



## Introdução

1. Lenha seca: As raízes da crise
2. As primeiras chamas: Agosto de 2007 a março de 2008
3. O fogo se espalha: Março de 2008 a setembro de 2008
4. O inferno: Setembro de 2008 a outubro de 2008
5. Combatendo o fogo: Outubro de 2008 a maio de 2009

## Conclusão

## Agradecimentos

A crise financeira em gráficos:  
Estratégia e resultados nos Estados Unidos

Autores

Créditos

*Dedicamos este livro aos muitos servidores públicos — de ambos os partidos, e tanto do Legislativo quanto do Executivo — que trabalharam de perto conosco na luta contra a crise financeira global. Cabem agradecimentos especiais aos presidentes George W. Bush e Barack Obama por sua liderança e aos funcionários do Federal Reserve, do Tesouro, da FDIC e de outras agências por sua criatividade e pelo trabalho árduo a serviço de nosso país.*

## Introdução

Infernos financeiros épicos não acontecem com frequência. Normalmente, a turbulência nos mercados financeiros se extingue por si mesma. Os mercados se ajustam, empresas vão à falência e a vida continua. Às vezes, os incêndios financeiros são tão sérios que os formuladores de políticas precisam ajudar a apagá-los. Eles concedem empréstimos quando as empresas precisam de liquidez, ou encontram uma maneira segura de liquidar uma empresa problemática, e a vida continua. É extremamente raro que um incêndio saia de controle e ameace consumir o sistema financeiro e o resto da economia, criando extremo transtorno e privação. Isso aconteceu nos Estados Unidos durante a Grande Depressão, e depois não voltou a acontecer durante 75 anos.

Mas aconteceu novamente em 2008. O governo dos Estados Unidos — dois presidentes sucessivos, o Congresso, o Federal Reserve, o Departamento do Tesouro e milhares de funcionários de várias agências — teve de enfrentar a pior crise financeira em gerações. E nós três estávamos em posições de responsabilidade — Ben S. Bernanke, como presidente do Federal Reserve; Henry M. Paulson Jr., como secretário do Tesouro do presidente George W. Bush; Timothy F. Geithner, como presidente do Federal Reserve Bank de Nova York durante os anos Bush e, depois, secretário do Tesouro durante a presidência de Barack Obama. Ajudamos a formular a reação americana e internacional a uma conflagração que sufocou o crédito mundial, devastou as finanças globais e mergulhou a economia americana na recessão mais danosa desde as filas do pão e os cortiços dos anos 1930.

Junto com nossos colegas do Fed, do Tesouro e de outras agências, lutamos contra o fogo com uma extraordinária torrente de intervenções de emergência, passando de empréstimos convencionais e depois não convencionais para resgates pelo governo de grandes empresas e suporte governamental para mercados de crédito vitais. Como o incêndio continuou se



alastrando, persuadimos o Congresso a nos dar ferramentas ainda mais poderosas para combatê-lo, inclusive a autorização para injetar centenas de bilhões de dólares de capital diretamente em instituições financeiras privadas. Trabalhando em conjunto com um excelente grupo de funcionários dedicados nos Estados Unidos e em todo o mundo, conseguimos finalmente ajudar a estabilizar o sistema financeiro antes que os canais de crédito congelados e o colapso dos valores de ativos pudessem arrastar toda a economia para uma segunda Depressão. Mesmo assim, a economia sofreu uma grande desaceleração, e um estímulo monetário e fiscal sem precedentes seria necessário para ajudar a impulsionar a recuperação.

Tratou-se de um pânico financeiro clássico, que lembrou as corridas aos bancos e as crises que afligiram as finanças por centenas de anos. Sabemos, a partir dessa longa experiência, que os danos infligidos pelos pânicos financeiros nunca se limitam ao setor financeiro, embora as estratégias para detê-los exijam apoio a esse setor. Os americanos que não são banqueiros nem investidores ainda dependem do funcionamento de um sistema de crédito para comprar carros e residências, tomar empréstimos para pagar a universidade e expandir seus negócios. As crises financeiras que prejudicam o sistema de crédito podem criar recessões brutais que atingem as famílias comuns tanto quanto as elites financeiras. Hoje, grande parte do público americano se lembra das intervenções do governo como um resgate para Wall Street, mas nosso objetivo sempre foi proteger a Main Street<sup>1</sup> das consequências de um colapso financeiro. A única maneira de conter o dano econômico de um incêndio financeiro é apagá-lo, embora seja quase impossível fazer isso sem ajudar algumas das pessoas que o provocaram.

Dez anos depois, pensamos que seria útil relembrar como a crise se desenrolou e refletir sobre as lições que poderiam ajudar a reduzir os danos causados por crises futuras. Nós três já escrevemos sobre nossas experiências, mas queríamos falar sobre o que fizemos juntos e o que aprendemos juntos sobre a

teoria e a prática do combate a incêndios financeiros. Temos origens e formações muito diferentes e personalidades muito distintas. Mal nos conhecíamos antes da crise. Mas encontramos maneiras de colaborar efetivamente enquanto trabalhávamos para apagar o fogo e concordamos que alguns princípios básicos poderiam ser aplicados para combater qualquer incêndio no setor financeiro. As crises financeiras se repetem, em parte, porque as lembranças se apagam. Estamos escrevendo sobre o tema outra vez para ajudar a transmitir algumas das principais lições de nossa experiência, na esperança de manter as memórias vivas e auxiliar os “bombeiros” do futuro a proteger as economias dos estragos das crises financeiras.

Por que essa crise aconteceu e por que de modo tão danoso?

Foi, novamente, um pânico financeiro clássico, uma corrida ao sistema financeiro desencadeada por uma crise de confiança nas hipotecas. Ela foi alimentada, como as crises costumam ser, por um boom de crédito, no qual muitas famílias, bem como instituições financeiras, tornaram-se perigosamente superalavancadas, financiando-se quase que inteiramente com dívidas. O perigo aumentou porque um excesso de risco havia migrado para instituições financeiras que operavam fora das restrições e das proteções do sistema bancário tradicional, e porque grande parte da alavancagem era em forma de captações instáveis de curto prazo que poderiam desaparecer ao primeiro indício de problemas. Essas vulnerabilidades puderam florescer graças à burocracia reguladora financeira fragmentada dos Estados Unidos, uma mixórdia de agências, autoridades e regulamentações que por décadas não conseguiram acompanhar a evolução das realidades do mercado e das rápidas inovações financeiras. E uma dessas inovações — a securitização, mecanismo usado por Wall Street para fatiar e picar hipotecas para transformá-las em produtos financeiros complexos que se tornaram onipresentes nas finanças modernas — ajudou a transformar o pânico sobre os riscos embutidos nas hipotecas subjacentes em pânico sobre a estabilidade de todo o sistema.



Esses problemas não pareciam prementes durante o boom, quando o sistema financeiro aparentava ser extraordinariamente estável, a sabedoria convencional sustentava que os preços dos imóveis continuariam a subir indefinidamente, e muita gente em Wall Street, em Washington e nas universidades acreditava que crises financeiras sérias eram coisa do passado. Mas depois que a bolha imobiliária estourou, o medo das perdas criou uma debandada financeira à medida que investidores e credores reduziam freneticamente seu contato com qualquer coisa associada a títulos lastreados em hipotecas, provocando queimas de estoque (em que investidores necessitados de liquidez são forçados a vender seus ativos a qualquer preço) e chamadas adicionais de margem (em que investidores que compraram ativos a crédito são forçados a colocar mais dinheiro), que por sua vez desencadearam mais queimas de estoque e chamadas adicionais de margem. O pânico financeiro paralisou o crédito e abalou a confiança na economia em geral, e as conseqüentes perdas de emprego e execuções de hipotecas criaram assim pânico extra no sistema financeiro.

Uma década depois, aquele círculo vicioso de medo financeiro e dor econômica começou a se apagar da memória coletiva. Mas é difícil inflacionar quão caótico e assustador ele foi. Em um período de um mês, a partir de setembro de 2008, ocorreram a súbita estatização das gigantes de hipotecas Fannie Mae e Freddie Mac, a maior e mais surpreendente intervenção governamental nos mercados financeiros desde a Depressão; a falência do venerável banco de investimento Lehman Brothers, a maior falência da história dos Estados Unidos; o colapso da corretora Merrill Lynch nos braços do Bank of America; um resgate governamental de 85 bilhões de dólares da seguradora AIG para evitar uma falência ainda maior que a do Lehman; as duas maiores falências de bancos garantidos pelo governo federal na história americana, as do Washington Mutual e do Wachovia; a extinção do modelo de banco de investimento que se tornou sinônimo da moderna Wall Street; as primeiras garantias do governo para mais de 3 trilhões de dólares em fundos de

investimentos líquidos de curto prazo; o respaldo de 1 trilhão em commercial paper;<sup>2</sup> e a aprovação do Congresso, após uma rejeição inicial que esmagaria o mercado, de um arsenal de 700 bilhões de dólares em apoio governamental para todo o sistema financeiro. Isso tudo aconteceu durante o período final de uma campanha presidencial. Vladímir Lênin supostamente disse que há certas décadas em que nada acontece, e certas semanas em que décadas acontecem: foi como nos sentimos durante a crise.

De início, os poderes dos gestores de crises do governo mostraram-se insuficientes para conter o pânico, em parte porque muitos dos problemas começaram fora da principal jurisdição do Fed, que abrange os bancos comerciais. Mas persuadimos finalmente o Congresso a nos dar o poder de que precisávamos para restaurar a confiança no sistema, e o estouro da boiada acabou sendo contido. Em um momento de intenso partidarismo e ceticismo generalizado em relação ao governo, a administração republicana e depois a democrata trabalharam em conjunto com servidores públicos apartidários e (às vezes) líderes legislativos de ambos os partidos para neutralizar a mais séria ameaça ao capitalismo em gerações.

Todos acreditamos no poder do livre mercado, e todos relutamos em resgatar banqueiros e investidores imprudentes de seus próprios erros. Quando possível, o governo americano impôs condições duras às empresas que recebiam ajuda; às vezes, o imperativo de persuadir instituições mais fortes, bem como as mais fracas, a participar dos esforços para fortalecer o sistema e resgatar a confiança conduzia a programas com termos menos duros. Mas sabíamos que recuar e deixar a natureza seguir seu curso não era uma escolha razoável. A mão invisível do capitalismo não pode deter um colapso financeiro em estado avançado; somente a mão visível do governo pode fazer isso. E colapsos financeiros em estado avançado criam recessões brutais que matam negócios, limitam oportunidades e frustram sonhos.

