

---

## ***PREFÁCIO ESPECIAL À EDIÇÃO PORTUGUESA***

---

Durante os dois anos que passaram desde a anterior edição de Dinheiro, crédito bancário e ciclos económicos o processo de recessão continuou e foi desencadeado a partir da crise financeira de 2007. Este processo consistiu num inevitável reajuste e reestruturação micro-económica de uma estrutura produtiva real que, como consequência da expansão creditícia dos anos prévios da “bolha especulativa”, se tornou insustentável. Ainda que a política fiscal e monetária dos governos em diversas ocasiões tenha sido errada e contra produtora, o final do crescimento desmedido do défice das administrações públicas gerou nos mercados internacionais uma crise de dívida pública soberana de tal gravidade, que os governos, um a um, foram obrigados a tomar medidas mesmo que tímidas, na boa direcção, reduzindo a despesa pública e o intervencionismo e regulação da economia, e flexibilizando e liberalizando os mercados de factores de produção e, em especial, o mercado de trabalho.

Neste sentido é preciso ressaltar a situação dos países que, como Espanha, pela primeira vez na sua história teve que enfrentar uma profunda crise económica sem autonomia de política monetária, e por formar parte da União Monetária Europeia. Para estes países o euro, de forma similar ao papel que jogou no seu dia o padrão ouro, terminou com o nacionalismo monetário e com a possibilidade de reagir face às crises expandindo a massa monetária, excluindo ou desvalorizando a moeda e adiando indefinidamente as necessárias reformas estruturais de austeridade do sector público e a liberalização económica. Curiosamente, pela primeira vez, os nossos políticos não tiveram outra alternativa que não dizer finalmente a verdade sobre a gravidade da situação aos cidadãos, empreendendo reformas que até ao momento pareciam impensáveis que fossem politicamente possíveis. E, ainda que seja apenas por isso, devem estar especialmente agradecidos ao euro pelo menos os membros da União Europeia que até à data normalmente tinham seguido políticas económicas menos austeras e mais irresponsáveis.<sup>1</sup>

Neste contexto económico e político, a análise do conteúdo do presente livro sobre as causas da crise e as necessárias reformas do actual sistema bancário e financeiro para que as mesmas

---

1 Distinta, é sem dúvida, a percepção da Alemanha, cuja tradicional austeridade monetária corre perigo de desestabilizar-se como consequência do euro. Veja-se neste sentido a Philipp Bagus, *The Tragedy of the Euro*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2011.

não se reproduzam inevitavelmente no futuro, adquire a máxima actualidade e relevância. Boa prova disso e a modo de amostra, foi, por exemplo, a apresentação no Parlamento do Reino Unido por parte dos deputados “tories” de um projecto de lei tendente a culminar a lei bancária de Peel de 19 de Julho de 1844 (curiosamente todavia em vigor) exigindo também o coeficiente de caixa de 100% para os depósitos à vista e equivalentes, tudo isso em consonância com uma das três prescrições contidas no presente livro (sendo as outras a eliminação dos bancos centrais e o regresso ao padrão do ouro clássico), e cujo autor citaram expressamente na sua apresentação face à referida Câmara<sup>2</sup>. Em todo caso, o facto de se discutir a nível político este projecto de reforma tem, por si só, uma extraordinária importância e oferece esperanças de que talvez já nos estejamos a movimentar no bom sentido.

Outro motivo de esperança e de satisfação para o autor destas linhas, é o crescente número de traduções em línguas estrangeiras do presente livro que viram a luz num curto espaço de tempo que passou desde a última edição em 2009. Em especial, neste período, foram publicadas as traduções polaca, checa, romena, holandesa, francesa, alemã e italiana. Em resumo, e até à data da redacção deste prefácio, o livro foi traduzido em treze idiomas diferentes, tendo sido publicado em dez países diferentes<sup>3</sup>.

Em todo o caso, e com independência de que estes indícios no futuro se vejam confirmados e coroados com o êxito a nossa responsabilidade inalienável como universitários e teóricos da economia, consiste em centrar todos os nossos esforços na investigação e na procura da verdade científica, entregando às gerações futuras um corpo de conhecimentos, princípios que lhes permita impulsionar sem obstáculos e potenciar sem limites o avanço da humanidade e da civilização.

El Aprisco, Señorío de Sarría,

21 de Abril de 2011

Fiesta del Jueves Santo

Jesús Huerta de Soto

---

2 Trata-se do *Financial Services (Regulation of Deposits and Lending) Bill* apresentado no Parlamento Britânico a 15 de Setembro de 2010 pelos deputados tories por Clacton e Wycombe, Douglas Carswell e Steve Baker e cujo discurso de apresentação se encontra publicado num boletim de debates parlamentares *Hansard* na referida data (volume 515, nº 46, pp. 904-905).

