

ISSN 1519-4612

Universidade Federal Fluminense
TEXTOS PARA DISCUSSÃO
UFF/ECONOMIA

Universidade Federal Fluminense
Faculdade de Economia
Rua Tiradentes, 17 – Ingá – Niterói (RJ)
Tel.: (0xx21) 2629-9699 Fax: (0xx21) 2629-9700
<http://www.proac.uff.br/econ/graduacao>
esc@vm.uff.br

Editor: Luiz Fernando Cerqueira; lcer@uol.com.br; lfcerqueira@economia.uff.br.

**A Crise Financeira de 2007-08:
visão geral**

Lu Morandi

TD 301
Setembro/2014

A Crise Financeira de 2007-08: visão geral

(JEL: E52; E50; E40; E20)

Agosto/2014

Revisitando a grande depressão iniciada pela crise de 1929, a maioria dos economistas concordaria que algumas decisões de política econômica mostraram-se equivocadas e contribuíram para aprofundar e alongar a crise. Exemplos disso foram a tentativa inglória, do então presidente norte americano Herbert Hoover, de equilibrar o orçamento em um período de desaquecimento da atividade econômica; a insistente defesa do Padrão Ouro, por parte do Fed, sem medir as consequências sobre a economia interna; e o fato de as autoridades regulatórias não terem bombeado dinheiro para os bancos ameaçados para acalmar os ânimos e atenuar o pânico bancário de 1930-31.

Até a crise financeira iniciada em 2006-07, os economistas em geral achavam saber o suficiente sobre teoria econômica para serem capazes de evitar grandes períodos de depressão ou mesmo recessões mais profundas. Acreditavam que os mecanismos criados pelos mercados eram suficientes para evitar uma crise tão séria e profunda quanto à de 1929. Os governos no mundo moderno, as garantias de depósito e a pronta intervenção dos bancos centrais como financiadores de última instância seriam suficientes para prevenir o pânico nos mercados.

Porém, segundo Krugman (2009), a crise asiática da década de 1990 deveria ter sido suficiente para alertar que o grau de confiança dos mercados, dos governos e dos economistas não era condizente com a realidade. A crise asiática e as crises de balanço de pagamentos dos países ditos emergentes, ao longo da década de 1990, deveriam ter alertado para o fato que as diretrizes de política econômica, bem como as análises econômicas, estavam desprezando fatores importantes. A estabilidade dos mercados não era assegurada e as políticas macroeconômicas e as análises econômicas estavam usando diretrizes defendidas por uma teoria econômica que já tinha sido ultrapassada pela keynesiana lá na década de 1930.

O Japão, segundo Krugman (2009), passou quase toda a década de 1990 numa armadilha econômica que Keynes e seguidores teriam considerado familiar. A crise asiática levou os países de uma situação de crescimento significativos a uma crise profunda de um momento a outro. Mas esses reversos do crescimento não foram levados devidamente em conta pelos teóricos econômicos, ou pelo menos não pelos teóricos de linha não-keynesiana. Em 2003, Robert Lucas, prêmio Nobel de economia de 1995, declarou em discurso na reunião anual da *American Economic Association*, que a macroeconomia já havia discutido demasiado crises e aquele era o momento para se discutir questões mais atuais, como o crescimento econômico duradouro. Para Lucas, todas as questões relativas a ciclos já haviam sido discutidas e resolvidas. Não era mais possível discutir ciclos de crescimento e recessão porque isto era algo superado. A teoria econômica já tinha as respostas adequadas.

Ele não era voz solitária. Ben Bernanke, futuro *chairman* do Fed, declarou em discurso otimista, intitulado ‘A grande moderação’, que a política macroeconômica já havia resolvido as questões relativas aos ciclos econômicos. Parece que toda a análise otimista sobre o futuro da economia se baseava no fato de a inflação ter estado sob controle nos anos 1990, apesar das economias, em sua grande maioria, não apresentarem taxas de crescimento significativas.

Mas, segundo Krugman (2009), ‘a vulnerabilidade dos ciclos econômicos pouco se relaciona com as forças e debilidades fundamentais da economia, dado que todas as economias, inclusive as sólidas e fortes, estão sujeitas a flutuações’. E, no geral, as

recessões são desencadeadas por escassez de demanda efetiva, que, em boa parte dos casos, pode ser resolvida por política monetária expansionista. A redução da demanda, resultante do desejo de acumular reservas (moeda), leva à redução da demanda efetiva, enquanto que o aumento da liquidez (promovido pela política monetária expansionista) pode, dependendo das expectativas, suprir a demanda por moeda, liberando gastos para demais bens. A expansão da liquidez, porém, não pode ser indiscriminada. Se for excessiva, gera inflação e se a inflação se torna crônica, seu combate torna-se muito mais custoso à sociedade.