Na verdade, os choques financeiros de 2008 foram, sob muitos aspectos, maiores do que os choques anteriores à Grande Depressão, bem como o impacto econômico inicial. No fim do



ano, mesmo depois de uma série de intervenções financeiras extremamente agressivas, a economia americana estava perdendo 750 mil empregos por mês e encolhendo a uma taxa anual de depressão de 8% ao ano. Mas a contração econômica popularmente conhecida como a Grande Recessão já havia terminado em junho de 2009, e a recuperação que se seguiu tem agora dez anos e continua, numa impressionante reviravolta em comparação com crises anteriores ou com outras nações desenvolvidas após essa crise. O mercado acionário, o mercado de trabalho e o mercado imobiliário americanos se recuperaram das profundezas da queda e subiram para novos patamares. Alguns especialistas previram que a estratégia que adotamos terminaria em hiperinflação, estagnação econômica e ruína fiscal, e que os esforços do governo para salvar bancos em dificuldades e, em última análise, todo o sistema financeiro custariam aos contribuintes trilhões de dólares sem resolver os problemas subjacentes. Mas conseguimos fazer a economia crescer e o setor financeiro voltar a funcionar com relativa rapidez, e os vários programas financeiros acabaram gerando um lucro considerável para o contribuinte americano. A crise foi devastadora, causando cicatrizes profundas e duradouras nas famílias, na economia em geral e no sistema político americano. Mas o dano teria sido muito pior sem os esforços de resgate conjuntos e potentes que os Estados Unidos conseguiram mobilizar.

Estamos mais seguros agora?

Os Estados Unidos e o mundo realizaram amplas reformas financeiras, que devem reduzir a probabilidade de outro desastre no futuro próximo. Em parte graças a essas reformas, as instituições financeiras têm mais capital, menos alavancagem, mais liquidez e menos dependência de captações de curto prazo. Em suma, nossos protocolos para incêndios financeiros são mais fortes hoje. Infelizmente, a prevenção nunca é infalível, assim como nenhum edifício é à prova de fogo. E especialmente nos Estados Unidos, onde as intervenções do governo provocaram

uma reação pública negativa tão forte, os políticos limitaram a capacidade do “corpo de bombeiros” de reagir à próxima crise, tirando poderes importantes dos gestores de crises na esperança de evitar resgates futuros. Na realidade, é provável que essas limitações, embora bem-intencionadas, piorem a próxima crise e o dano econômico resultante seja mais grave. A crença de que a legislação que pretende proibir os socorros os impedirá em todos os cenários futuros é uma ilusão poderosa, e perigosa.

A reação negativa foi inevitável e compreensível. As ações do governo para deter o pânico e consertar o sistema financeiro quebrado, apesar de bem-sucedidas, não impediram que milhões de pessoas perdessem seus empregos ou suas casas. Essas ações beneficiaram inevitavelmente muitos indivíduos que haviam participado do sistema quebrado, e até mesmo alguns que ajudaram a incendiá-lo. Contudo, da próxima vez que houver um incêndio financeiro, o país pode lamentar não ter um corpo de bombeiros mais bem preparado, com bombeiros mais bem equipados. A crise foi tão danosa em parte porque o governo não dispunha das ferramentas necessárias para atacá-la com força esmagadora desde o início. Tememos que, se Washington não fizer mudanças significativas, os primeiros “socorristas” do futuro começarão com ferramentas em menor quantidade e até mesmo menos efetivas — e assim como fizemos, eles terão de pressionar os políticos para melhorar o corpo de bombeiros quando o fogo já estiver queimando.

Queremos que os Estados Unidos estejam prontos para o fogo da próxima vez, para tomar emprestada uma frase de James Baldwin, porque mais dia menos dia o fogo virá. É por isso que achamos tão importante tentar entender a última crise — como ela começou, como se espalhou, por que foi tão ardente, como nós e nossos colegas lutamos para combatê-la, o que funcionou e o que não funcionou. Tememos que uma nação que não entende as lições desse colapso esteja fadada a suportar algo ainda pior.

Algumas dessas lições são sobre previsão e prevenção, porque a melhor maneira de minimizar os danos de uma crise financeira é não ter uma crise financeira. A maioria das crises segue um



padrão semelhante, por isso é possível tentar identificar sinais de alerta, como a alavancagem excessiva no sistema financeiro, especialmente quando é demasiado dependente de captações de curto prazo, sobretudo em pontos do sistema com protocolos para incêndios fracos e acesso limitado ao quartel dos bombeiros. Mas é também importante ter humildade quanto à capacidade dos seres humanos de antecipar pânico, porque isso exige que eles antecipem o comportamento de outros seres humanos interagindo em sistemas complexos. Os sistemas financeiros são inerentemente frágeis e o risco financeiro tende a desviar de obstáculos regulatórios, como um rio que corre em torno das rochas. Não há maneira segura de evitar um pânico, porque não há uma maneira segura de evitar excesso de confiança ou confusão. Os seres humanos são humanos, e é por isso que achamos que faz sentido pensar nas crises como os budistas pensam na morte: com incerteza sobre o momento e as circunstâncias, mas com certeza de que mais dia menos dia acontecerá.

A crise também nos deu muita experiência na arte e na ciência de reagir a crises. Por mais difícil que seja prever crises com antecedência, também é difícil saber, no início de uma crise, se é apenas fogo de palha ou o começo de uma conflagração imensa. Em geral, é saudável permitir que empresas falimentares entrem em falência, e os formuladores de políticas não deveriam reagir de forma exagerada a todos os bolsões de ar no mercado ou reveses de um grande banco como se fossem precursores de uma catástrofe. A reação rápida demais pode incentivar os tomadores de risco a acreditar que nunca enfrentarão as consequências de suas apostas ruins, criando um “risco moral” que pode promover uma especulação ainda mais irresponsável e preparar o cenário para futuras crises. Mas depois que fica claro que a crise é realmente sistêmica, a reação tímida é muito mais perigosa do que a reação exagerada: tarde demais cria mais problemas do que cedo demais, e medidas podem simplesmente jogar gasolina nas chamas. A prioridade máxima numa crise épica deve ser sempre debelá-la,

embora seja provável que isso venha a criar algum risco moral; as desvantagens de encorajar a tomada de risco indisciplinada no futuro, embora reais, empalidecem em comparação com as desvantagens de permitir um colapso sistêmico no presente. Quando o pânico ataca, os formuladores de políticas precisam fazer todo o possível para reprimi-lo, independentemente das ramificações políticas, de suas convicções ideológicas, do que tenham dito ou prometido no passado. As políticas de resgate financeiro são terríveis, mas as depressões econômicas são piores.

Não temos soluções fáceis para melhorar as políticas de resposta a crises, mas esperamos poder ajudar a fornecer algum contexto para as escolhas que fizemos e atualizar o manual para “socorristas” em crises futuras. Tentaremos abordar algumas das questões persistentes sobre nossas decisões, como por que o governo conseguiu resgatar a AIG e não o Lehman Brothers, e por que não tentamos desmembrar os megabancos de Wall Street depois que a crise terminou. Também discutiremos algumas outras lições da crise, entre elas, a importância de unir esforços para estabilizar o sistema financeiro com programas de estímulo que estabilizem a economia em geral e a necessidade de regulamentação governamental de instituições financeiras que não sejam bancos comerciais tradicionais, mas que possam representar riscos semelhantes ao sistema. Falaremos sobre os desafios da tomada de decisões na neblina de uma guerra financeira e sobre como é importante ter equipes de profissionais experientes e dedicados no Tesouro, no Fed, na Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) e em outras agências dispostas a trabalhar de forma cooperativa, em vez de competitiva. Vamos discutir o poder e os limites das reformas posteriores à crise e como acreditamos que poderiam ser melhoradas. E mesmo que nenhum de nós seja político, temos algumas coisas a dizer sobre o processo político, que muitas vezes achamos deprimente e frustrante, mas às vezes bastante inspirador.

O exemplo de liderança no processo político vem de cima.



Em um momento extraordinariamente perigoso em nossa história, os presidentes Bush e Obama tiveram a coragem política de apoiar intervenções tremendamente impopulares, mas fundamentais, no sistema financeiro. E embora tivéssemos nossa parcela de reclamações em relação ao Congresso, os líderes legislativos republicanos e democratas se uniram quando se tratou de apoiar os esforços politicamente tóxicos de estatizar Fannie Mae e Freddie Mac e depois resgatar todo o sistema financeiro, as duas últimas medidas legislativas importantes a serem aprovadas com apoio bipartidário significativo. A crise de 2008 e a dolorosa recessão que se seguiu prejudicaram a confiança nas instituições públicas, mas acreditamos que a reação dos Estados Unidos à crise demonstrou o que é possível fazer quando funcionários de todos os níveis do governo trabalham juntos sob intensa pressão pelo bem público.

Entendemos por que muitos americanos não consideram a reação do governo à crise bem-sucedida ou mesmo legítima. Ela parecia confusa e inconsistente, porque muitas vezes o era; estávamos tateando no escuro, tentando abrir caminho nas terras ignotas do mapa financeiro. De início, seguimos um manual tradicional, mas o sistema financeiro moderno é muito mais complexo do que costumava ser, por isso tivemos de fazer muita experimentação e intensificação. Lutamos para combater o fogo com ferramentas que não considerávamos suficientes para a tarefa, e depois lutamos para convencer os políticos a nos fornecer ferramentas mais poderosas. E embora não houvesse palavras mágicas que pudéssemos ter dito para persuadir o público a aprovar salvamentos bancários ou outras políticas controversas, nos esforçamos constantemente para comunicar o que estávamos fazendo e por quê.

Esperamos poder fazer um trabalho melhor agora. A história da crise é uma história dolorosa, mas, de certa forma, uma história auspiciosa. Acreditamos que também pode ser uma história útil.

## 1. Lenha seca

### As raízes da crise

A faísca que deflagrou o incêndio financeiro de 2008 veio de empréstimos irresponsáveis no setor de hipotecas subprime dos Estados Unidos. Mas a turbulência naquele canto caótico, embora relativamente pequeno, dos mercados de crédito não poderia ter criado um inferno global se a lenha seca não tivesse se acumulado em todo o sistema financeiro. O colapso do subprime foi a causa imediata da crise, mas havia causas subjacentes mais profundas que tornaram um sistema frágil vulnerável a desastres. Para entender as raízes da crise, é importante saber por que a faísca acendeu, mas também saber o que tornou a floresta tão inflamável. E a compreensão das raízes dessa crise é importante para entender como reduzir a probabilidade e a intensidade das crises futuras.

A história não se repete, mas, como Mark Twain supostamente disse, muitas vezes rima. Essa crise seguiu o padrão de crises épicas do passado — mania seguida de pânico seguido de crash, na formulação do historiador econômico Charles Kindleberger — com toques modernos que tornaram o pânico ainda mais difícil de antecipar e conter. Tudo começou, como em todas as grandes crises, com um frenesi de empréstimos, um boom de crédito durante um período de excesso de confiança que colapsou quando a confiança desapareceu. E o sistema financeiro refletiu o excesso de confiança do boom. As instituições financeiras assumiram uma alavancagem arriscada demais. Grande parte dessa alavancagem estava na forma de dívidas de curto prazo “resgatáveis” que podiam desaparecer sempre que os credores ficassem tensos. Grande parte do risco migrou para instituições de fora do sistema bancário tradicional, onde a supervisão e a



regulamentação eram inadequadas e a rede de segurança projetada para proteger os bancos em uma emergência era inacessível. E uma ampla gama de instituições financeiras estava exposta demais a hipotecas através de canais diretos e indiretos, inclusive os onipresentes títulos lastreados em hipotecas que eram considerados seguros durante a bolha imobiliária, mas que se tornaram tóxicos quando a bolha estourou. Isso ajudou a espalhar o pânico entre os investidores, de títulos garantidos por hipotecas subprime de baixa qualidade a todos os títulos hipotecários, e depois para instituições que se acreditava estarem expostas a esses títulos e até mesmo para instituições que se acreditava estarem expostas a outras instituições expostas a esses títulos. O pânico é contagioso.