3 Desejo expressar o meu especial agradecimento aos tradutores e editoras das seguintes edições: polaca (tradução de Grzegorz Luczkiewicz publicada em Varsóvia pelo Instytut Ludwiga von Misesa em 2009); checa eslovaca (tradução de M. Fronék, A. Túma, D. Vorechovsky, J. Havel e M. Janda, publicada em Praga por ASPI Wolters Kluwer em 2009); romena (tradução da Diana Costea e Tudor Smira, publicada em Iasi pela editorial da Universidade “Alexandru Ion Cuza” em 2010); holandesa e flamenga (tradução de Tuur Demeester e Koen Swinkels, publicada em Lovaina e La Haya por ACCO em 2011); francesa (tradução da professora Rosine Létinier, publicada em Paris por L’Harmattan em 2011); Alemanha (tradução do professor Philipp Bagus, publicada por Lucius & Lucius em 2011); e italiana (tradução de Giacarlo Ianulardo, publicada por Rubbettino em 2011). Por último, já se finalizaram as traduções em chinês, português, japonês e árabe, que serão publicadas, se Deus quiser, muito em breve.

---

## *PREFÁCIO DA QUARTA EDIÇÃO*

---

É com enorme prazer que apresento aos leitores de fala espanhola a quarta edição de *Dinheiro, crédito bancário e ciclos económicos*, especialmente necessária nos actuais momentos em que se estão a desencadear com toda a virulência a grave crise financeira mundial que temos vindo a anunciar desde que há dez anos se publicou a primeira edição deste livro.

A política de expansão artificial do crédito consentido e orquestrado pelos bancos centrais durante os últimos quinze anos não podia terminar de outra forma. O ciclo expansivo que agora viu o fim foi reforçado a partir da economia norte-americana saiu da sua última recessão (fugaz e reprimida) em 2001 e a Reserva Federal retomou a grande expansão artificial creditícia e o investimento iniciado a partir de 1992. Esta expansão creditícia não se viu suportada por um aumento paralelo de poupança voluntária das economias domésticas. Durante vários anos a massa monetária em forma de notas e depósitos cresceu a um ritmo médio superior a 10% ao ano (o que equivaleria a duplicar em cada período de 7 anos o volume total de dinheiro que circula no mundo). Esta grave inflação fiduciária dos meios de pagamento colocou no mercado através do sistema bancário em forma de créditos da nova criação concedidos a tipos de juros muito reduzidos (inclusivamente reduzidos em termos reais), o que impulsionou uma bolha especulativa sob a forma de uma importante subida dos preços dos bens capitais, activos imobiliários e títulos representativos dos mesmos que se intercambiam na bolsa de valores, cujos índices cresceram de forma espectacular.

Curiosamente, e da mesma forma que ocorreram nos anos “felizes” anteriores à Grande Depressão de 1929, o “shock” de crescimento monetário não teve impacto significativo nos preços do subconjunto de bens e serviços de consumo (aproximadamente apenas um terço do total de bens). E na última década, à semelhança dos últimos vinte anos do século passado, experimentou-se um notável aumento da produtividade, resultado da introdução massiva de novas tecnologias e de importantes inovações empresariais que, na ausência da injeção monetária e creditícia, haveriam produzido uma saudável e contínua redução no preço unitário dos bens e serviços de consumo. Além disso a plena incorporação no mercado globalizado das economias da China e da Índia impulsionaram ainda mais a produtividade real de bens e serviços de consumo. Que não se tenha deflação saudável de preços nos bens

de consumo, numa etapa de tão grande crescimento da produtividade como a dos últimos anos, é a principal prova de que o processo económico se viu muito perturbado pelo “shock” monetário, fenómeno este que analisamos em detalhe no epígrafe 9 do capítulo VI.

Tal como explicamos neste livro, a expansão creditícia artificial e a inflação dos meios de pagamento (fiduciária) não constituem um atalho que torne possível o desenvolvimento económico estável e sustentável, sem necessidade de incorrer no sacrifício e na disciplina que supõem toda a taxa elevada de poupança voluntária (que, pelo contrário, sobretudo nos Estados Unidos, durante os últimos anos não apenas não cresceu como inclusivamente em algumas ocasiões experimentou taxas negativas). As expansões artificiais de crédito e de dinheiro são sempre, quanto muito, “pão para hoje e fome para amanhã”. Com efeito, hoje não existe dúvida alguma sobre o carácter recessivo que, a longo prazo, tem sempre um “schok” monetário: o crédito da nova criação (não poupado previamente pelos cidadãos) coloca de entrada à disposição dos empresários uma capacidade de aquisição que estes gastam em projectos de investimento desproporcionadamente ambiciosos (durante os últimos anos especialmente no sector da construção e das promoções imobiliárias), quer dizer, como se a poupança dos cidadãos tivesse aumentado, quando de facto tal coisa não sucedeu. Produz-se assim uma descoordenação generalizada no sistema económico: a bolha financeira (“exuberância irracional”) afecta negativamente a economia real e, mais cedo ou mais tarde, o processo reverte-se em forma de uma recessão económica na qual se inicia o doloroso reajuste que sempre exige a readaptação de toda a estrutura produtiva real que se viu distorcida pela inflação. Os detonantes concretos que anunciam o passo com a euforia própria de uma “bebedeira” monetária à “ressaca” recessiva são múltiplos e podem variar de um ciclo para o outro. Nas actuais circunstâncias actuaram como detonadores mais visíveis a elevação do preço das matérias-primas e especialmente do petróleo, a crise das denominadas hipotecas “subprime” nos Estados Unidos e finalmente a crise de importantes instituições bancárias ao descobrir-se no mercado que o valor dos seus activos (empréstimos bancários concedidos) era inferior ao dos seus passivos.