Os EUA, na década de 1980, tinham uma inflação que retornara a níveis toleráveis. Em 1987 houve o *crash* do mercado acionário e o Fed conseguiu eliminar seus efeitos sobre a economia real com a injeção maciça de liquidez no sistema. Para se ter uma ideia, a queda da bolsa em um dia foi tão grande quanto à do primeiro dia da crise de 1929. Em fins dos anos 1980 houve queda do nível de atividade, mas logo se recuperou, entrando em novo período de expansão. Em fins dos anos 1990 parecia seguro afirmar que os ciclos haviam sido dominados. A prosperidade continuada parecia plausível.

A globalização ocorrida nos anos 1980 e 1990 levou à expansão das exportações dos países do Terceiro Mundo para os países desenvolvidos, através dos deslocamentos da produção destes para aqueles. As indústrias se beneficiaram dos baixos salários que poderiam pagar nas economias periféricas. Os trabalhadores desses países tiveram ganhos de renda, apesar das péssimas condições de trabalho e baixo salário comuns na região, principalmente se comprado aos salários dos países centrais. Mas a concorrência e a expansão da produção nas periferias elevaram os salários nesses países, mesmo que ainda alcançassem apenas pouco mais da metade dos salários correspondentes no Primeiro Mundo. Mas, mesmo o aumento das exportações dos países do Terceiro Mundo não evitou as flutuações e crises dos anos 1990.

Crises do México e Argentina

O México fez reformas liberalizantes nos anos 1980, promoveu privatizações e abertura do mercado interno e a liberalização do comércio exterior. Beneficiou-se do Plano Brady, de 1989, que propunha algum tipo de perdão da dívida da América Latina, julgada impagável. O México foi capaz de trocar boa parte da dívida por bônus Brady de valor nominal menor. A redução do custo da dívida permitiu redução dos juros domésticos, o que permitiu zerar o déficit orçamentário, além de ser capaz de atrair entrada significativa de investimentos estrangeiros.

Mas a redução da inflação não foi suficiente para a estabilização do câmbio. No início dos anos 1990, o crescimento das exportações mexicanas havia sido pequeno e o déficit comercial não preocupava as autoridades porque era compensado ainda por entradas significativas de capital estrangeiro autônomo. As autoridades se recusavam a tomar qualquer providência por não ver nesse déficit nenhum problema. Se os investidores estão investindo no país é porque percebem sua solidez econômica. Ou seja, o déficit comercial seria fruto da expansão da demanda e não refletia qualquer problema da economia mexicana.

A questão importante, no entanto, era que apesar da estabilização, da confiança do mercado externo nos títulos mexicanos (sendo comercializados com descontos similares aos dos títulos de melhor *rating* no mercado), e da expansão do investimento estrangeiro, o crescimento do PIB foi pífio. Para alguns, como Dornbusch, o problema estava no valor da moeda: o peso estava valorizado e reduzia a competitividade dos produtos mexicanos no mercado internacional, comprometendo a balança comercial e o crescimento.

Em 1994, no início do ano, eclodiu um levante camponês em Chiapas, região pobre e rural, que havia ficado distante dos benefícios das reformas promovidas nos últimos anos. Além disso, em março foi assassinado Donald Colosio, sucessor do presidente, político reformista ousado, populista e carismático. Em dezembro do mesmo ano ficou evidente que o governo deveria tomar alguma ação diante do escoamento das reservas internacionais. As alternativas eram ou aumentar a taxa de juros para manter o dinheiro dos mexicanos no país e atrair capital externo, ou a desvalorização do peso para melhorar a competitividade das exportações e tornar os ativos mexicanos mais atraentes.