Esses problemas, vistos em retrospectiva depois de uma década, podem parecer óbvios, mas não foram amplamente compreendidos na época. Enquanto todas as crises começam com booms de crédito, nem todos os booms de crédito terminam em crises, e o sistema financeiro parecia mais estável do que nunca nos primeiros anos do século XXI: 2005 foi o primeiro ano sem uma falência bancária nos Estados Unidos desde a Grande Depressão. O boom estava mascarando alguns graves desafios econômicos de longo prazo para os Estados Unidos — aumento da desigualdade de renda, salários persistentemente estagnados, crescimento lento da produtividade, um declínio preocupante da participação no trabalho de homens em idade ativa —, mas, em geral, a economia americana parecia em boa forma. Havia também uma confiança generalizada de que, se a economia tropeçasse, o sistema financeiro seria resiliente. Afinal de contas, ele resistira razoavelmente bem a uma série de recessões modestas e a outros testes nas décadas anteriores, e os bancos pareciam ter muito capital para absorver perdas em caso de recessão. Na época, economistas sérios argumentavam que inovações financeiras, como os derivativos, graças a sua suposta capacidade de diversificar melhor os riscos, tornavam as crises uma coisa do passado.

Mas crises financeiras nunca serão uma coisa do passado. Longos períodos de estabilidade podem criar um excesso de confiança que gera instabilidade, como observou o economista Hyman Minsky. É durante esses períodos de boom, quando a liquidez parece ilimitada e os valores dos ativos parecem destinados a continuar subindo, que a tomada de risco tende a se tornar excessiva, representando perigos que podem se estender muito além dos tomadores de risco.

Antes da crise, nenhum de nós avaliou plenamente as vulnerabilidades que estavam se acumulando em nosso sistema financeiro. Mas nenhum de nós jamais acreditou que as crises financeiras estavam obsoletas, talvez porque tivéssemos passado boa parte de nossas carreiras pensando nelas — Ben na academia, Tim no governo e Hank (Henry M. Paulson Jr.) nos mercados. Como professor de economia da Universidade Princeton, Ben fora um estudioso da Grande Depressão, o principal exemplo histórico de instabilidade financeira que afunda a economia. Como funcionário de carreira no Tesouro e depois no Fundo Monetário Internacional, Tim havia visto os desafios de lidar com crises financeiras no México, na Ásia e no resto do mundo. E na qualidade de CEO do Goldman Sachs, Hank convivera com episódios como o colapso do hedge fund Long-Term Capital Management e a inadimplência russa. Todos nós aprendemos com que rapidez mercados superaquecidos podem entrar em colapso, e embora não estivéssemos tão preocupados quanto deveríamos estar, não achávamos que as inovações financeiras e a sofisticação das finanças modernas nos houvessem imunizado contra crises.

O sistema financeiro é vital para a economia. Mas o financiamento, pelo menos como está organizado nas economias modernas, é inerentemente frágil. Antes de discutirmos os fatores específicos que tornavam o sistema excepcionalmente vulnerável ao pânico há uma década, vale a pena expor de forma breve por que o sistema é, era e sempre será vulnerável ao pânico.



## O jogo da confiança

A vulnerabilidade básica do sistema financeiro decorre do fato de que os bancos exercem duas funções econômicas importantes que vez ou outra entram em conflito. Eles dão às pessoas um lugar facilmente acessível para guardar seu dinheiro, que proporciona mais segurança e uma taxa de juros mais alta do que um colchão; e eles fornecem empréstimos com esse dinheiro para financiar investimentos mais arriscados em imóveis, carros e empresas que melhoram os padrões de vida e fazem as economias andarem. Em outras palavras, eles tomam emprestado a curto prazo para emprestar a longo prazo, um processo conhecido como “transformação de prazos”. Trata-se de uma maneira eficiente de alocar capital para usos produtivos, dando à sociedade como um todo a capacidade de injetar recursos em investimentos duradouros e ilíquidos que criam prosperidade e progresso, ao mesmo tempo que dão aos membros da sociedade acesso ao seu dinheiro quando precisam.

Mas a transformação de prazos comporta alguns riscos. Todas as instituições que tomam emprestado a curto prazo e emprestam a longo prazo são vulneráveis a uma “corrida aos bancos”, como na famosa cena da Bailey Bros. Building & Loan Association em *A felicidade não se compra*. No papel de George Bailey, James Stewart teve de explicar aos moradores de Bedford Falls que clamavam por seu dinheiro que muito pouco do dinheiro que depositantes e outros credores de curto prazo emprestam a um banco é mantido no banco. Isso pode ser um problema naquelas raras situações em que os credores perdem a confiança no banco e ao mesmo tempo exigem seu dinheiro de volta. E nessas raras ocasiões, trata-se de um problema sério, porque a maior parte do dinheiro já foi emprestada. Até mesmo um banco solvente, com ativos mais valiosos do que seus passivos, pode entrar em colapso se esses ativos forem ilíquidos demais para cobrir as demandas imediatas de dinheiro dos credores.

Os Estados Unidos, como a maioria dos países, tentaram

reduzir esse risco com regulamentações que limitam os riscos que os bancos estão autorizados a assumir, juntamente com o seguro fornecido pelo governo para os depositantes, o qual reduz o incentivo à corrida ao banco caso ele pareça instável. Mas a maioria dos bancos que aceitam depósitos ainda depende de outras formas de financiamento que não contam com seguro para depósitos bancários e são sensíveis ao aperto de liquidez. E na era moderna, uma corrida a um banco não requer mais uma corrida física a um banco concreto, mas apenas um clique num mouse. Isso torna os bancos e outros intermediários financeiros particularmente sensíveis a surtos de medo. As regulamentações prudenciais podem restringir esse risco, mas não podem eliminá-lo, não enquanto os bancos estiverem no negócio de transformação de prazos e fazendo empréstimos inerentemente arriscados para indivíduos e empresas.

A questão mais geral é que as instituições financeiras, ao contrário de outras empresas cujo sucesso depende principalmente do custo e da qualidade de seus bens e serviços, dependem da confiança. É por isso que a palavra “crédito” vem do latim *creditum* (crença, confiança), que dizemos que podemos “bancar” coisas que sabemos serem verdadeiras e que algumas instituições financeiras são chamadas de “fiduciárias”. Essa é a razão pela qual a arquitetura tradicional dos bancos costumava apelar para imponentes fachadas e pilares de granito a fim de projetar uma aura de estabilidade e permanência diante da fragilidade financeira. Nenhuma instituição financeira pode funcionar sem confiança, e a confiança é evanescente. Ela pode ir embora a qualquer momento, por razões racionais ou irracionais. Quando vai embora, em geral vai com rapidez e dificilmente volta.

Uma crise financeira é uma corrida bancária em grande escala, uma crise de confiança em todo o sistema. As pessoas ficam assustadas e querem seu dinheiro de volta, o que torna o dinheiro restante no sistema menos seguro, o que faz, por sua vez, com que mais pessoas desejem seu dinheiro de volta, um círculo vicioso que se retroalimenta de medo, queimas de



estoque, escassez de capital, chamadas adicionais de margem e contrações de crédito que podem produzir uma corrida desenfreada para as saídas. Depois que uma debandada começa, torna-se racional correr para evitar ser atropelado, e a hesitação pode ser mortal. A percepção e a realidade são ambas importantes, porque os corredores continuarão correndo até que voltem a confiar que não apenas não têm uma razão racional para correr, mas que também os outros terão confiança para parar de correr. O medo está profundamente enraizado na psique humana, e a mentalidade de rebanho é poderosa, o que torna a corrida difícil de prever e difícil de parar. O potencial para o pânico nunca pode ser totalmente erradicado.

Em outras palavras, o mundo enfrentará a ameaça de crises financeiras enquanto a tomada de risco e a transformação de prazos continuarem no centro das finanças, e enquanto os seres humanos permanecerem humanos. Infelizmente, o desastre sempre será possível.

Então, o que fez esse desastre em particular acontecer?

### A origem da faísca

Os anos anteriores à crise testemunharam uma rápida acumulação de dívidas nos Estados Unidos. Famílias comuns assumiram perigosamente um excesso de dívidas. A proporção da dívida das famílias em relação ao PIB subiu tão depressa que Tim começou a chamar o gráfico que usava para segui-la de “Monte Fuji”. Bancos comerciais, bancos de investimento, companhias de seguros, bancos hipotecários, financiadoras, fundos de pensões e fundos mútuos dos Estados Unidos e de todo o mundo forneceram esses créditos; além disso, muitas vezes tomaram emprestado para fornecer esse crédito, acumulando 36 trilhões de dólares em ativos alavancados financiados com recursos frágeis. Enquanto nação, os Estados Unidos estavam vivendo além de sua capacidade — e vivendo das poupanças de outros países. Uma avalanche de dinheiro

estrangeiro estava entrando no país, uma vez que investidores globais, frustrados com as baixas taxas de juros e as escassas oportunidades de investimentos domésticos, buscavam no exterior melhores e mais seguros rendimentos. Ben chamou essa demanda aparentemente insaciável por ativos que gerassem retornos decentes de um “excesso de poupança global”, e isso criou uma grande quantidade de lenha seca.

A maior parte do boom de crédito ocorreu no mercado de hipotecas americano. A dívida hipotecária por família dos Estados Unidos cresceu 63% de 2001 a 2007, muito mais rápido do que a renda familiar. Parte dessa nova dívida foi benéfica, ajudando as pessoas a comprarem casas ou obterem dinheiro com a hipoteca de suas casas por bons motivos. Mas alguns dos novos empréstimos desviaram-se para território perigoso e inexplorado, onde os padrões de subscrição, sobretudo para hipotecas subprime de risco mais alto para clientes de renda mais baixa, se desgastaram drasticamente. Muitos credores aprovavam quase todas as pessoas que solicitavam financiamentos, concedendo empréstimos que cobriam quase o valor total de aquisição de uma nova casa, independentemente de seu histórico de crédito — tivessem ou não um emprego, fornecessem ou não algum documento que comprovasse suas rendas ou demonstrassem ou não qualquer esperança realista de cumprir com seus pagamentos mensais. Havia empréstimos “NINJA” para os mutuários sem comprovação de renda, emprego ou ativos; “empréstimos de mentirosos” para gente que inflava seu salário anual ou mentia sobre seus ativos; “ARMS explosivas”<sup>3</sup> com taxas-isca que disparavam após dois ou três anos — qualquer coisa para obter uma assinatura na linha pontilhada.

