reduzem a poupança e passam a consumir mais, e os empresários aumentam seus gastos com investimento. E então você cria um desequilíbrio entre poupança e investimento. Tem-se uma economia em crescimento insustentável. Essa é, em suma, a lição da crítica austríaca aos bancos centrais, desenvolvida nos anos 1920 e 1930.

Garrison (2001) ressalta ainda que esta cadeia ilusória retroalimentar-se-á enquanto houver estímulos via expansão de crédito. Mas, ao primeiro sinal de retração do afrouxamento monetário por qualquer que seja o motivo, o crescimento artificial transformar-se-á em recessão.

6.2 A POLÍTICA DO FEDERAL RESERVE E O EMBATE TEÓRICO

Diferentemente dos “austríacos”, Roubini e Mihm colocam no centro da discussão sobre as causas da recente crise imobiliária a desregulamentação pela qual passou o sistema financeiro desde a década 1980 até o colapso recente. Para o autor, este contínuo afrouxamento no controle aos bancos por parte do estado permitiu o surgimento de inovações financeiras complexas e o aparecimento dos chamados bancos paralelos, que conseguiam escapar com maior facilidade das “grades da regulação”.

Embora reconheça a dificuldade no papel do regulador, muitas vezes “engolido pela força do regulamentado”, o processo de alavancagem pelo qual passaram os bancos de investimento poderia ter sido facilmente observado e controlado pelo Federal Reserve.

É justamente nesta onda de desregulamentação ocorrida nas últimas três décadas que autores pós-keynesianos focam a explicação da crise. Economistas como Cardim de Carvalho (2012) e Bresser-Pereira (2012) colocam no centro do debate a complexidade e modernização do sistema financeiro neste período. Ainda, alguns autores desta corrente não apenas deixam de lado a política monetária frouxa do Federal Reserve nos primeiros anos do recente século como atacam a subida da taxa básica de juros entre 2004 e 2007 e a demora do governo em intervir levando liquidez ao mercado. Este pensamento fica nítido no trecho do artigo de Hermann (2012, p. 65):

Por trás da crise sistêmica atual há dois conjuntos de fatores explicativos. Um, de natureza conjuntural, envolve a política monetária americana, que elevou a taxa básica de juros de 1% a.a. para 5,25% a.a. entre 2004 e 2007. Embora isso não tenha gerado uma forte recessão nos EUA, certamente dificultou o refinanciamento de dívidas longas. Contribuiu também para a crise a demora do governo em reconhecer a gravidade do problema, por falha de interpretação ou da supervisão bancária. O fato é que, durante boa parte da crise, o Federal Reserve mostrou-se mais preocupado com a inflação (que requer juros mais altos) que com a deflação de ativos (que exigia um corte rápido nos juros).

Esta visão é completamente refutada por economistas de inspiração na escola austríaca que focam a explicação da crise justamente na política expansionista do Federal Reserve e nos incentivos desmedidos do governo norte-americano em estimular um mercado de hipotecas já superaquecido. Segundo a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos (TACE), uma forçada queda da taxa de juros de uma economia provoca distorções sérias nas tomadas de decisões dos agentes. Com a queda do preço do dinheiro no tempo, investimentos de longo prazo tornam-se mais vantajosos e há uma falsa sensação de sobra de poupança na economia quando a mesma encontra-se escassa. Assim, agentes passam a tomar decisões “otimistas” de expansão e consumo de forma sistemática.

Em outras palavras, a sensação de haver disponível na economia “um capital que não foi poupado” faz com que um mutuário construa, por exemplo, uma casa maior e mais cara do que de fato seu orçamento permitiria. Quando todos os agentes (neste caso, mutuários) passam a projetar investimentos ou gastos maiores, explica a TACE, a crise já é inevitável e os recursos cedo ou tarde faltarão. Assim, o que pode retardar este “acerto de contas” é justamente a intervenção do Banco Central, injetando mais liquidez e retardando a recessão. É importante ressaltar, porém, que este retardo intencional apenas agravará a situação posterior, já que se dará oportunidade para que os indivíduos se endividem ainda mais.

Na interpretação dos economistas da escola austríaca, o argumento de Hermann (2012) acima exposto que indicava a necessidade de manter a frouxidão monetária por tempo indeterminado nada mais é do que a tentativa de adiar o acerto de contas do lado monetário com o lado real da economia. Inversamente, a teoria austríaca explica que o problema era justamente a distorção que tamanha liquidez artificial estava gerando nos mercados. Segundo Ron Paul (2008):

Uma redução da taxa de juros tem dois grandes efeitos: estimula o consumo ao invés da poupança, e faz com que projetos de longo prazo e de capital intensivo fiquem artificialmente mais baratos. Sob o mandato de Alan Greenspan, a taxa de fundos federais foi tão baixa que a taxa real de juros (a taxa nominal de juros menos a inflação) se tornou negativa. Com uma taxa real de juros negativa, uma pessoa que poupa irá literalmente perder o valor desse dinheiro.