Nas actuais circunstâncias são muitas as vozes interessadas que reclamam ainda mais reduções nos tipos de juros e novas injeções monetárias que permitam a quem quer culminar sem perdas os seus investimentos. No entanto, esta fuga face ao futuro apenas fará atrasar temporariamente os problemas mais graves. Com efeito, a crise chegou porque os benefícios das empresas de bens de capital (especialmente nos sectores da construção e promoções imobiliárias) desapareceram como resultado dos erros empresariais induzidos pelo crédito barato, e porque os preços dos bens de consumo começaram a comportar-se relativamente menos mal que os de bens de capital. A partir deste momento inicia-se um doloroso e inevitável ajuste que, aos problemas da queda de produção e o aumento do desemprego, se está a acrescentar ainda um crescimento nos preços dos bens de consumo (recessão inflacionária ou “estanflação”).

A análise económica mais rigorosa e a interpretação mais fria e ponderada dos últimos acontecimentos económicos e financeiros reforçam a conclusão de que, tal como aconteceu com as fracassadas tentativas de planificar de cima a extinta economia soviética, é impossível que os Bancos Centrais (verdadeiros órgãos de planificação central financeira) sejam capazes de acertar na política monetária mais conveniente para cada momento. Ou dito de outra forma, o teorema da impossibilidade económica do socialismo, descoberto pelos economistas austríacos Ludwig von Mises e Friedrich A. Hayek, segundo o qual é impossível organizar economicamente a sociedade com base em mandatos coactivos emanados de um órgão de planificação, dado que este nunca pode chegar a fazer-se com a informação que necessita para dar um conteúdo coordenador aos seus mandatos, é plenamente aplicável aos Bancos Centrais em geral, e à Reserva Federal e a seu momento a Alan Greenspan e hoje a Bem Bernanke em particular: nada há mais perigoso do que cair na “fatal arrogância” - uma feliz expressão de Hayek - que acredita ser onisciente ou pelo menos tão sábio e poderoso como para ser capaz de ajustar em cada momento a política monetária mais conveniente (fine tuning). De maneira que o mais provável é que a Reserva Federal e, em menor medida, o Banco Central Europeu, mais do que suavizar os movimentos mais agudos do ciclo económico, tenham sido os principais artífices responsáveis pela sua origem e agravamento. A disjuntiva para Bem Bernanke e o seu conselho na Reserva Federal e para o resto dos Bancos Centrais (encabeçados pelo europeu) não é, portanto, nada cómoda. Durante vários anos foi negligenciada a sua responsabilidade monetária e agora encontram-se num beco sem saída: ou deixam que o processo recessivo se inicie já com o saudável e doloroso reajuste; ou fogem para a frente “dando ao embriagado, que já sente com toda a virulência a ressaca, mais álcool”, com a qual as probabilidades de cair num futuro não muito afastado numa ainda mais grave recessão inflacionária aumentariam exponencialmente (este foi precisamente o erro que se cometeu o crash da bolsa de 1987, que nos levou à inflação dos finais dos anos oitenta e terminou na grave recessão de 1990-1992. Além disso, reiniciar nestas alturas uma política de crédito barato não pode senão dificultar a necessária liquidação dos investimentos rentáveis e a necessária liquidação dos investimentos não rentáveis e a reconversão das empresas, podendo inclusivamente chegar a fazer com que a recessão se prolongue indefinidamente, como aconteceu com a economia japonesa nos últimos anos, que após experimentar todas as intervenções possíveis, deixou de responder a qualquer estímulo da expansão de crédito monetário ou do tipo keynesiano. Neste contexto de “esquizofrenia financeira” temos que interpretar as últimas “bengalas de cegos” dadas pelas autoridades monetárias (responsáveis por dois objectivos intimamente contraditórios: por um lado controlar a inflação, e por outro lado injectar toda a liquidez necessária para evitar o desmoronamento do sistema financeiro). E assim a Reserva Federal um dia salva a Bear Stearns (e depois a AIG, Fannie Mae e Freddie Mac ou Citigroup) para de seguida deixar cair a Lehman Brothers, sob o

pretexto mais que justificado de “dar uma lição” e de não alimentar o moral hazard ou “risco moral”. Depois, e face o cariz que tomavam os acontecimentos, aprova-se um plano de 700 mil milhões de dólares para comprar eufemisticamente denominados activos “tóxicos” ou “ilíquidos” (quer dizer, sem valor) da banca que, se se financia com impostos (e não aumentando mais a inflação) haveria que supor uma grande carga impositiva para as economias domésticas, precisamente no momento em que estas menos o podem permitir. Por último, e perante as dúvidas para que o referido plano possa surtir algum efeito, opta-se por injectar dinheiro público directamente nos bancos, e inclusivamente por “garantir” a totalidade dos seus depósitos reduzindo quase a zero os vários tipos de juros.