Normalmente, os credores têm fortes incentivos para ter cuidado com o quanto emprestam e para quem, porque precisam ser reembolsados para ganhar dinheiro. Mas nos anos que antecederam a crise, as instituições financeiras de Wall Street reagiram ao feroz apetite global por ativos seguros empacotando hipotecas em títulos lastreados em hipotecas cada vez mais elaboradas que pudessem vender a investidores que buscavam



retornos mais altos. Essa demanda dos investidores deu a essas instituições de Wall Street um apetite igualmente feroz por hipotecas que poderiam servir de matéria-prima para esses papéis. E os geradores de empréstimos, que sabiam que poderiam vender suas hipotecas sem reter qualquer risco de inadimplência, tinham pouco incentivo para buscar tomadores dignos de crédito. Muitos deles até recebiam bônus determinados pelo volume de empréstimos gerados e não por sua qualidade. Esses empréstimos se tornaram alimento de uma usina lucrativa que dividia os fluxos de pagamento das hipotecas em diferentes graus de risco e depois as reembalava em títulos complexos, até que o risco era cortado em fatias tão finas que parecia desaparecer. Claro que não desaparecia. Era apenas escondido, diluído e espalhado pelo mundo.

O modelo hipotecário “gerar para distribuir” criou incentivos ruins para os geradores de hipotecas, e alguns analistas culpavam-no por toda a crise. Conforme essa visão, o desastre poderia ter sido evitado se os credores fossem obrigados a manter uma parte maior dos empréstimos que geraram, porque não teriam sido tão imprudentes se tivessem mais do seu próprio dinheiro em jogo. Mas os inegáveis problemas desse modelo não contam toda a história, já que muitos desses financiadores e suas empresas controladoras mantiveram muitos de seus empréstimos, bem como títulos garantidos por seus empréstimos, e os aceitaram como garantia sólida em mercados de empréstimos a curto prazo. Instituições como a Countrywide Financial, o maior e mais agressivo credor hipotecário do país, tinham muito dinheiro no jogo; elas tropeçaram porque não distribuíram o *suficiente* dos empréstimos arriscados que geraram. Eram como traficantes de drogas que se drogassem com seu próprio suprimento, acreditando de fato que os preços estratosféricos do mercado imobiliário desafiariam a gravidade indefinidamente.

Em última análise, o motor básico do boom dos empréstimos hipotecários foi o otimismo excessivo em relação ao mercado imobiliário. O aumento dos preços dos imóveis promoveu

condições de empréstimo fáceis, as quais, por sua vez, ajudaram a elevar os preços ainda mais. Havia uma suposição generalizada de que os tomadores de empréstimos podiam comprar mais imóveis do que poderiam pagar sem risco significativo, porque, se tivessem problemas para fazer os reembolsos, sempre poderiam refinanciar ou vender com lucro — e, durante anos, essa suposição cor-de-rosa esteve correta. Um estudo publicado em 2014 na *American Economic Review* revelou que até mesmo corretores de hipotecas e banqueiros de Wall Street investiram seu próprio dinheiro em imóveis durante todo o boom. Eles embarcaram na mania tanto quanto os compradores de seus títulos lastreados em hipotecas. Os executivos do venerável banco de investimento Lehman Brothers, com 150 anos de idade, também foram iludidos, concluindo uma compra absurdamente equivocada de 22 bilhões de dólares da imobiliária Archstone-Smith Trust depois que a quebraadeira já havia começado. A mania era ampla e profunda.

De qualquer modo, a baixa qualidade de muitas das novas hipotecas teria um grande impacto na estabilidade do sistema financeiro. As perdas diretas nas hipotecas teriam sido um problema em si, embora provavelmente administrável. Mas o boom da securitização embutiu essas hipotecas em títulos que se tornaram uma forma comum de moeda e garantia em todo o sistema financeiro. Esses títulos recebiam com frequência notas de aprovação AAA das agências de classificação de crédito que dependiam dos emissores dos títulos para receber seus honorários, e os mercados muitas vezes os tratavam como se fossem quase tão seguros quanto os títulos do Tesouro. Os modelos defeituosos que justificavam essas classificações AAA dependiam, em parte, da crença de que, mesmo que os preços dos imóveis caíssem em uma região do país, eles nunca despencariam em todo o país ao mesmo tempo. Isso tinha sido verdade desde a Segunda Guerra Mundial, em parte como consequência de políticas tributárias e programas governamentais destinados a promover e expandir a propriedade imobiliária. Mas a suposição otimista de que os títulos



estruturados a partir de hipotecas geograficamente diversificadas continuariam a evitar o risco de inadimplência em massa mostrou-se errada. No fim das contas, os preços dos imóveis caíram mais de 30% em todo o país, e o percentual de hipotecas subprime inadimplentes ou próximas da inadimplência subiu de 6% para mais de 30%. A carnificina foi pior nos “*sand states*”<sup>4</sup> como Flórida e Nevada, onde a alta nos preços foi maior, mas foi ruim em quase toda parte.

Mais uma vez, o perigo sistêmico não decorria apenas do fato de que as hipotecas eram menos seguras do que pareciam. O perigo sistêmico também existia porque os títulos que elas sustentavam haviam passado a lastrear grande parte das finanças modernas, o que tornava a saúde de todo o sistema financeiro dependente da condição percebida do mercado de hipotecas de uma maneira que poucas pessoas reconheceram na época. Essa dependência teria sido perigosa, mesmo se os títulos tivessem sido simples, transparentes e negociados em bolsas públicas. Mas “obrigações de dívida colateralizada” (CDOs), “CDOs-ao quadrado” e outros novos produtos da engenharia financeira eram muitas vezes complexos, opacos e tinham embutidos uma alavancagem oculta. Esses produtos deveriam ajudar a reduzir o risco, espalhando-o e adaptando-o às necessidades do investidor, mas, na confluência de forças no fim do longo boom do crédito, eles tornaram o sistema geral mais vulnerável a uma crise de confiança e mais difícil de estabilizar após o início da crise. Depois que as hipotecas começaram a desandar e os complexos títulos construídos a partir de hipotecas começaram a parecer arriscados, parecia mais fácil e seguro vendê-los em massa do que tentar descobrir o quão arriscado era cada título. Enquanto isso, o mercado de compra e venda de derivativos — ativos financeiros cujos valores estavam amarrados de maneiras complexas aos valores de outros ativos — era uma bagunça arcaica de milhões de contratos entre milhares de contrapartes privadas, onde às vezes parecia quase impossível descobrir quem detinha o que e quem devia o que a quem. Isso significava que numa crise os investidores e credores não saberiam ao certo a

qual magnitude de riscos estavam submetidos ou o que estava acontecendo com suas contrapartes. E a incerteza é como gasolina no fogo do pânico.

Ainda assim, na época, o mercado de hipotecas subprime não parecia uma ameaça que pudesse incendiar o sistema financeiro. As hipotecas subprime constituíam menos de  $\frac{1}{7}$  de todas as hipotecas pendentes nos Estados Unidos. E as inadimplências e os atrasos de pagamento que desencadearam a crise estavam concentrados principalmente em hipotecas subprime com taxas de juros ajustáveis, as quais representavam menos de  $\frac{1}{12}$  de todas as hipotecas. Cálculos simples sugeriam que mesmo que todos os detentores de hipotecas subprime deixassem de pagar, as perdas seriam modestas e facilmente absorvidas pelo colchão de capital da maioria dos grandes bancos e outros credores. O que tais cálculos não previram — o que quase ninguém previu — foi o modo como as hipotecas estavam prestes a se tornar um vetor de pânico em todo o sistema financeiro.

## Gravetos

Em julho de 2006, quando Hank deixou o Goldman Sachs e se mudou para Washington, DC, a instituição tinha 60 bilhões de dólares em títulos desonerados do Tesouro, num “cofre virtual”, para não serem usados como garantia e para não serem arriscados em negociações. O Goldman aprendera que os bons tempos nunca duram para sempre, que os pânicos podem arrastar os responsáveis junto com os imprudentes e que, numa crise, a liquidez é rainha.

Essa não era a atitude predominante em Wall Street nos primeiros anos do século XXI. As instituições financeiras estavam exagerando no risco e na alavancagem, tomando empréstimos pesados nos mercados de crédito de curto prazo — especialmente “tri-party-repo” [acordos de financiamento e recompra de títulos tripartido] e “asset-backed commercial paper” [commercial paper lastreados por ativos] — para



financiar apostas em ativos relacionados a hipotecas e outras formas de crédito privado. Alguns executivos preocupavam-se com o colapso da gestão de riscos, mas esses receios podiam sair caro durante o boom. Como observou o CEO do Citigroup Chuck Prince, em 2007: “Enquanto a música estiver tocando, você precisa se levantar e dançar”.

Nem todas as bolhas ameaçam a estabilidade do sistema financeiro como um todo. Quando a bolha das empresas ponto com do fim da década de 1990 estourou, os investidores em ações de empresas falidas da internet como a Pets.com perderam seu dinheiro, mas não houve muito efeito cascata, apenas uma leve recessão. Os problemas de verdade surgem quando as bolhas são financiadas com dinheiro emprestado, especialmente quando essa dívida pode ser executada. E a alavancagem pode ser atraente, porque é o máximo multiplicador de lucro. Se você gastar cem dólares para comprar um ativo sem alavancagem, e depois vendê-lo por 120, seu lucro é de 20%. Mas se você gastar apenas cinco dólares do seu próprio bolso, tomar emprestado os outros 95 para comprar o mesmo ativo e depois vendê-lo pelos mesmos 120 dólares, o milagre da alavancagem produzirá um lucro de 400%.

A desvantagem é que a alavancagem tem o mesmo efeito multiplicador nas perdas, aumentando drasticamente o “risco de aniquilação”. Se você comprar o mesmo ativo de cem dólares com a mesma alavancagem, mas o valor do ativo cair para menos de 95, você perde todo o investimento. E se o seu credor exigir de repente o pagamento do empréstimo, ou forçar você a colocar uma garantia adicional, você poderá ter um problemão, sobretudo se não tiver um cofre cheio de títulos do Tesouro somente para uso em emergências. Você pode ter de vender o ativo imediatamente para evitar a inadimplência, e se outros com ativos semelhantes fizerem queimas de estoque semelhantes, o preço dos ativos cairá ainda mais, provocando mais queimas de estoque, chamadas adicionais de margem e inadimplência, e assim por diante, ladeira abaixo. Se você for uma instituição financeira, seus credores podem se desiludir com seu

commercial paper, parar de renovar seus empréstimos de overnight repos ou forçá-lo a colocar mais garantias, os equivalentes modernos de corridas bancárias. Foi assim que o pânico se espalhou depois que a bolha imobiliária estourou.

Antes da crise de 2008, muitas instituições financeiras de grande porte estavam cada vez mais alavancadas, em alguns casos tomando empréstimos de mais de trinta dólares para cada dólar de capital acionário que permitiam proteção muito limitada contra perdas. Uma quantidade crescente dessa alavancagem estava alocada em dívidas de curto prazo que se assemelhavam a depósitos bancários não garantidos, o tipo de dívida executável que os credores inquietos podem cobrar no primeiro indício de perigo. E muitas dessas instituições altamente alavancadas que se financiavam com crédito overnight tornaram-se tão grandes, tão interconectadas e tão fortemente enredadas no tecido das finanças modernas que representariam um perigo para o sistema se algum dia se desmanchassem.