Conforme já abordado anteriormente, os economistas “austríacos” mostram a importância da poupança como fonte do investimento genuíno e de um crescimento sustentável. Os norte-americanos, no entanto, pouparam pouco e historicamente têm

pouca aversão ao endividamento. Não havendo mudanças nas preferências intertemporais dos agentes, a maneira mais cômoda de manter este padrão com crescimento e satisfação da população é através de taxas de juros forçadamente baixas, o que levará a economia invariavelmente a voluptuosos ciclos de crescimento seguidos por dolorosos, mas necessários ajustes de contas.

É importante ressaltar, ainda, que este “acerto de contas” virá com a indesejada socialização das perdas bancárias. Os trilhões de dólares utilizados para socorrer bancos em apuros além da AIG e das paraestatais (agora estatais) Fannie Mae e Freddie Mac terão de ser cedo ou tarde compensados com cortes nos gastos públicos ou aumento na tributação de maneira geral.

As mesmas pessoas que deveriam ser beneficiadas pela promoção do sonho americano da casa própria através de facilidades creditícias forçadas por lei agora terão de arcar com o peso que uma dívida pública gigantesca causa na sociedade. Em seu artigo sobre os problemas causados pelas hipotecárias Fannie Mae Freddie Mac, Lew Rockwell (2008) fez o seguinte alerta ainda em meio ao pânico provocado pela falência do banco de investimentos Lehman Brothers e antes da estatização da Fannie e da Freddie:

Não importa qual seja a decisão, o fato é que não há mágica capaz de dar para todo cidadão americano, independentemente de seus meios financeiros ou de seu histórico de crédito, casas de 280 metros quadrados. Alguém, em algum lugar, vai ter de pagar por isso. E não importa qual seja o plano de resgate que o governo venha a remendar, esse alguém será você (contribuinte americano).

Sendo assim, o autor argumenta ainda que, apesar de considerável parte do processo de criação da bolha imobiliária ter sido causada pelas intervenções no mercado secundário feito por estas empresas “apadrinhadas pelo governo”, a solução encontrada pela administração Bush e seguida posteriormente pelo governo Obama é, alternativamente, de aumentar a proteção a estas empresas. Para os “austríacos”, este tipo de intervenção significa aumentar a dose do remédio que estava causando os problemas no paciente, neste caso, na economia de maneira geral.

6.3 EXUBERÂNCIA IRRACIONAL?

Após o estouro da bolha imobiliária em 2008, economistas situados mais à esquerda do pensamento econômico têm concentrado seus argumentos a respeito das causas da crise na ambição desmedida e num possível egoísmo por parte “do pessoal de *Wall Street*”. Embora muitos agentes tenham cometido excesso em apostas arriscadas, é preciso fazer um exercício de análise para identificar possíveis problemas morais neste comportamento. Outros críticos valem-se da expressão criada por Keynes (2012) “exuberância irracional” para explicar aquilo que seriam investimentos infundamentados.

Para Jim Bradley (2008), os agentes de *Wall Street* não eram irracionalmente exuberantes ao optarem pelos riscos. A explicação por estas decisões estava na própria concorrência e na crença de proteção em caso de risco sistêmico:

por que homens de negócios escolheriam fazer tal coisa (investimentos arriscados), dado que eles já viram e conhecem bem vários ciclos econômicos? Porque, mesmo que esses investidores saibam que o colapso e a recessão virão, não faz sentido recusar fundos enquanto seus concorrentes estão utilizando esses mesmos novos fundos para se expandir!

O autor argumenta ainda que não houve resistência da população ao aumento do risco nas operações realizadas pelo sistema financeiro por dois motivos: primeiro porque a população tinha pouco conhecimento do que estava por trás das atividades do setor e, por fim, e, principalmente, porque, durante a formação de uma bolha, a sensação de aumento de renda e riqueza é geral. Além disso, aqueles cidadãos de pior situação econômica também estavam conseguindo adquirir imóveis através de grandes facilidades concedidas nas operações de financiamento.