O México optou pela desvalorização, mas errou na condução do processo. O governo promoveu uma desvalorização bem aquém da esperada, de apenas 15%, quando algumas projeções indicavam uma desvalorização de 30%. Além disso, o comportamento das autoridades não trouxe tranquilidade ao mercado. O Ministro da Fazenda pareceu arrogante e indiferente à opinião dos credores internacionais e, pior, logo ficou claro que a desvalorização havia sido discutida com os empresários nacionais, que tiveram acesso a informações privilegiadas. A fuga maciça de capitais tornou-se inevitável e o governo se viu obrigado a abandonar o câmbio fixo. Em consequência a cotação do peso caiu à metade do valor anterior à crise, fruto da saída ininterrupta de capita estrangeiro. Neste contexto o déficit orçamentário tornou-se um problema grave e a dificuldade de financiamento elevou os juros a 75%, em março de 1995.

Mas, antes da desvalorização o México havia convertido bilhões em dívidas de curto prazo em bônus do tesouro (títulos indexados ao dólar). Isso era parte da estratégia para convencer os credores que o governo não faria uma desvalorização. Com a desvalorização, essa dívida explodiu. Os reflexos da crise incluem uma queda de 7% no PIB em 1995; a produção industrial caiu 15%; milhares de empresas faliram; centenas de milhares de trabalhadores ficaram desempregados. Mas o pior é que o ‘efeito tequila’ não se restringiu ao México e alcançou outras economias.

Na década de 1980 a economia da Argentina ia de mal a pior. Além da derrota na guerra das Malvinas, em 1982, foi fracassada a tentativa de estabilização dos preços do governo Raul Alfonsín e a adoção de nova moeda, o austral. Em 1989 a inflação chegava a 3.000% aa. O governo seguinte, Carlos Menem, adotou reformas *à la* México e promoveu a abertura comercial, a privatização do setor estatal, inclusive petróleo, e a reforma monetária de Domingo Cavallo, o *currency board*.

A partir da adoção do *currency board*, a emissão de moeda argentina dependia da entrada de dólar. A taxa de conversão adotada era de 1US\$ para 1 peso argentino. A inflação, como consequência, caiu rapidamente para quase zero. Como o México, a Argentina negociou um Plano Brady e o resultado foi o retorno da entrada de capitais estrangeiros. A economia voltou a crescer, mas foi contagiada pela crise do México. O contágio pode ter ocorrido porque os investidores externos não conseguem distinguir a Argentina de qualquer dos outros países da América Latina.

Um agravante é que o *currency board* se mostrou um grande problema quando começou a especulação contra o peso argentino. Ao temer o pior, os credores estrangeiros cobraram o pagamento antecipado e não renovaram as linhas de crédito. Essa dívida é paga sacando dólares da conta. O banco sacado, para recompor suas reservas, denuncia o vencimento de dívida de empresa Argentina e não renova o crédito. Esse processo torna-se um efeito dominó expansivo e leva à contração do crédito, deixando as empresas argentinas em dificuldades financeiras. Os depositantes, com receio da possível instabilidade dos bancos, preferem sacar o dinheiro, piorando a situação da liquidez bancária. Mas, por outro lado, apesar desse mercado poder ser

socorrido pelo prestador de última instância, a questão é que o banco central argentino não podia suprir essa escassez de liquidez com emissão de pesos por causa do *currency board*.

Em princípios de 1995, Argentina e México haviam passado da euforia ao pânico. O socorro para o México veio dos EUA. Apesar das oposições contrárias internas, o Tesouro utilizou o *Exchange Stabilization Fund* e emprestou US\$ 50 bilhões ao México. O socorro à Argentina foi feito pelo Banco Mundial num montante de US\$ 12 bilhões. A crise foi contida bastante rapidamente, e em fins de 1995 a economia já estava voltando aos eixos.

Segundo Krugman (2009), a crise tequila foi mal apreendida. Ficou como resultado que crises, mesmo tão graves quanto as do México e Argentina, não tinham maiores consequências e poderiam ser contidas pelas instituições existentes e da forma como os mercados estavam regulados. Deu a impressão que esses países entraram em crise porque eram esses países especificamente: de governos populistas, tomaram medidas inadequadas e pagaram o preço. Crise, portanto, era algo para ser visto como excepcional e ocorria em consequência de erros estratégicos de política econômica.

Crise do Japão

O Japão amargou taxas medíocres de crescimento em toda a década de 1990. Para se ter uma ideia, em 1998 a indústria japonesa produzia menos que em 1991. Apesar de ter um mercado interno bastante grande, ser credor internacional, ter indústrias de ponta e trabalhadores altamente qualificados, o Japão não foi capaz de sair da crise de forma rápida.