Isso tudo eram gravetos que deixaram o sistema financeiro inflamável. O que tornou a situação ainda mais explosiva — e muito mais difícil de prever ou evitar — foi o fato de que muitas dessas instituições não eram tecnicamente “bancos”. Elas se comportavam como bancos, tomando empréstimos de curto prazo e emprestando a longo prazo, mas operavam fora do sistema bancário comercial, sem a supervisão e a rede de segurança que nosso sistema oferece para instituições com estatuto de bancos comerciais. Elas estavam sujeitas a restrições frouxas ou, às vezes, inexistentes em sua tomada de risco; não eram financiadas com depósitos segurados; e não tinham acesso permanente à janela de desconto do Fed, que disponibilizava empréstimos emergenciais para os bancos comerciais sempre que eram necessários. Antes da crise, mais da metade da alavancagem nas finanças americanas havia migrado para esses “bancos-sombra” ou instituições financeiras não bancárias (*nonbanks*) — bancos de investimento como Bear Stearns e Lehman, as gigantes hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac, companhias de seguros como a AIG, fundos de investimentos

*image  
not  
available*

*image  
not  
available*



um empréstimo da janela de desconto, então isso parecia uma escalada extremamente modesta. Mas muitos “falcões da inflação”<sup>5</sup> e outros céticos dentro e fora do Fed pensavam que o banco central deveria deixar que o mercado se ajustasse por conta própria, em vez de interferir num processo de desalavancagem que consideravam saudável e necessário. “Percebo que a ânsia de agir — de fazer algo ou, pelo menos, de ser visto fazendo alguma coisa — pode ser irresistível”, disse Jeffrey Lacker, presidente do Fed de Richmond. “Mas acho que precisamos evitar a ânsia de assumir o papel de Senhor Faz-Tudo.”

Mas o Fed existe para agir quando os mercados de crédito congelam. As economias definham quando as pessoas não conseguem empréstimos para comprar a casa própria, automóveis, fazer empréstimos estudantis ou comerciais. Os falcões acreditavam que a inflação era um perigo mais sério e continuaram acreditando nisso, mesmo quando a crise piorou. Do ponto de vista de Ben, no entanto, a obsessão do Fed pela inflação e pelo risco moral durante uma crise de crédito já havia criado uma depressão. Ele não pretendia deixá-la criar outra.

Esses debates eram um indicador inicial da política confusa das crises financeiras. O presidente francês, Nicolas Sarkozy, aconselhou Hank a encontrar um bode expiatório conveniente para desviar a inevitável reação violenta do público e sugeriu pôr a culpa nas agências de classificação de risco que haviam atribuído a classificação AAA a títulos de baixa qualidade. “Você precisa de uma história simples, e eu sei que você não vai querer culpar os banqueiros”, Sarkozy brincou com ele. Mas nós não achávamos que nosso trabalho era atribuir culpa pela crise. Nós só queríamos resolvê-la.

A receita de Bagehot era a resposta necessária para uma crise de liquidez. Esperávamos que isso ajudasse a acalmar os temores do mercado e a estabilizar a situação, sem sustentar artificialmente o boom financeiro. Não pretendíamos fornecer ao sistema financeiro mais apoio governamental do que o necessário para

*image  
not  
available*



Countrywide. Mas isso exigiria essencialmente que o Fed garantisse todo o mercado de repos, uma vez que instituições em dilemas semelhantes esperariam tratamento similar. Enquanto isso, Mozilo queria que o Fed deixasse que as instituições afiliadas não financeiras famintas por dinheiro da Countrywide tomassem emprestado da janela de desconto. Mas isso exigiria a invocação da Seção 13(3) da Lei do Federal Reserve, que autoriza ações de emergência em “circunstâncias incomuns e exigentes”. Ela não era invocada desde a Depressão, e a Countrywide ainda tinha acesso a uma linha de crédito de 11,5 bilhões de dólares.

Ben e Tim decidiram não intervir. Foi no início do processo de triagem, e nós não queríamos enviar uma mensagem de que o governo iria apoiar qualquer grande empresa em apuros. E o Fed era um credor de *última* instância; nós não poderíamos justificar a ajuda a uma empresa que ainda podia ajudar-se a si mesma. A Countrywide finalmente concordou tarde da noite em sacar sua linha de crédito e atualizar suas garantias, de modo que o BoNY aceitou efetuar a liquidação. Não demorou para que o Bank of America comprasse a Countrywide e transferisse os problemas dela para seu próprio balanço.

Contudo, o drama da Countrywide prefigurou os problemas que se desenhavam fora dos bancos tradicionais e de nossa capacidade limitada de resolvê-los. Foi também uma ilustração preocupante do perigo das captações de varejo de curto prazo. Em uma semana turbulenta, os spreads entre os rendimentos dos títulos do Tesouro e de commercial paper garantido por ativos aumentaram oito vezes, de 35 pontos-base para 280 (ou de 0,35 pontos percentuais para 2,80). Tínhamos acabado de ver como o mercado de commercial paper de 1,2 trilhão de dólares e o mercado de repos de 2,3 trilhões poderiam ser vulneráveis a corridas.

Além de Bagehot

*image  
not  
available*



consagrou como o credor de última instância do mundo.

Os empréstimos de leilão e swaps ajudaram a aliviar a crise de liquidez no sistema financeiro americano, mas as condições subjacentes estavam piorando, e o colapso do mecanismo de crédito estava começando a prejudicar a economia como um todo, aumentando as tensões criadas pelo esvaziamento da bolha imobiliária. Em dezembro, Hank alertou a Casa Branca de que a economia estava batendo num muro. (Os árbitros oficiais do ciclo de negócios do Bureau Nacional de Pesquisas Econômicas determinariam mais tarde que a recessão começou naquele mês.) O ciclo retroalimentado de medo e queima de estoques dentro de Wall Street estava contribuindo para um ciclo retroalimentado de contrações de crédito e de negócios entre Wall Street e Main Street. O agravamento das condições financeiras estava criando condições econômicas piores, que por sua vez estavam acelerando o colapso do subprime e o pânico financeiro. Em última análise, não conseguiríamos estabilizar o sistema financeiro sem estabilizar a economia e vice-versa. Para apagar o fogo, teríamos de fazer as duas coisas.

Em 2007, o Fed forneceu um pouco de estímulo monetário à economia ao cortar as taxas de juros de curto prazo de 5,25% para 4,25%, mas apenas um pouco. Ben comandava o Fed com uma postura baseada num consenso deferente, tentando fazer com que a instituição falasse com uma única voz. Mas o Fed não estava conseguindo acompanhar a curva da crise e, em 2008, Ben impulsionou o estímulo monetário de forma mais agressiva, superando as objeções dos falcões da inflação do Comitê Federal do Mercado Aberto (Federal Open Market Committee, FOMC). O Fed cortou as taxas para 2,25% em março, tentando fornecer combustível para a economia claudicante. Cortaria as taxas com mais rapidez do que qualquer outro banco central durante a crise e, em retrospectiva, provavelmente deveria tê-las cortado ainda mais. Em uma crise, no entanto, a política monetária não tem muito mais a fazer, especialmente quando o sistema bancário e o público já estão superalavancados e as condições de pânico estão restringindo o crédito.

*image  
not  
available*



perigo e submeter o arsenal de emergência dos Estados Unidos ao seu teste mais severo desde a Grande Depressão. O Fed atravessou o rubicão ao intervir para evitar a implosão de uma instituição financeira não bancária. O resgate do Bear ajudou a evitar a cascata de inadimplências financeiras e dores econômicas que veríamos depois do colapso do Lehman Brothers e a manter seis meses de relativa calma. Mas não foi particularmente reconfortante, nem mesmo na época. Nós não teríamos sido capazes de evitar uma falência caótica se o JPMorgan Chase não estivesse disposto a comprar o Bear e garantir a grande maioria de suas obrigações. E sabíamos que o Bear não era a única instituição desse tipo superalavancada e interconectada sob risco de sofrer uma corrida de liquidez. Sete meses depois da crise, o drama do Bear foi uma chocante verificação da realidade da fragilidade do sistema, dos limites de nossos poderes e da possibilidade de catástrofe num futuro próximo.

### Bear Stearns: Interconectado demais para falir

Livre das exigências de capital e de outras regras que restringem os bancos comerciais, o Bear Stearns foi agressivo ao usar a alavancagem durante o boom e desfrutou de cinco anos consecutivos de lucros recorde. Mas na semana de 10 de março, estava em andamento uma corrida de liquidez contra o Bear, e era difícil imaginar como ela poderia parar por conta própria. Afinal, um banco de investimento que não tem a confiança de seus clientes ou dos mercados não tem quase nada. Do ponto de vista do mercado, o Bear não passava de uma coleção de negócios frágeis e ativos de risco. Os negócios comerciais dependem de confiança, e depois que começaram a duvidar se o Bear teria capacidade de cumprir suas obrigações, as pessoas correram para levar seus negócios para outro lugar, o que tornava o Bear ainda menos confiável.

O Bear Stearns era a 17ª maior instituição financeira do país, o

*image  
not  
available*



perdas dentro de alguns anos. Ben e Tim decidiram que, se o Tesouro ressarcisse o Fed contra quaisquer perdas potenciais, o Fed se daria por satisfeito e Hank prontamente concordou.

Mas então os advogados do Tesouro disseram a Hank que ele não podia ressarcir o Fed; estávamos aprendendo quão pouco poder o Tesouro tinha numa crise. Então, Tim pediu a Hank que escrevesse uma carta apoiando o empréstimo do Fed e observando que, se perdesse dinheiro, o Fed simplesmente contribuiria com menos lucros para o Tesouro. Hank chamou-a de sua carta “todo o dinheiro é verde”, e embora não significasse muita coisa legalmente — o Fed costuma enviar todos os seus lucros acima dos seus custos operacionais para o Tesouro —, ela envolveu o Tesouro e o poder executivo na grave decisão do Fed. Queríamos que todos soubessem que estávamos juntos naquilo.

Ao mesmo tempo, o Fed invocou a 13(3) de novo para lançar um programa de empréstimo mais agressivo para bancos de investimento chamado Primary Dealer Credit Facility (PDCF), que aceitaria uma maior variedade de garantias do que a TSLF, inclusive ativos mais arriscados. Esperávamos que a intervenção no Bear acalmasse os mercados, mas também sabíamos que o Lehman Brothers tinha problemas semelhantes aos do Bear, e que Merrill Lynch, Morgan Stanley e até o Goldman Sachs poderiam precisar de acesso mais fácil à rede de segurança emergencial.

A intervenção no Bear acalmou os mercados, mas também trouxe uma dose abrasadora da política de reação à crise. Muitos políticos e comentaristas nos acusaram de reagir com exagero aos ritmos darwinianos do capitalismo, dizendo que o impacto econômico da falência de um banco de investimentos seria modesto — argumento que seria desmentido pela falência do Lehman seis meses mais tarde. Tanto liberais quanto conservadores nos atacaram por desperdiçar dólares dos contribuintes para socorrer banqueiros incompetentes. Os puristas do risco moral advertiram que estávamos encorajando

*image  
not  
available*

relação à medida política — qualquer legislação que aumentasse a autoridade dos gerenciadores de crises seria execrada como uma lei de socorro financeiro —, e também sabíamos que a retórica alarmista poderia acabar assustando os mercados e precipitando a falência que estávamos tentando evitar. Teríamos de nos contentar com ferramentas limitadas até que o desastre mostrasse que precisávamos de mais.