Dentro desta discussão, o pensamento de Raghuram Rajan, que inspira os pressupostos deste trabalho, aproxima-se muito daquilo que os economistas da Escola Austríaca - embora o autor não faça parte desta corrente de pensadores, argumentam quando se deparam com apontamentos heterodoxos sobre o comportamento dos agentes do sistema financeiro durante o crescimento da bolha no mercado imobiliário. Segundo o autor (2012, p. 217):

A ambição, ou mais prosaicamente, o egoísmo, é a força motriz de qualquer tipo de transação de livre concorrência. É uma constante, não podendo explicar booms e colapsos. O setor privado fez o que ele sempre faz: obter vantagem. Dinheiro estrangeiro e nacional que não faz perguntas, este último impulsionado em parte pelos preceitos do governo, pode ter dado o empurrão inicial para levar os empréstimos *subprime* a esses resultados desastrosos. Não se pretende com isso eximir o setor privado de culpa, mas simplesmente argumentar que existem enormes riscos ao se reunir investidores abastados, que não estão devidamente conscientes de preços e riscos, e um setor privado altamente motivado.

O autor argumenta ainda que houve grande fluxo de capital de curto prazo para os Estados Unidos em busca destas mesmas oportunidades às quais estavam “agarrados” os banqueiros norte-americanos. Sendo assim, não parece razoável supor que algum tipo de egoísmo ou despreocupação com os impactos destes investimentos em terceiros estivessem por trás das apostas arriscadas.

7 CONCLUSÃO

A crise financeira que provocou pânico nos mercados financeiros de todo o planeta ainda não foi superada por diversas economias avançadas. Embora se tenha evitado outra depressão como nos anos 1930 através de salvamentos e políticas econômicas agressivamente expansionistas, os países mais avançados, em especial, ainda encontram dificuldades para crescer satisfatoriamente e fazer cair altas taxas de desemprego.

Após uma queda na trajetória de crescimento na economia norte-americana com a crise provocada pela bolha da *internet* e o atentado terrorista em 2000 e 2001, respectivamente, o governo Bush conseguiu alcançar seu objetivo inicial de retomar o crescimento e baixar as taxas de desemprego nos anos que se seguiram. Pretendeu-se mostrar, no entanto, que estes resultados só foram atingidos graças a uma série de estímulos governamentais que, embora tenham se mostrado eficazes em curto prazo, a manutenção e intensificação destes trouxeram consigo as condições necessárias para a formação de outra bolha especulativa, mais abrangente e de maiores riscos sistêmicos.

Os argumentos dos economistas da escola austríaca apresentados neste trabalho explicaram que a recente crise financeira nada mais foi do que uma consequência das tentativas do governo dos Estados Unidos de estimular a economia ao primeiro sinal de recessão via expansão dos gastos e principalmente através de grandes facilidades monetárias.

Como coloca Raghuram Rajan, no entanto, “as linhas de falha” que estão por trás dos problemas econômicos e sociais enfrentados pelos Estados Unidos nos últimos anos são mais profundas, mas, sucessivamente, os governos do país insistiram numa solução populista e de baixo custo (ao menos em curto prazo): expansão de crédito e consumo.

Diante disso, o governo norte-americano valeu-se da criação de leis para obrigar empresas financeiras a estimular o crédito *subprime* e, principalmente, de empresas privadas que contavam com dinheiro de baixo custo do tesouro federal para estimular a geração e compra de hipotecas através de atuações no mercado secundário. Sobre este caso, especificamente, os “austríacos argumentam” que o problema estava justamente no “apadrinhamento” às empresas pelo governo, mas a

solução para o problema ao estouro da crise foi esta: “apadrinhar” completamente com a nacionalização das hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac.

Também se pretendeu mostrar ao longo do presente trabalho que a política monetária expansionista do Federal Reserve foi determinante para a formação da bolha imobiliária. Na tentativa de superar a pequena recessão provocada pela “bolha da internet” em 2000 e pelos atentados terroristas de 2001, o Fed deixou as taxas de juros extremamente baixas por um período longo demais. Seu presidente Alan Greenspan, vinculado ao pensamento monetarista de Milton Freedman e crente no poder dos mercados, foi, contraditoriamente, responsável por baixar os juros básicos da economia norte-americana a níveis até então recordes.

Para os economistas da escola austríaca, esta taxa de juros artificial e extremamente reduzida traz dois grandes problemas. Primeiro, cria-se nos agentes uma sensação falsa de excesso de poupança quando a mesma encontra-se escassa, o que faz com que os agentes optem racionalmente por investimentos de maior prazo. Segundo e conseqüentemente, o acesso a dinheiro com preço extremamente baixo cria grandes incentivos à especulação à medida que não se torna rentável ao poupador investimentos mais seguros.