Nos anos 1980, os preços dos imóveis no Japão começaram a inflar sem justificativa aparente. Nessa época o sistema financeiro japonês foi desregulamentado e o aumento dos empréstimos por parte dos bancos levou à bolha. O estouro da bolha japonesa começou em 1990 quando o banco central do Japão começou a aumentar a taxa de juros para conter os excessos especulativos. Já no começo de 1991 essa política começou a surtir efeito e os preços de imóveis e ações declinaram. No entanto declinaram fortemente e em poucos anos chegaram a valores cerca de 60% menores que os valores do pico. Mas o fim da economia de bolha não melhorou a saúde da economia e só aumentou sua letargia.

Na década de 1990 o Japão cresceu a taxas muito baixas, mesmo sem configurar recessão. Foi batizada de ‘recessão de crescimento’. A economia crescia, porém não o suficiente para acompanhar a expansão de capacidade, o que provoca aumento contínuo de capacidade ociosa e desemprego. Mas nenhuma política de expansão de demanda foi utilizada por se acreditar que esta era a situação normal ou o jeito do crescimento econômico japonês. As taxas de juros caíram a quase zero e mesmo assim não houve aumento de demanda nem crescimento. O Japão caiu na armadilha da liquidez: com menos renda e demanda havia redução de consumo e investimento, criando um círculo vicioso de baixo crescimento e gastos.

O governo japonês ampliou os gastos públicos em obras de infraestrutura como forma de expandir a demanda, mas não foi capaz de reverter as expectativas, mesmo passando de um superávit fiscal de 2,9% do PIB em 1991 para um déficit fiscal de 4,3% do PIB em 1996. E, em 1997, pelo fato de ter uma população envelhecida, e isso ter gerado maior preocupação com o déficit, o governo decidiu aumentar os impostos, o que levou a economia imediatamente à recessão. O governo voltou a realizar obras públicas, como resposta à recessão, mas o fato de o déficit público caminhar para 10% do PIB e a dívida pública estar acima de 100% do PIB inibiu os investidores e a economia não decolou.

Como o financiamento do crescimento pelo déficit fiscal chegava ao limite, o governo optou por financiar os bancos para ampliarem o crédito e aprovaram plano de socorro de US\$ 500 bilhões. Mas mesmo isso não surtiu efeito. O Japão iniciou sua recuperação apenas em 2003, em consequência do aumento das importações norte americanas. Mas ainda não apresentou crescimento importante.

Crise Asiática

A Tailândia começou sua grande industrialização na década de 1980. Empresas estrangeiras, principalmente japonesas, instalaram fábricas no país e a economia chegou a apresentar taxas de crescimento de 8% aa. Até o início da década de 1990, boa parte dos investimentos eram realizados com poupança doméstica. A dívida externa era pouco significativa.

Mas na década de 1990, a autossuficiência financeira da Tailândia começou a implodir. De um lado, a crise da América Latina teve solução e os países voltaram a ser opção de investimento e, por outro lado, a queda do comunismo abriu os mercados desses países como opção aos investidores. Além disso, os países centrais estavam praticando taxas baixas de juros para atenuar o baixo crescimento. Tudo isso somado tornou as economias do Terceiro Mundo uma opção. Os ‘mercados emergentes’ tornaram-se a nova fronteira de oportunidades financeiras e os investidores responderam em manadas. Em 1990 os fluxos de capital privado para países em desenvolvimento eram de US\$ 42 bilhões e em 1997 já eram de US\$ 256 bilhões.

Na Tailândia, a expansão do crédito era feita a partir de empréstimos externos (japonês ou norte americano) às companhias financeiras, com juros menores que os domésticos. Os empréstimos financiavam imóveis comerciais e residenciais e a especulação com imóveis e ações. Os empréstimos externos se convertiam em expansão monetária doméstica porque o regime de taxa de câmbio era de taxas fixas entre o baht e o iene. O banco central tailandês tentou esterilizar a expansão monetária vendendo títulos, mas isso pressionou a taxa de juros doméstica e tornou ainda mais atraente os empréstimos externos. O resultado é que a oferta de crédito continuou a subir.

A consequência foi o aumento das importações e seu crescimento elevou os salários, reduzindo a competitividade dos produtos tailandeses, principalmente em relação à China, que havia desvalorizado sua moeda em 1994. Os déficits na balança comercial eram crescentes e chegaram a 8% do PIB.