Sentimos como se estivéssemos lutando contra a crise com fita adesiva e arame. Os mercados se acalmaram um pouco depois do Bear, e esperávamos que ficassem calmos por um tempo. Mas, como Tim gostava de dizer, a esperança não é uma estratégia.

### Fannie Mae e Freddie Mac: Disparando a bazuca

Em 11 de julho, houve uma corrida a um banco americano — não uma corrida metafórica, como a do Bear Stearns, mas uma corrida real para um prédio de verdade, como a de *A felicidade não se compra*. Depois que a FDIC promoveu uma intervenção no IndyMac Bank, uma instituição de poupança da Califórnia antes afiliada à Countrywide e igualmente imprudente em sua abordagem do mercado imobiliário, os depositantes em pânico fizeram fila do lado de fora e exigiram seu dinheiro de volta. A FDIC garantia depósitos de até 100 mil dólares, então a maioria deles não tinha com o que se preocupar. Mas as imagens de pânico da maior falência bancária americana desde a crise de poupança e empréstimos dos anos 1980 foram notícia nacional. Na semana seguinte, depositantes temerosos retiraram mais de 1 bilhão de dólares por dia do Washington Mutual, uma instituição de poupança ainda maior do que a IndyMac com exposições a hipotecas semelhantes. O pânico é uma doença contagiosa.

A falência da IndyMac foi um sinal de que o fogo se alastrava de novo, mas não parecia ameaçar o núcleo do sistema. Nossas principais preocupações naquela semana foram Fannie Mae e



*image  
not  
available*

ele. “Se você tem uma pistola de água no bolso, talvez seja necessário sacá-la. Se você tem uma bazuca, e as pessoas sabem disso, talvez não precise sacá-la.” O argumento da dissuasão fazia sentido, mas o pedido de Hank por poder de fogo esmagador revelava uma preocupação que os mercados em pânico provavelmente não iriam ignorar — e ele logo teve certeza de que acabaria tendo de usar a bazuca.

Hank estava fazendo um pedido notavelmente ambicioso em nome de um presidente em fim de mandato com 30% de aprovação. O senador Bunning disse que o resgate do Bear tinha sido “socialismo amador comparado a isso”. E a política de habitação tinha sido dura antes mesmo da Fannie Mae e da Freddie Mac saírem dos trilhos, complicando um debate acirrado em Washington sobre possíveis medidas a respeito da crescente onda de execuções hipotecárias. Uma parte do público e a maioria dos congressistas republicanos se opuseram ao uso de impostos dos locatários e proprietários de imóveis que estavam pagando suas hipotecas para fornecer alívio aos proprietários de imóveis que não as estavam pagando. Mas outra parte do público e a maioria dos congressistas democratas acharam que o governo não estava fazendo o suficiente para ajudar os proprietários de imóveis em dificuldades. Na verdade, uma provisão de alívio hipotecário razoavelmente inconsequente que Barney Frank inserira na legislação Fannie Mae-Freddie Mac era ainda mais polêmica no Capitólio do que o pedido de Hank de uma bazuca fiscal, tanto que o presidente Bush se absteria de fazer uma assinatura da lei em público quando a legislação passasse.

Mas a legislação de fato passou. As relações pessoais são importantes, e Hank tinha sólidas relações com congressistas líderes em ambos os partidos; a maioria deles concordou em colocar a emergência à frente da política. No fim de julho, o Congresso controlado pelos democratas aprovou a Lei de Habitação e Recuperação Econômica de 2008 e deu imenso poder a um governo republicano, provando que Washington era capaz de fazer coisas corajosas quando uma crise exigia, embora

*image  
not  
available*



tudo ao nosso alcance acabou por ser insuficiente.

No final, o Lehman não tinha um comprador que estivesse disposto e fosse capaz de respaldar suas obrigações, como o Bear tivera o JPMorgan. Não havia autorização do Congresso para que o governo apoiasse o Lehman, como havia para Fannie e Freddie. E o Lehman não tinha garantias sólidas suficientes para que pudesse receber empréstimos do Fed que o mantivessem flutuando numa estrutura que o mercado aceitasse, como a AIG fez com seus negócios de seguros. Nós ajudamos a contribuir para a confusão sobre nossos motivos com algumas declarações que fizemos após o colapso do Lehman, quando não queríamos assustar os mercados, admitindo que tínhamos sido impotentes para salvar uma empresa sistêmica. Mas não tínhamos opção prática para salvar o Lehman sem um comprador privado. Nossa maneira de pensar não mudara nos seis meses decorridos desde a difícil decisão sobre o Bear, e tampouco nossas limitações. Não poderíamos injetar capital no Lehman, garantir suas dívidas, comprar seus ativos ou fechá-lo de forma ordenada, então nosso cenário de pesadelo se tornou realidade.

Esse cenário de pesadelo finalmente nos ajudou a persuadir o Congresso a nos dar o poder de que precisávamos, o que nos permitiria apagar o fogo. Mas antes de mais nada, gostaríamos de ter sido capazes de evitá-lo. A dor da falência do Lehman e suas consequências não se limitariam aos acionistas e executivos do Lehman — entre eles, o irmão de Hank, Dick, um dos vice-presidentes seniores da empresa — ou até mesmo a suas contrapartes e credores no sistema financeiro. Seriam sentidas em toda a economia global.

### Lehman Brothers: Afundando na lama

O Lehman seguiu um caminho conhecido para o perigo, apostando sua franquia em títulos hipotecários subprime, imóveis comerciais e outros investimentos altamente alavancados que eram muito lucrativos até que deixassem de sê-

*image  
not  
available*

econômica do que seu salvamento. Estávamos determinados a evitar falências perturbadoras de grandes instituições até podermos criar um círculo de proteção em torno do núcleo do sistema, e, naquela altura, não tínhamos o poder de criar esse tipo de parede guarda-fogo. Nosso desentendimento era sobre táticas de negociação e de mensagens, não sobre nossa determinação final de fazer o que pudéssemos para evitar um colapso desestabilizador de uma instituição sistêmica.

No fechamento da sexta-feira, o Lehman estava reduzido aos seus últimos 2 bilhões de dólares em dinheiro, exatamente como acontecera ao Bear em seu último dia. No Fed de Nova York, Tim e Hank alertaram os líderes das principais instituições de Wall Street de que um calote do Lehman seria catastrófico para todos eles, então precisavam trabalhar juntos para evitá-lo.

O Fed de Nova York fervilhou todo o fim de semana de banqueiros, advogados, contadores e reguladores trabalhando contra o relógio para evitar um colapso. Uma equipe se reuniu com compradores potenciais do Lehman para identificar os ativos ruins que queriam deixar para trás, enquanto outra trabalhou com o consórcio de bancos de Wall Street para incentivá-los a assumir alguns desses ativos ruins ou mesmo todos. Aqueles que revisaram os ativos do Lehman ficaram horrorizados. O Bank of America nos disse que nem sequer consideraria um acordo, a menos que pudesse deixar para trás 70 bilhões de dólares em ativos podres; o Barclays identificou 52 bilhões de dólares que não assumiria. Os executivos de Wall Street que analisaram o portfólio imobiliário do Lehman concluíram que ele valia somente cerca de metade do que a empresa alegava. Os bancos tinham algum incentivo para exagerar os problemas a fim de encorajar o governo a ajudar, mas a conclusão bem-sucedida de qualquer acordo exigia que antes o enorme déficit de capital do Lehman fosse resolvido, o qual representava até dez vezes mais o risco que o Fed havia assumido com o Bear.

Tratava-se de um déficit assustador para um consórcio do



*image  
not  
available*

em fuga.

Às 13h45 da segunda-feira, 15 de setembro, o Lehman entrou com pedido de falência, a maior da história americana. O Fed tentou aplicar espuma na pista afirmando sua disposição de emprestar a bancos e bancos de investimento contra qualquer tipo de garantia. Mas a explosão foi devastadora de qualquer maneira.

O custo de segurar os títulos do Morgan Stanley e do Goldman Sachs dobrou na segunda-feira, pois os mercados perderam a confiança no modelo de negócios do banco de investimento. A corrida também se estendeu ao setor bancário comercial. Os credit default swaps<sup>7</sup> do Citi aumentaram, refletindo os temores crescentes do mercado de que até mesmo bancos grandes demais para falir poderiam falir, e depositantes retiraram do Washington Mutual o dobro do que haviam retirado na corrida ao IndyMac. Até mesmo a gigante industrial General Electric lutou para rolar suas promissórias, um indício preocupante de que o vírus financeiro havia infectado a economia em geral. Bancos, empresas e famílias em todo o mundo recuaram para uma posição defensiva; o valor dos fundos de pensão e aposentadoria despencou; e o ciclo vicioso de execuções hipotecárias, as demissões e o pânico financeiro se intensificaram. Bancos estrangeiros que haviam tomado empréstimos de fundos do mercado monetário americano e bancos dos Estados Unidos perderam o acesso a dólares, e os mercados emergentes também foram privados de oxigênio financeiro. O Fed ampliou substancialmente suas linhas de swap para fornecer dólares a bancos centrais estrangeiros e, em geral, proporcionou aos mercados dos Estados Unidos e do exterior uma liquidez sem precedentes durante uma crise de liquidez sem precedentes. Mas os empréstimos de curto prazo do Fed não podiam, por si só, solucionar uma crise global de confiança.

Depois que o Lehman faliu, editorialistas do *New York Times*, do *Wall Street Journal* e de outros órgãos influentes ficaram satisfeitos por termos resistido à tentação de usar dólares públicos para resgatar um empreendimento falido. Por um breve

*image  
not  
available*



segurados pagantes de prêmios e reservas obrigatórias que poderia usar para respaldar seus empréstimos. Os mercados perderam a confiança na capacidade da AIG de sobreviver a uma corrida aos seus fundos, mas seus problemas estavam sobretudo em sua holding, que abrigava sua problemática divisão de Produtos Financeiros. Achamos que os mercados reconheceriam que suas valiosas operações de seguro eram suficientes para manter a empresa fundamentalmente solvente e viável.

Qualquer empréstimo a uma empresa falimentar às voltas com uma corrida ainda seria arriscado, e sabíamos que talvez servisse apenas para ganhar tempo para o sistema se preparar para um default. Mas, na terça-feira, a AIG estava prestes a pedir falência se não recebesse o dinheiro necessário, e a quantia de dinheiro que precisava parecia aumentar a cada hora. Naquela tarde, o Fed enviou à AIG uma oferta do tipo pegar ou largar de uma linha de crédito de 85 bilhões de dólares a uma taxa de juros penalizadora em troca de 79,9% da empresa — um pouco abaixo do limite que forçaria o governo a trazer a instituição formalmente para seu balanço, mas o suficiente para garantir que os contribuintes obtivessem a maior parte da valorização se a empresa sobrevivesse. A AIG aceitou o acordo, apesar de uma das condições ser a substituição imediata de seu CEO.