A situação comparativa das economias da União Europeia é menos má que a norte-americana (deixando agora de lado o efeito expansivo da deliberada política de depreciação do dólar e a maior rigidez europeia especialmente no mercado laboral, que tendem a tornar mais duras e penosas as rescisões no nosso Continente). A política expansiva do Banco Central Europeu, ainda que não isenta de graves erros, foi algo menos irresponsável que a Reserva Federal. Além disso, o cumprimento dos critérios de convergência supôs em seu dia um notável e saudável saneamento das principais economias europeias. Apenas os países periféricos como a Irlanda e, sobretudo, Espanha, se viram imersos desde que iniciaram o seu processo de convergência numa importante expansão creditícia. O caso do nosso país, Espanha, é paradigmático. A nossa economia experimentou um “boom” económico que, em parte, se deveu a causas reais (reformas estruturais de liberalização empreendidas a partir dos Governos de José María Aznar em 1996); mas, por outro lado nada insignificantes, viu-se alimentado por uma expansão artificial do dinheiro e do crédito, que cresceram a uma taxa que quase triplicou a evolução dessas mesmas magnitudes em França ou Alemanha. Os nossos agentes económicos em grande medida interpretaram a baixa dos juros, como parte do processo de convergência, em termos de relaxamento monetário que têm sido tradicionais no nosso país: a maior disponibilidade de dinheiro fácil e petições massivas de créditos aos bancos espanhóis (sobretudo para financiar a especulação imobiliária), que estes satisfizeram criando-o a partir do nada e perante o olhar impávido do Banco Central Europeu. Este último, face à subida de preços, e fiel ao seu mandato, enquanto pôde tentou manter as taxas de juro apesar das dificuldades dos membros da União Monetária que, como Espanha, agora descobrem que grande parte do investido em imóveis foi um erro e se vêem agora condenados a uma dura e penosa reestruturação da sua economia real.

Nestas circunstâncias, a política mais adequada seria a de liberalizar a economia a todos os níveis (e em especial no mercado laboral) para permitir que os factores produtivos (e em especial o factor trabalho) se reassignem rapidamente face aos sectores rentáveis. É igualmente imprescindível a redução da despesa pública e dos impostos para aumentar a receita disponível dos agentes económicos fortemente endividados que necessitam pagar os seus

empréstimos o quanto antes. Os agentes económicos em geral e as empresas em particular só serão saneadas com a redução de custos (especialmente laborais) e devolvendo os seus empréstimos. E para isso é imprescindível um mercado laboral muito flexível e um sector público muito mais austero. Dele dependerá que o mercado descubra o quanto antes quais são os verdadeiros valores reais dos bens de investimento produzidos por erro, estabelecendo-se assim as bases para uma recuperação económica saudável e sustentável no futuro que, para o bem de todos, esperamos que não tarde em chegar.

Não se deve esquecer que no passado período de expansão artificial se caracterizou, entre outros aspectos, por uma paulatina corrupção, tanto na América como na Europa, dos princípios tradicionais da Contabilidade, tal como a mesma vem sido aplicada desde há séculos em todo o mundo. Concretamente, a aprovação das chamadas Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) e a sua transposição em forma de lei nos diferentes países (em Espanha e através do novo Plano Geral de Contabilidade que entrou em vigor no passado dia 1 de Janeiro de 2008) supôs o abandono do tradicional princípio de prudência que se viu substituído pelo princípio do valor de mercado ou razoável (fair value) no momento de valorizar os activos do balanço e especialmente aqueles de carácter financeiro. Neste abandono do princípio tradicional de prudência exerceram uma grande pressão tanto a sociedade da bolsa de valores, como o actual hoje já em fase de extinção bancos de investimento e, em geral, todas as partes interessadas em “exagerar” os valores dos balanços com a finalidade de aproximá-los aos valores de bolsa supostamente mais “objectivos” e que no passado não deixavam de aumentar num processo económico de euforia financeira. Com efeito, o referido processo caracterizou-se durante os anos da “bolha especulativa” pela retro-alimentação existente entre os valores de bolsa crescentes e o seu reflexo contabilístico imediato, o qual se pretendia utilizar, para por sua vez, justificar anteriores crescimentos artificiais nos preços dos activos financeiros que se cotizavam na bolsa de valores.

Nesta alocada carreira por abandonar os princípios tradicionais da contabilizada e substituí-los por outro mais “de acordo com os novos tempos” fez-se a moeda comum a valorização das empresas em função de hipóteses pouco ortodoxas e critérios puramente subjectivos que nas novas normas substituem o único critério verdadeiramente objectivo (o da transacção histórica). Agora o desmoronamento dos mercados financeiros e a perda generalizada de confiança nos bancos e na sua contabilidade por parte dos agentes económicos deixaram a descoberto o grave erro cometido ao deixar-se arrastar pelas NIC e o seu abandono dos princípios contabilísticos tradicionais baseados na prudência, caindo nos vícios da contabilidade criativa a valores “razoáveis” de mercado (fair value).