Mas os déficits comerciais eram julgados como legítimos porque eram realizados pelas decisões do setor privado e cobertos por entradas também legítimas de capital estrangeiro. Porém, há que se considerar que as companhias financeiras da Tailândia não eram bancos comuns. Elas recebiam poucos depósitos e eram propriedades de parentes ou afilhados de políticos importantes. Elas recebiam empréstimos basicamente por suas ligações de poder, que se julgava lhes garantiam liquidez.

O jogo que misturava poder e setor financeiro se repetia também nos demais países que se envolveram na crise da Ásia, como Indonésia ou Coréia. Os empréstimos tinham sempre como garantia as relações com o poder e, por isso, se expandiam muito além das taxas de risco aceitáveis.

Em 1996 e início de 1997, a prosperidade tailandesa sofreu um reverterio: alguns produtos de exportação entraram em queda e a desvalorização do iene tornou a indústria do sudeste asiático menos atraente. Como resultado alguns especuladores quebraram e algumas companhias financeiras fecharam. Os empréstimos externos tornaram-se mais raros e os investimentos internos perderam impulso, gerando desvalorização de terras e imóveis.

Do outro lado, o banco central tailandês tinha dificuldade de pagar o déficit externo com a redução da entrada de moeda estrangeira e, para não desvalorizar o baht, o governo teve que vender dólar e iene. Como a redução dos investimentos gerou aumento de desemprego e redução de renda, aumentar a taxa de juros doméstica, para atrair a entrada de capital externo, não seria uma opção razoável ao banco central naquele momento. Isso desestimularia ainda mais os investimentos. Mas, por outro lado, desvalorizar também era um problema porque geraria incapacidade de pagamento para as empresas e agentes endividados em moeda estrangeira.

Mas era evidente que o baht iria se desvalorizar cedo ou tarde. No entanto, o governo insistia em manter a paridade com o dólar e optou por elevar a taxa de juros doméstica. Neste cenário, de um lado os devedores escolheram trocar suas dívidas em dólar por dívida em baht e, de outro, os especuladores aproveitaram a maior taxa de juros doméstica para tomar novos empréstimos em dólar e repassá-los em baht. Tudo isso ajudou a pressionar ainda mais o banco central a comprar baht no mercado – para evitar a desvalorização da moeda –, acabando com suas reservas. A consequência foi que em 2 de julho de 1997 o baht passou a ter taxa de câmbio flutuante.

A economia tailandesa (e as demais da Ásia) não entrou em crise por causa da desvalorização da moeda, mas pelo fato de isso, juntamente com o aumento da taxa de juros interno, dificultar o pagamento das dívidas, seja em dólar, seja em baht, e as empresas precisaram retrair seus gastos para cobrir suas contas. Ao mesmo tempo, o sistema bancário não era mais capaz de conceder empréstimos. A economia entrou num ciclo de recessão e crise.

A crise da Tailândia contagiou a Malásia, provavelmente porque tinham muita proximidade comercial, além de serem concorrentes no mercado internacional. Em relação ao contágio com a Coreia do Sul é mais provável que tenha sido causado pelo fato de os investidores verem os países emergentes como uma coisa só. Entraram em crise a Tailândia, Malásia, Indonésia e Coreia do Sul. E, possivelmente, essas economias entraram em crise em 1997 porque estavam mais expostas, eram economias mais abertas que no passado e, portanto, mais vulneráveis.

Do outro lado do mundo, no início dos anos 2000, tudo voltou a dar errado para a Argentina. A valorização do dólar frente ao euro elevou o preço dos produtos argentinos no mercado externo, principalmente na Europa (a Argentina mantinha a paridade de 1US\$ para 1peso argentino por causa do *currency board*). E, nesta mesma época o Brasil desvalorizou sua moeda por causa da contaminação da crise asiática. As duas coisas pioraram muito a competitividade dos produtos argentinos no mercado internacional.

Para conter a crise o governo argentino cortou gastos, aprofundando ainda mais a crise, por piorar a demanda agregada. Tomou medidas impopulares, como a imposição do limite de saques nos bancos, provocando os pânico e aumentando a desconfiança na política econômica. Em fins de 2001 finalmente o governo acabou com o *currency board* e o peso voltou a flutuar. Sua cotação caiu para 30 *cents* de dólar. Isso aumentou muito as dívidas de empresas e famílias que haviam contraído dívidas em dólar, levando muitos à falência. A economia entrou novamente em crise. O PIB real caiu 11% em 2002 e 4% em 2001. De 1998 a 2002 a economia argentina diminuiu 18%. Nos cinco anos seguintes a Argentina voltou a crescer e pagou apenas 30 *cents* por dólar de dívida. As consequências se fizeram sentir a seguir, com a economia entrando novamente em crise.