Sabíamos que a reação seria intensa e que pareceria que estávamos dando uma guinada. Barney Frank brincou que o dia 15 de setembro deveria ser apelidado de Dia do Livre Mercado, em homenagem ao compromisso de um dia dos Estados Unidos com o rigor do mercado, entre o Lehman e a AIG. Mas não abraçamos nem abandonamos subitamente nenhum princípio. Fizemos o que podíamos para evitar o caos e não fizemos o que não podíamos fazer; a AIG tinha garantias sólidas, o suficiente para garantir o financiamento de que precisava para permanecer em funcionamento, enquanto o Lehman não. E mesmo com a AIG, tentamos fazer uma negociação dura, em parte para maximizar a proteção aos contribuintes, em parte para minimizar o risco moral que criaríamos para o futuro. Os acionistas da AIG mais tarde entraram com um processo porque

*image  
not  
available*

bancárias. CEOs de instituições não financeiras com avaliação de crédito alta como General Electric, Ford e até mesmo a Coca-Cola alertaram Hank de que estavam tendo problemas para vender seus papéis, o que as privava do financiamento de curto prazo para gerenciar operações e pagar fornecedores e trabalhadores. Isso as forçaria a reduzir os estoques e a atrasar pagamentos aos pequenos e médios fornecedores, que, por sua vez, seriam forçados a demitir trabalhadores.

A crise estava prestes a se espalhar, de uma maneira mais concreta e palpável, de Wall Street para a Main Street. Estávamos decididos a deter as corridas aos fundos de investimentos líquidos de curto prazo, que investiam 3,5 trilhões de dólares para 30 milhões de americanos, e ao commercial paper, que fornecia a vital liquidez diária que era a alma de tantas empresas da economia real. A equipe de Hank teve a ideia de usar o Fundo de Estabilização Cambial de 50 bilhões de dólares do Tesouro para garantir os fundos monetários, assim como a FDIC garantia os depósitos bancários. O fundo do Tesouro deveria ser usado para proteger o valor do dólar somente numa emergência, mas havia o argumento de que deter as corridas aos fundos monetários impediria um colapso econômico que pudesse destruir o valor do dólar. De qualquer modo, acreditávamos que, depois que anunciasse a garantia, o Tesouro não teria de gastar nem emprestar nada, porque os investidores parariam de correr quando recuperassem a confiança de que os fundos monetários estavam seguros. E o Fed reforçou a nova garantia lançando um novo verbete em sua sopa de letrinhas de programas de empréstimo, a AMLF (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility), um esforço tortuoso para descongelar o mercado de commercial paper lastreado em ativos, ajudando os bancos a comprá-los de fundos de investimentos líquidos de curto prazo. Em duas semanas, o programa já financiava 150 bilhões de dólares equivalentes a títulos em que o mercado não confiava mais.

As intervenções funcionaram. Nenhum outro fundo de investimentos líquidos de curto prazo *broke the buck*, e como o



*image  
not  
available*

considerá-lo socialismo de *big government*, enquanto muitos democratas reclamaram que carecia de restrições à remuneração dos executivos e de alívio para os proprietários de residências. Numa série de audiências no Capitólio, Hank e Ben foram repetidas vezes ridicularizados por colocar Wall Street à frente da Main Street, por mimar os incendiários, em vez de deixá-los queimar. Um senador disse a Ben que os telefonemas para o escritório dele sobre a legislação proposta oscilavam em torno de “50% não e 50% claro que não”.

Ainda assim, longe das câmeras e da postura parlamentar, Hank estava avançando num acordo bipartidário quando o senador John McCain, o candidato republicano à presidência, anunciou de repente que estava suspendendo sua campanha e voltando a Washington para ajudar a resolver a crise, jogando as negociações no turbilhão da política presidencial. Hank alertou McCain que se ele torpedeasse o TARP, ele diria publicamente que o senador estava sabotando a economia, o que, é claro, não queria ser obrigado a fazer. Ele até sugeriu que Ben poderia apoiá-lo, o que não era de fato algo que Ben faria na qualidade de presidente independente do Fed, mas Hank estava disposto a blefar um pouco para evitar uma catástrofe.

O presidente Bush e Hank reuniram-se na Casa Branca na quinta-feira, 25 de setembro, com os candidatos presidenciais McCain e Obama e líderes parlamentares de ambos os partidos, uma reunião improdutiva que terminou em gritaria estridente depois que importantes republicanos continuaram resistentes ao TARP. A política das crises financeiras é sempre difícil, mesmo quando elas não entram em erupção antes das eleições presidenciais, porque as ações necessárias para estabilizar os sistemas financeiros nunca são populares. Por isso, é vital que os gestores de crises tenham as ferramentas de que precisam antes de uma crise, de modo que não precisem depender de líderes políticos para assumir riscos políticos em tempo real sob a vigilância do público. Como disse Lee Sachs, assistente de Tim, um corpo de bombeiros não deveria ter que convocar uma reunião da cidade para aprovar a compra de novos equipamentos

*image  
not  
available*



## 5. Combatendo o fogo

Outubro de 2008 a maio de 2009

A aprovação do TARP foi um ponto de inflexão, o momento em que os poderes democraticamente eleitos do governo reconheceram oficialmente que a crise representava uma grave ameaça para a economia e deram aos gestores um maior poder para estabilizar o sistema financeiro. Mas o sistema permaneceu instável por um bom tempo.

Parte do problema era simplesmente que o sistema estava em péssimo estado. Ele estava sendo golpeado havia catorze meses, e o caos de setembro — não só o colapso do Lehman, mas as quase falências de Fannie Mae e Freddie Mac, Merrill Lynch e AIG, juntamente com a corrida sem precedentes aos fundos de investimentos líquidos de curto prazo — havia sido um golpe devastador para os mercados de crédito e para a confiança. A aprovação de 700 bilhões de dólares em assistência foi uma notícia bem-vinda, mas o sistema tinha mais do que isso em termos de problemas, e o medo estava aumentando em relação à solvência de outras instituições financeiras significativas. Com efeito, o spread que refletia o estresse nos empréstimos interbancários atingiu seu ponto mais alto durante a semana *após* o Congresso ter promulgado o TARP; o mercado de ações teve sua pior semana desde 1933. Era óbvio que a mera existência do TARP não ia acabar com o pânico. Precisávamos anunciar um plano claro para acomodar os mercados imediatamente e precisávamos implementá-lo com rapidez.

Infelizmente, o vírus da falta de confiança que infectara os títulos hipotecários, as instituições expostas a títulos hipotecários e as instituições expostas às instituições expostas afetou também o Fed e o Tesouro. Deveríamos melhorar as

*image  
not  
available*

garantias abrangentes para seus passivos bancários, de modo que nossas defesas teriam que ser igualmente abrangentes.

Ocorreu-nos que, como a FDIC tinha o poder de respaldar os bancos falidos, um de cada vez, ela poderia invocar a exceção de risco sistêmico para respaldar todos os bancos de uma só vez. A presidente da FDIC Sheila Bair relutava em expor o Fundo de Seguro de Depósitos de sua agência a mais riscos, e dissera que nossa abordagem de fazer qualquer coisa para proteger as instituições sistêmicas era excessivamente generosa para com Wall Street. Mas ela vira as reações caóticas do mercado à inadimplência do Lehman e do WaMu e, diga-se a favor dela, concordou em considerar garantir algumas obrigações bancárias.

De início, Bair pressionou para limitar as garantias — restringindo-as a novas dívidas emitidas, excluindo as dívidas de holdings bancárias, impondo taxas punitivas aos bancos que usassem as garantias e até mesmo limitando as garantias a 90% das dívidas, um desconto implícito de 10%. Ela argumentou que tinha somente 35 bilhões de dólares em seu fundo de seguro, então precisava ter cuidado com o risco. Mas nós argumentamos que assumir algum risco com antecedência para proteger os bancos contra corridas reduziria o risco de que falências em cascata drenassem todo o seu fundo. E ela tinha como pedir emprestado ao Tesouro para respaldar seu fundo; a FDIC também poderia aumentar as taxas sobre o setor financeiro para reabastecer seu fundo após o término da crise.

Queríamos jogar tudo o que tínhamos contra a crise, então, enquanto corríamos para finalizar os detalhes do capital e das garantias do governo, iniciávamos esforços adicionais para proteger o sistema. O Fed criou um novo programa de empréstimos para evitar o colapso do mercado de commercial paper, de modo que grandes empresas pudessem financiar suas operações por mais de um ou dois dias. A Linha de Financiamento de Commercial Paper (Commercial Paper Funding Facility, CPFF) envolveu mais uma interpretação nova da autoridade de emergência do Fed, mas compraria 242 bilhões de dólares em commercial paper em sua primeira semana, ajudando



*image  
not  
available*

No fim das contas, o governo obteria um retorno substancial de seus investimentos em bancos americanos, mas, na época, o público achou que estávamos entregando seu dinheiro para os banqueiros que acabavam de quebrar a economia. Naquele outono, os europeus adotaram uma abordagem mais tradicional de seus problemas bancários, estatizando bancos falidos e oferecendo capital a outros bancos com condições tão punitivas que poucos concordaram em aceitá-lo. Em consequência, o sistema bancário deles permaneceria lamentavelmente descapitalizado durante muitos anos e sua recuperação econômica seria mais lenta do que a nossa. Mas os próprios atributos que tornariam o TARP tão bem-sucedido nos seus objetivos econômicos também aumentariam sua impopularidade junto ao público americano, o qual, compreensivelmente, queria que puníssemos os bancos com as condições mais duras possíveis.

E isso era apenas o começo do fim da crise.

Tínhamos agora uma estratégia mais eficaz para reagir ao terremoto financeiro, mas o tsunami econômico estava chegando à costa. No quarto trimestre de 2008, a economia norte-americana contraiu-se a uma taxa anual de 8,2% e eliminou quase 2 milhões de empregos, quando os choques em Wall Street começaram a reverberar na Main Street. Por sua vez, as dificuldades da Main Street estavam piorando os problemas em Wall Street, pois as empresas falimentares não pagavam seus empréstimos e os trabalhadores demitidos atrasavam seus pagamentos de cartões de crédito, empréstimos estudantis, empréstimos para carros e hipotecas. Os ativos problemáticos nos balancetes dos bancos ficaram mais duvidosos do que nunca, à medida que o aumento das inadimplências e do atraso de pagamentos das hipotecas aumentava as preocupações sobre títulos lastreados em hipotecas. A pior recessão desde a Depressão se intensificava e complicava ainda mais nossos esforços para estabilizar o sistema financeiro.

Para piorar as coisas, a matemática do TARP já estava ficando

*image  
not  
available*



no Meio-Oeste industrial. O TARP não foi projetado para empresas industriais, que podem geralmente declarar falência e depois se reestruturar ou liquidar de forma ordenada, mas o sistema bancário era tão frágil que o financiamento DIP<sup>12</sup> a que as empresas falidas recorrem em tempos normais não estava disponível. Isso significava que uma grande falência poderia provocar um colapso de toda a indústria e suas cadeias de suprimentos. Assim, em dezembro, o presidente Bush aprovou um total de 17,4 bilhões de dólares em empréstimos-ponte para a General Motors e a Chrysler, bem como acordos para recapitalizar e reestruturar seus braços de financiamento. Isso era basicamente uma tábua de salvação para manter a indústria viva durante a transição, embora 4 bilhões de dólares dependessem da aprovação pelo Congresso da segunda parcela do TARP.