Neste contexto há que entender as recentes medidas tomadas tanto nos Estados Unidos como na União Europeia para “suavizar” (quer dizer, reverter parcialmente) a aplicação do valor razoável na contabilidade das entidades financeiras. Medida em boa direcção mas in-

completa e tomada por razões equivocadas. Com efeito, as entidades financeiras “apenas se recordam de Sta Bárbara quando há trovoadas”, quer dizer, quando o desmoronamento dos activos “tóxicos” ou “ilíquidos” colocou em perigo a sua solvência. Mas estavam encantadas com as novas NIC nos anos anteriores de “exuberância irracional” em que os crescentes e disparatados valores bolsistas e financeiros lhes permitiu ver nos seus balanços benefícios e patrimónios próprios elevadíssimos, que por sua vez os animaram a assumir riscos (ou melhor, incertezas) praticamente sem controlo. Torna-se pois evidente como as NIC actuam de forma pró-cíclica, aumentando a volatilidade e influenciando erradamente a gestão empresarial: em épocas calmas geram um falso “efeito de riqueza” que induz a assumir riscos desproporcionados; quando da noite para o dia se vêem os erros cometidos, a perda de valor dos activos descapitaliza de imediato as empresas que se vêem obrigadas a vender activos e a tentar recapitalizar-se no pior momento, quer dizer, quando os activos valem menos e se secam os mercados financeiros. Obviamente, os princípios contabilísticos que com as NIC se mostraram tão perturbadores devem abandonar-se o quanto antes, revertendo todas as reformas contabilísticas recém promulgadas e em concreto a espanhola que entrou em vigor no passado dia 1 de Janeiro de 2008. E isso não apenas pelo beco sem saída que supõem as mesmas em época de crise financeira e recessão económica, mas também e sobretudo, porque é vital que em épocas de bonança não se abandone o princípio de prudência valorativa que informou todos os sistemas de contabilidade desde Luca Pacioli ao início do século XV até que o falso ídolo das NIC adquiriu carta de natureza carta de natureza.

Em resumo, o erro mais grave da recém estreada reforma contabilística em todo o mundo consiste em não fazer caso dos séculos de experiência contabilística e gestão empresarial ao substituir o princípio de prudência, como princípio de máximo de classes hierárquicas entre todos os princípios tradicionais da contabilidade, pelo princípio do denominado “valor razoável”, que não é outro que a introdução do valor volátil de mercado, pelo princípio do denominado “valor razoável”, que não é outro que a introdução do volátil do valor de mercado para toda uma série de activos especialmente de índole financeira. Esta mudança copernicano é enormemente nociva e ameaça os alicerces da economia de mercado pelas seguintes razões. Em primeiro lugar, desprezar o tradicional princípio de prudência e obrigar a contabilizar os valores de mercado, dá lugar a que, segundo as circunstâncias do ciclo económico, se influenciem os valores de balanço com umas mais-valias que não se realizaram e que, em muitas circunstâncias, pode ser que não cheguem a realizar-se nunca. O artificial “efeito de riqueza” que pode gerar, especialmente nas etapas de auge de cada ciclo económico, induz à distribuição de benefícios fictícios ou meramente conjunturais, a assunção de riscos desproporcionados e, em suma, a comissão de erros empresariais sistemáticos e ao consumo do capital da sociedade, em detrimento da sua sã estrutura produtiva e da sua capacidade de crescimento a longo prazo. Em segundo lugar, há que insistir em que o objectivo da conta-

bilidade não é recolher os supostos valores “reais” (em todo o caso subjectivos e que apenas determinam objectivamente e variam cada dia nos respectivos mercados) com o pretexto de alcançar uma má entendida “transparência contabilística”, mas sim o tornar possível a gestão prudente de cada empresa e evitar o consumo de capital<sup>1</sup>, mediante a aplicação de critérios restritos de conservadorismo contabilístico (baseados no princípio da prudência, e na contabilização do custo histórico do valor de mercado, o que for menor) que garantem em todo o momento que o benefício repartido provém de um remanescente seguro cuja distribuição de forma alguma coloque em perigo a viabilidade e a capitalização futura da empresa. Em terceiro lugar, há que ter em conta que no mercado não existem preços equilibrados que possam ser determinados de forma objectiva por um terceiro. Pelo contrário, os valores de mercado são resultado de apreciações subjectivas e estão submetidos a grandes oscilações, pelo que a sua aplicação com efeitos contabilísticos elimina grande parte da transparência, segurança e informação que antigamente os balanços continham. Agora estes em grande medida tornaram-se incompreensíveis e inúteis para os agentes económicos. Além disso, a volatilidade própria dos valores de mercado, sobretudo ao longo do ciclo económico, faz com que a contabilidade que se baseie nos “novos princípios” perca grande parte da sua virtualidade como guia de acção para os gestores da empresa, induzindo nos mesmos de forma sistemática importantes erros de gestão que estiveram a ponto de gerar a crise financeira mais grave que assolou o mundo desde 1929.