Embora o trabalho tenha apresentada relativa limitação quanto à análise de política fiscal, busca-se argumentar que as maiores evidências de política econômica estimulante se deram de fato pelo lado monetário. Além disso, por utilizar-se das ferramentas de análise da escola austríaca de pensamento econômico a atuação da autoridade monetária na economia norte-americana torna-se ainda mais atraente para a presente pesquisa.

Esta monografia torna-se, ainda um ponto de partida para uma possível análise mais aprofundada do tema. Buscou-se aqui um referencial teórico que explicasse com coerência a ordem dos fatos que causaram a recente crise e isto pode ser uma base interessante para posterior análise através de modelos quantitativos.

REFERÊNCIAS

BLANCHARD, O. Macroeconomia. 4.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BRADLEY, J. Não culpem os emprestadores Subprime! Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=24> Acesso em: 03/11/2013

BRESSER-PEREIRA, L. C. Crise e recuperação da confiança. IN: FERRARI FILHO, F; DE PAULA, L. F. A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora da UNESP, 2012. p. 9-12.

CARDEN, A. Expansão do crédito e investimentos improdutivos. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=30> Acesso em: 30/06/2013

CARDIM DE CARVALHO, F. J. A crise econômica internacional em 2010: uma avaliação no meio do caminho. IN: FERRARI FILHO, F; DE PAULA, L. F. A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora da UNESP, 2012. p. 49-52.

CARDIM DE CARVALHO, F. J. Entendendo a recente crise financeira global. IN: FERRARI FILHO, F; DE PAULA, L. F. A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora da UNESP, 2012. p. 21-28.

CONSTANTINO, R. Economia do Indivíduo: o legado da Escola Austríaca. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2009.

DEOS, S. A contemporaneidade de Minsky. IN: FERRARI FILHO, F; DE PAULA, L. F. A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo, Editora da UNESP, 2012. p. 17-20.

DI LORENZO, T. As raízes da crise imobiliária. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=124> Acesso em: 04/07/2013

DOMHOFF, G. W. Wealth, income, and power. Disponível em: <http://www2.ucsc.edu/whorulesamerica/power/wealth.html> Acesso em: 20/10/2013

FERRARI FILHO, F. A crise das finanças desregulamentadas: o que fazer? IN: FERRARI FILHO, F; DE PAULA, L. F. A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora da UNESP, 2012. p. 103-106

GARRISON, R. W. Os triângulos hayekianos e a estrutura do capital. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=206> Acesso em: 03/11/2013

HAYEK, F. A. Desemprego e Política Monetária. 2.ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2011.

HERMANN, J. Da liberalização à crise financeira norte-americana: a morte anunciada chega ao paraíso. IN: FERRARI FILHO, F; DE PAULA, L. F. A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora da UNESP, 2012. p. 61-68.

KEYNES, J. M. Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

MAHONEY, D. A Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos: Uma Breve Explicação. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=141> Acesso em: 30/10/2013

MISES, L. von. A teoria austríaca dos ciclos econômicos. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=149> Acesso em: 12/11/2013

MISES, L. von. Intervencionismo, uma Análise Econômica. 2.ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.

MUELLER, A. O que está por trás da crise do mercado financeiro? Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=160> Acesso em: 03/07/2013

MURPHY, R. P. O governo não promove a estabilidade. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=173> Acesso em: 02/07/2013

PAUL, R. A crise imobiliária e a política monetária do Federal Reserve. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=23> Acesso em: 02/11/2013

PINDYCK, R. S; RUBINFELD, D. L. Microeconomia. 7.ed. São Paulo: Pearson, 2010.

RAJAN, R. Linhas de Falha: como rachaduras ocultas ainda ameaçam a economia mundial. EUA: Bei, 2012.

ROCKWELL, L. O governo destroça a economia - um estudo de caso. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=147> Acesso em: 28/10/2013

ROQUE, L. Como ocorreu a crise financeira americana. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1696> Acesso: 28/10/2013

ROUBINI, N; MIHM, S. A Economia das Crises. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010.

SCHUMPETER, J. A. A Teoria do Desenvolvimento Econômico. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

TRADING ECONOMICS. Economic indicators. Disponível em: <http://www.tradingeconomics.com/indicators> Acesso em: 05/11/2013

WESTLEY, C. Loucuras fiscais. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=22> Acesso em: 25/10/2013

WHITE HOUSE. Historical tables. Disponível em:
<http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals> Acesso em: 28/10/2013