Na semana anterior ao final de seu mandato, o presidente Bush pediu ao Congresso que liberasse a parcela restante de 350 bilhões de dólares, uma tarefa politicamente desagradável que ele poderia ter deixado para seu sucessor democrata. Mas Bush e Hank estavam determinados a fazer tudo o que pudessem para desarmar problemas politicamente difíceis (como AIG, Citi e Bank of America) a fim de que Obama e sua nova equipe não precisassem fazê-lo, sem tomar decisões de longo prazo (por exemplo, estabelecer como as montadoras deveriam ser reestruturadas ou como ajudar os proprietários de imóveis residenciais *underwater*<sup>13</sup> que restringiriam as ações do novo presidente. Seria difícil imaginar um momento mais difícil para enfrentar uma crise financeira e econômica do que uma transição presidencial. Na época, os desafios logísticos e políticos da transição pareciam terrivelmente frustrantes. Mas vista em retrospecto, a transição foi surpreendentemente suave. O Congresso aprovou a segunda parcela do TARP sem muito drama. E Hank e Ben arquitetaram um resgate para o Bank of America semelhante ao do Citi, com 20 bilhões de dólares em capital do TARP e um *ring fence* em torno de 118 bilhões de dólares em ativos podres. Essas intervenções estabilizaram o banco.

*image  
not  
available*

confiança nunca retornaria enquanto a incerteza reinasse, e achavam que era pelo menos possível que as percepções da saúde do sistema bancário fossem piores do que a realidade.

A peça central de seu plano seria o Supervisory Capital Assessment Program (Programa Supervisor de Avaliação de Capital), ou “teste de estresse”. O Fed e outras agências reguladoras bancárias fariam revisões rigorosas para determinar se os grandes bancos tinham capital suficiente para sobreviver a uma desaceleração semelhante à depressão. Então, tornariam públicos os resultados, e os bancos cujo capital fosse insuficiente teriam seis meses para levantar o capital adicional de que necessitavam. Aqueles que não pudessem atrair o investimento privado seriam então forçados a aceitar capital adicional do TARP — e possivelmente o controle do governo. Havia decerto o risco de muitos bancos acabarem nessa situação, o TARP ficaria sem dinheiro tentando recapitalizá-los, e a estatização em grande escala acabaria acontecendo de qualquer maneira. Mas colocar preventivamente o sistema político no comando do sistema bancário parecia uma opção extremada quando também era possível que muitos bancos estivessem em melhor forma do que os mercados temiam. Os mercados tendem a exagerar na descida, bem como na subida, e Tim relutava em transformar os bancos em tutelados do Estado com base nos temores do desconhecido, não em provas de que eles não eram viáveis. O teste de estresse forneceria um quadro mais preciso da saúde dos bancos — e então garantiria que os doentes recebessem o capital de que precisavam, de forma voluntária, por meio de investidores, ou à força, por meio do TARP.

Tim e Ben também concordaram com uma enorme expansão do TALF para transformá-lo num programa de 1 trilhão de dólares apoiado pelos fundos do TARP, uma medida destinada a transmitir a determinação do governo de ressuscitar o mercado de títulos lastreados em ativos. (Os eventos mostraram que essa capacidade extra não seria necessária.) E a equipe de Tim concebeu uma nova parceria do Tesouro com o setor privado para comprar ativos problemáticos, adaptando algumas das ideias



*image  
not  
available*

de que não haveria mais Lehmans. Não representou a solução mágica que acabou com a crise, e sim a culminância de uma longa série de intervenções de emergência que tornaram possível uma saída. Os vastos programas de empréstimos e liquidez do Fed, os resgates do Bear, da Fannie, da Freddie e da AIG, a garantia do Tesouro aos fundos de investimentos líquidos de curto prazo, as garantias às dívidas bancárias da FDIC e o uso inicial de fundos do TARP para os bancos foram medidas necessárias para apagar o fogo, embora nenhuma dessas ações fosse suficiente por si só. Se não fosse por todas essas intervenções — especialmente as centenas de bilhões de dólares em capital que o TARP já injetara no sistema bancário, junto com o capital privado que pressionamos os bancos a levantar desde o início da crise —, os resultados do teste de estresse teriam sido muito menos tranquilizadores para os mercados e muito mais caros para os contribuintes.

Além disso, se todas essas medidas agressivas para consertar o sistema financeiro não tivessem sido suplementadas por ações igualmente agressivas para reanimar a economia como um todo, os ganhos alcançados pelas estratégias inovadoras adotadas na época do Dia do Descobrimento da América teriam sido desperdiçados e corroídos. No final, a força total do governo americano foi suficiente para apagar o fogo, mas apenas por pouco. Qualquer coisa a menos do que foi feito não teria sido suficiente.

Assim como um colapso financeiro irreversível teria mergulhado a economia na depressão, uma prolongada queda livre econômica teria forçado o sistema financeiro a entrar em colapso. Nossas intervenções financeiras funcionaram somente em conjunto com um esforço agressivo para ressuscitar a demanda econômica no início de 2009 — mais ousadia monetária do Fed, estímulos fiscais sem precedentes de Obama e do Congresso, um resgate governamental da indústria automobilística e um esforço imperfeito, mas ainda substancial para reanimar o mercado imobiliário e ajudar os proprietários de

*image  
not  
available*



refinanciar suas hipotecas, enquanto outros 25 milhões aproveitariam as taxas baixas para refinar sem a ajuda do governo. O HAMP era um pesadelo logístico, dependente de um setor disfuncional de serviços de empréstimo que costumava extraviar a papelada, não retornar telefonemas e, em geral, enrolar os devedores. A equipe de Tim no Tesouro pensou em criar seu próprio programa de serviços a partir do zero, mas decidiu que não havia tempo suficiente, e os bancos relutavam em investir na infraestrutura que precisariam para identificar as hipotecas adequadas para modificações e fazer as negociações com rapidez. O HAMP também tinha exigências onerosas de cumprimento e regras restritivas de elegibilidade para proteger contra fraudes, o que entrouvrou ainda mais um processo já moroso e persuadiu os bancos a reestruturar milhões de hipotecas privadamente sem o subsídio do HAMP, em vez de lidar com a burocracia do governo. No fim das contas, o HAMP apoiaria diretamente apenas uma fração da meta de Obama de 3 milhões a 4 milhões de modificações de hipotecas, mas a combinação de modificações do governo e do setor privado acabou por beneficiar mais de 8 milhões de proprietários de imóveis.

As dificuldades do HARP e do HAMP receberam muita atenção e convenceram muitos observadores de que a política habitacional do governo havia fracassado. As medidas federais que tiveram o maior impacto na habitação foram os 400 bilhões de dólares injetados na Fannie Mae e na Freddie Mac, que mantiveram o crédito hipotecário fluindo após o capital privado abandonar o campo, e as compras agressivas de títulos hipotecários pelo Fed, que ajudaram a manter baixas as taxas hipotecárias e facilitaram os refinanciamentos. Programas para reduzir as execuções hipotecárias após um crash imobiliário e uma profunda recessão eram muito mais difíceis de projetar. A política era traiçoeira e não havia uma maneira fácil de criar programas direcionados para ajudar proprietários de imóveis financeiramente angustiados a permanecerem em suas casas sem desperdiçar dinheiro com proprietários de imóveis que não precisavam de ajuda ou nunca poderiam pagar por suas casas,

*image  
not  
available*

## Conclusão

### O próximo incêndio

Nenhum de nós, tampouco nenhum de nossos experientes colegas havia vivido uma crise como essa. E apesar do conhecimento de Ben sobre a Grande Depressão, da sensibilidade de Hank para os mercados financeiros e a experiência de Tim com crises no exterior, nenhum de nós tinha certeza do que funcionaria, do que sairia pela culatra ou de quanto estresse o sistema seria capaz de suportar. Não havia nenhum manual que pudéssemos consultar para nos orientar, nenhum consenso profissional sobre as melhores práticas. Tivemos que abrir caminho no meio do nevoeiro, às vezes alterando nossas táticas, às vezes mudando nossas ideias, com enorme incerteza quanto aos resultados. E muitas das coisas que fizemos pareciam recompensar a própria indústria financeira que fora a primeira a arrastar o mundo para a crise.

Portanto, era compreensível e talvez inevitável que os comentaristas tendessem a pressupor e prever o pior. Alguns críticos advertiram que estávamos preparando o palco para uma corrida ao dólar, ou uma hiperinflação no estilo do Zimbábue, ou uma crise de dívida ao estilo da Grécia, ou trilhões de dólares em custos de resgate, ou um sistema ao estilo do Japão dominado por bancos zumbis irrecuperáveis, ou mesmo a morte do capitalismo americano de livre mercado. No fim, nada disso aconteceu — não apesar de nossas escolhas, acreditamos, mas por causa delas. Tivemos a sorte de o Congresso nos dar por fim amplos poderes que nos permitiram mobilizar uma reação vigorosa e eficaz — e talvez, de certa forma, tenhamos sido simplesmente afortunados. Mas, com uma década para refletir sobre o que aconteceu aqui e em outros países naquela crise, acreditamos que a estratégia adotada pelos Estados Unidos, e



*image  
not  
available*

capital. Isso também significava exigências de liquidez mais conservadoras, obrigando os credores a reter mais dinheiro e outros ativos líquidos, ao mesmo tempo que confiassem menos em financiamentos de curto prazo que poderiam iniciar uma corrida ao primeiro sinal de problemas. As grandes instituições, que representariam o maior perigo se não cumprissem suas obrigações, estariam sujeitas a restrições ainda mais rígidas quanto ao risco assumido e seu financiamento. E o mais importante, as novas regras teriam que ser aplicadas de forma mais ampla em todo o sistema financeiro, não apenas nos Estados Unidos, mas em todo o mundo, com flexibilidade para expandi-las no futuro a fim de ajudar a evitar a migração de risco de fora do perímetro do sistema financeiro pela trilha de uma resistência regulatória menor.

O governo Obama e o Fed se esforçaram para atingir esses objetivos, negociando com o Congresso a Lei Dodd-Frank de 2010 de Reforma e Defesa do Consumidor de Wall Street, enquanto comandavam um esforço global para aplicar restrições mais duras à tomada de riscos nas maiores economias. E nessas áreas, as negociações produziram defesas muito mais robustas contra crises potenciais. O regime regulatório global de Basileia III triplicou as exigências mínimas de capital para os bancos e as quadruplicou para os maiores bancos, ao mesmo tempo que exigia capital de melhor qualidade que pudesse realmente absorver perdas, garantindo que o sistema global tivesse colchões muito mais resistentes. Os padrões que o Fed criou para os bancos americanos foram ainda mais duros. As exigências de liquidez também foram aumentadas em todo o mundo, reduzindo a dependência das instituições financeiras de financiamentos overnight instáveis. Antes da crise, as obrigações não seguradas de curto prazo respondiam por cerca de um terço dos ativos do sistema financeiro; hoje elas são em torno de um sexto. O mercado de repos é muito menor, os ativos que ele financia são muito mais seguros, e o crédito intradiário, o elemento mais arriscado do mercado de repos, caiu 90% em relação ao pico anterior à crise.