No capítulo IX deste livro (páginas 619-633) desenha-se um processo de transição face à única ordem financeira mundial que, sendo plenamente compatível com o sistema livre da empresa, é capaz de eliminar a crise financeira e as recessões económicas que têm vindo a afectar ciclicamente as economias do mundo. Esta reforma financeira internacional proposta no nosso livro adquire a máxima actualidade no presente momento (Novembro de 2008) em que os desconcertados governos da Europa e da América organizaram uma Conferência mundial para reformar o sistema monetário internacional com o objectivo de evitar que no futuro se repitam crises financeiras e bancárias tão graves como a que actualmente sacode todo o mundo ocidental. Pelas razões que se explicam detalhadamente ao longo dos nove capítulos deste livro, toda a reforma futura fracassará, tão lamentavelmente como fracassaram as reformas passadas, se não vai orientada para solucionar a raiz dos actuais problemas baseando-se nos seguintes princípios: 1º restabelecimento de um coeficiente de caixa de 100% para todos os depósitos bancários à ordem e equivalentes; 2º eliminação dos bancos centrais como prestadores de última instância (desnecessários se se aplica o princípio anterior e prejudiciais se continuam a actuar como órgãos de planificação central financeira); e 3º a privatização do actual dinheiro monopolista e

1 Veja-se especialmente a F.A. Hayek, “*The Maintenance of Capital*” (Economica, II Agosto 1934), reeditado em *Profits, Interest and Investment and other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, Augustus M. Kelley, Nueva Jersey 1979 (1ª edição de George Routledge & Sons, Londres 1939), especialmente a epígrafe 9 “Capital accounting and monetary policy”, pp. 1301-132.

estatal do tipo fiduciário e a sua substituição por padrão de ouro clássico. Esta reforma, radical e definitiva, viria como já dissemos a supor na culminação do muro de Berlim e no socialismo real que teve lugar em 1989, ao aplicar-se os mesmos princípios baseados na liberalização e na propriedade privada ao único âmbito, o financeiro e bancário, que até agora permaneceu ancorado na planificação (dos bancos precisamente por isso chamados “centrais”), o intervencionismo extremo (fixação de tipos de juros, emaranhado de regulamentos administrativos) e o monopólio estatal (leis de curso forçado obrigam a aceitar o actual dinheiro fiduciário emitido pelo estado), com conseqüências tão negativas como as por todos conhecidas.

Deve-se ressaltar além disso que o processo de transição desenhado no último capítulo deste livro, poderia também tornar possível a entrada no “salvamento” (bailing out) do actual sistema bancário evitando o seu rápido desmoronamento e com a iniludível e súbita contracção monetária que haveria de produzir-se sim, numa envolvente de quebra generalizada da confiança dos depositantes, desaparece um volume significativo de depósitos bancários. Este objectivo a curto prazo, que nos dias de hoje os governos ocidentais tentam desesperadamente alcançar com os mais variados planos (compras massivas dos activos bancários “tóxicos”, garantia *ad hominen* de todos os depósitos, ou simplesmente a nacionalização parcial ou total do sistema bancário privado), poderia alcançar-se de maneira mais efectiva, rápida e inócua para a economia de mercado se se aplicara de imediato o primeiro passo da reforma que propomos neste livro (pp. 628-630): a consolidação da totalidade dos actuais depósitos (à vista e equivalentes) dos bancos pelo seu equivalente em dinheiro, que seria entregue a estes para que a partir desse momento mantivessem um coeficiente de caixa de 100% em relação aos mesmos. Como se explica no gráfico IX-2 do referido capítulo no qual se descreve como ficaria o balanço agregado do sistema bancário a partir da consolidação, esta não seria de forma alguma inflacionista (pois o dinheiro de nova criação ficaria como dissemos “esterilizado” para responder como colateral a qualquer retirada súbita de depósitos) e além disso libertaria todos os activos da banca (“tóxicos” ou ão) que actualmente brilham como colaterais dos depósitos à ordem (e equivalentes) nos balanços dos bancos privados. No capítulo 9 propõem-se, sob o pressuposto de que a transição para o novo sistema financeiro se efectue em circunstâncias “normais” não em perigo por uma crise financeira tão grave como a actual, que os activos “liberados” passassem a formar parte de uns fundos de investimento criados *ad hoc* e geridos pela banca para resgatar as suas participações pelos títulos vivos da dívida pública e do resto das obrigações implícitas derivadas do sistema público de segurança social (pp.631-633). No entanto, no actual momento de grave crise financeira e económica, abre-se a alternativa não apenas de cancelar os referidos fundos de activos “tóxicos”, mas também de dedicar uma parte do resto, se assim se desejar, a permitir que os aforristas (não os depositantes pois estes já teriam consolidados os seus depósitos a 100%) pudessem recuperar grande parte do valor perdido nos seus investimentos (especialmente através dos ses empréstimos aos bancos comerciais, bancos

de investimento e sociedades de carteira). Com esta medida seria restabelecida de imediato a confiança, ficando além disso um importante remanescente para fazer face ao objectivo inicial de resgatar, de uma só vez e sem custos, grande parte do volume da dívida pública emitida pelos governos. Em todo o caso, é necessário efectuar uma importante advertência: com é natural, e não nos cansamos de repetir, a solução proposta só é válida no contexto de uma decisão irrevocável face ao restabelecimento de um sistema de banca livre submetida ao coeficiente de caixa de 100% para os depósitos à ordem. Pois qualquer reforma das mencionadas que se efectue sem o pleno convencimento e decisão prévia de modificar o sistema financeiro e bancário internacional na forma indicada seria simplesmente desastrosa: um sistema de banca privada que continuará a actuar como reserva fraccionada (orquestrada pelos bancos centrais correspondentes) geraria, de forma multiplicadora e a partir do dinheiro criado para assegurar os depósitos, uma expansão inflacionária como jamais se viu na história que acabaria por afectar todo o nosso sistema económico.

As considerações anteriores são da máxima importância e revelam a grande actualidade que adquiriu o presente Tratado devido à crítica situação em que se encontra o sistema financeiro internacional (ainda que, indiscutivelmente, houvesse preferido prolongar esta quarta edição em circunstâncias económicas bem distintas). Agora sim, é trágico que se tenha chegado à situação actual, mais trágica é ainda a falta de compreensão sobre as causas dos fenómenos que nos assolam e, sobretudo, a confusão reinante entre os “experts”, analistas e a maioria dos teóricos em economia. É neste âmbito que eu mantenho a esperança que as sucessivas edições deste livro que se está a publicar em todo o mundo<sup>2</sup> possa contribuir para a formação teórica dos leitores, fortalecer intelectualmente as novas gerações e, eventualmente, o tão necessário redesenho institucional de todo o sistema monetário e financeiro das actuais economias de mercado. Se isso for assim, não só darei por bem empregue o esforço realizado assim como considerarei uma enorme honra puder ter contribuído, nem que seja minimamente, para avançar no bom caminho.

Madrid, 13 de noviembre de 2008

Festividad de San Diego de Alcalá

Jesús Huerta de Soto

---

2 No período que passou desde a anterior edição, já se esgotou a primeira edição inglesa de quase 4.000 exemplares publicada nos Estados Unidos em 2006, tendo-se impresso uma segunda edição em 2009. Além disso, publicou-se uma tradução em russo com o título *Dengi, bankovskiy kredit i ekonomicheskie tsikly* (Edit. Sotsium, Moscú 2008), graças a Tatjana Danilova e Gregory Sapov, da qual se tiraram inicialmente 3.000 exemplares e que teve a satisfação de apresentar no passado dia 30 de Outubro de 2008 na Alta Escola de Economia da Universidade Estatal de Moscovo. Igualmente a professora Rosine Létinier terminou a tradução francesa que actualmente se encontra pendente de publicação. Também se terminou a tradução polaca feita por Grzegorz Luczkiewicz, encontrando-se em fase avançada as traduções em alemão, checo, italiano, romeno, holandês, chinês, japonês e árabe que, se Deus assim o permitir, espero que sejam publicados num futuro muito próximo.

---

## *PREFÁCIO DA TERCEIRA EDIÇÃO*

---

Ainda que nesta terceira edição de Dinheiro, crédito bancário e ciclos económicos se tenha procurado manter ao máximo o conteúdo, estrutura e paginação das duas edições anteriores, não foi possível em todos os casos, pois aproveitou-se esta nova edição para introduzir algumas argumentações e particularizações adicionais, tanto no texto principal como em algumas notas no pé de página. Igualmente, se actualizou a bibliografia, incorporando as novas edições e traduções ao espanhol que viram luz nos quatro anos que passaram desde a edição anterior, foram também incluídos alguns livros novos e artigos, não muito numerosos, mas que incidem especialmente sobre o conteúdo dos temas tratados neste livro.<sup>1</sup> Finalmente, à minha editora da versão inglesa de Dinheiro, crédito bancário e ciclos económicos,<sup>2</sup> Judith Thommesen, que com grande paciência e detalhe comprovou nas suas fontes originais centenas de citações em inglês e outros idiomas, tendo detectado um número significativo de pequenas erratas que já foram corrigidas, contribuindo assim desta forma para tornar mais perfeita esta terceira edição. Por tudo isto, manifesto aqui o meu profundo agradecimento, assim como ao Dr. Gabriel Calzada, professor associado da Universidade Rey Juan Carlos, pela sua colaboração na revisão e correcção de algumas referências bibliográficas.

As circunstâncias da conjectura económica desde a última edição têm vindo a ser marcadas pela grande inflação fiduciária e pelo aumento do défice público necessário para financiar a guerra no Iraque e fazer frente às crescentes despesas que gera o “estado do bem-estar” - afectado por graves e insolucionáveis problemas- na sua grande maioria nos países ocidentais. A oferta monetária e o tipo de juros têm continuado a ser manipulados até alcançar um mínimo histórico de 1% por parte da Reserva Federal Norte Americana, impedindo-se assim que se pudesse culminar devidamente à necessária reestruturação dos erros dos investimentos efectuados antes da recessão do ano de 2001. Tudo isto gerou uma nova bolha especulativa nos mercados imobiliários, assim como um crescimento espectacular no preço dos produtos energéticos e matérias primas que são procuradas a nível mundial quase sem limite, por parte dos novos projectos de investimentos levados a cabo especialmente pela bacia asiática e, em concreto, pela China. Parece pois, que nos aproximamos da fase típica de inflexão do ciclo que precede toda a recessão económica, e que se viu ainda mais confirmada

com a recentíssima rotação de 180 graus da política monetária da Reserva Federal, que aumentou em poucos meses os diferentes tipos de juro em 4%.

Esperamos que esta nova edição sirva para que os seus leitores e estudiosos possam compreender melhor os fenómenos económicos do mundo que os rodeia, assim como para que os especialistas e responsáveis da actual política económica cheguem à conclusão de que é imprescindível abandonar o quanto antes a engenharia social no âmbito monetário e financeiro. Se assim for, consideraremos amplamente cumpridos os nossos principais objectivos.

Formentor, 28 de agosto de 2005

Jesús Huerta de Soto

---

## *PREFÁCIO DA SEGUNDA EDIÇÃO*

---

Esgotada rapidamente a primeira edição deste livro satisfaz-me apresentar aos leitores de fala hispana a segunda edição de Dinheiro, Crédito Bancário e Ciclos Económicos. Para evitar confusões e facilitar o trabalho dos estudiosos e investigadores, nesta nova edição mantem-se o conteúdo, estrutura e paginação da primeira, se bem que se tenha aproveitado para rever na integra e proceder a correcções todas as erratas que foram detectadas.

A evolução dos acontecimentos económicos do mundo durante o período de 1999-2001, caracterizada por uma década de grande expansão creditícia e bolha financeira pela queda das cotizações da bolsa e pelo surgimento da recessão que simultaneamente afecta os Estados Unidos, Europa e Japão, ilustra a análise apresentada neste livro de maneira ainda mais clara e conclusiva que quando o mesmo foi publicado pela primeira vez em finais de 1998. Ainda quando os governos e bancos centrais reagiram ao ataque terrorista no World Trade Center de Nova Iorque, manipulando e reduzindo os tipos de juros a níveis historicamente baixos (1,75% nos Estados Unidos , 0,15% no Japão e 3% na Europa) a massiva expansão fiduciária injectada no sistema não só tornará mais ampla e difícil a necessária reconversão da estrutura produtiva real mas ainda corre o risco de gerar uma perigosa recessão inflacionária. Nestas preocupantes circunstâncias económicas, que se têm vindo a repetir de forma recorrente desde do surgimento do actual sistema bancário, o nosso maior desejo é que a análise que este livro contém ajude o leitor a compreender e a interpretar os fenómenos que o rodeiam, e possa influir positivamente tanto a opinião pública como a dos meus colegas universitários e dos responsáveis da política económica nos governos e banco centrais.

Desde a publicação da primeira edição deste livro que recebi vários comentários favoráveis que pela importância dos seus autores muito agradeço. O comum denominador a todas eles têm sido o instar a tradução deste livro em língua inglesa, trabalho que no momento de escrever estas linhas já está concluído. Espero que brevemente se publique a primeira versão inglesa deste livro nos Estados Unidos que, desta forma, poderá aceder a praticamente aos círculos académicos e políticos mais importantes.

Finalmente, durante os passados três cursos académicos, o presente manual têm sido utilizado com êxito como livro de texto durante o semestre dedicado à teoria monetária,

bancária e dos ciclos económicos na Faculdade de Direito da Universidad Compluense e depois na Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Rey Juan Carlos, ambas em Madrid.

Desta experiência docente, que se baseia numa abordagem da teoria económica institucional e claramente multidisciplinar, acreditamos que se pode extrapolar facilmente e com grande proveito a quaisquer outros cursos relacionados com a teoria bancária (política económica, macroeconomia, teoria monetária e do sistema financeiro, etc.) e foi possível graças ao interesse e entusiasmo que centenas dos meus alunos têm vindo a manifestar ao estudar e discutir os ensinamentos contidos no presente volume. A todos eles, principais destinatários desta obra à que vêm prestando o seu esforço e dedicação, quero expressar-lhes o meu agradecimento e desejar-lhes que continuem a cultivar o seu espírito crítico e curiosidade intelectual ao mesmo tempo que culminam etapas cada vez mais elevadas e enriquecedoras no seu processo de formação humanística e universitária.

Madrid, 6 de diciembre de 2001

Jesús Huerta de Soto