Políticas Públicas

Alguns objetivos das políticas públicas, mais recentemente, podem ser resumidos em discricionariedade da política monetária e taxa de câmbio flutuante, estabilidade cambial e liberalização dos fluxos de capitais.

A opção, p. ex., por um regime de taxa de câmbio flutuante pode ser muito boa para economias centrais, como Canadá, Inglaterra e EUA, e, ao mesmo tempo, pode ser uma opção muito ruim para economias periféricas, como México, Tailândia, Malásia e Coréia do Sul. Isto porque as economias periféricas sofrem mais abalos de confiança, até mesmo com pequenas flutuações do câmbio, o que pode gerar crises cambiais.

Nos anos 1990, as políticas econômicas adotadas com o intuito de combater as crises nas economias emergentes eram contrárias às propostas keynesianas. O objetivo basicamente era adotar políticas que seriam percebidas pelo mercado como as mais favoráveis. Os organismos centrais de socorro, como o FMI, acreditavam que os países em crise deveriam utilizar políticas de ajustes que convenceria os mercados seriam as mais adequadas. Exemplos de tais políticas seriam o aumento das taxas domésticas de juros, o corte dos gastos públicos e a defesa da moeda através da manutenção da taxa de câmbio. Impuseram tais medidas apesar de desde sempre se ter noção em teoria econômica que políticas monetária e fiscal apertadas, associadas a moedas sobrevalorizadas, provocam recessão. Mas os organismos de socorro preferiram jogar o jogo da confiança e ignorar todo o resto.

Especulação

As especulações contra a moeda de um país podem trazer resultados desastrosos para a economia. Em 1990 a Inglaterra havia aderido ao mecanismo de taxa de câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu, de paridades fixas. Era o estágio intermediário para a unificação monetária europeia. A Alemanha mantinha taxas de juros altas, com receio de inflação provocada pelos gastos de reconstrução e unificação da Alemanha Oriental. A Inglaterra, por sua vez, sofria com o baixo crescimento, aparentemente porque a moeda estava muito valorizada. Apesar das negativas sucessivas das autoridades em relação a sair do MTC, esse discurso não era crível. A expectativa de uma desvalorização serviu de possibilidade para o mega especulador George Soros.

O Quantum Fund de Soros sorrateiramente e meio às escondidas conseguiu empréstimos de US\$ 15 bilhões em libras esterlinas e os converteu em dólar (ficou vendido em libra – que esperava se desvalorizasse – e comprado em dólar), vendendo libras esterlinas a descoberto. Ao mesmo tempo, fez o máximo possível de barulho sobre a necessária desvalorização da libra. Sua estratégia deu certo. Em pouco tempo a Inglaterra gastou US\$ 50 bilhões nos mercados de câmbio, tentando sem sucesso manter o valor da moeda. As autoridades ainda aumentaram a taxa de juros antes de desistirem e permitirem a flutuação do câmbio. Soros lucrou com sua especulação cerca de US\$ 1 bilhão.

Mas, o mal causado pelo especulador, segundo Krugman (2009), pode não ter sido diferente do que teria ocorrido sem sua intervenção. A moeda estava mesmo valorizada e aquela taxa de câmbio não se sustentaria. Certamente a ação de Soros antecipou os acontecimentos. Não houve impactos maiores sobre a economia que os inevitáveis numa situação de desvalorização mais ou menos brusca.

Mas no caso de outros países com economias e moedas menos fortes, a estória é outra. A Malásia, p. ex., sofreu saídas maciças de moeda estrangeira em função do contágio sofrido pela crise iniciada na Tailândia, de onde a moeda estrangeira estava saindo em grande velocidade. A Malásia poderia ou desvalorizar ou subir a taxa de juros. Mas para qualquer das opções haveria impacto negativo sobre o crescimento

econômico, que naquele momento era impulsionado principalmente pelos investimentos no ‘corredor tecnológico’, atraindo grandes investimentos estrangeiros de empresas de ponta.

Na década de 1990, a cidade-estado Hong Kong assumiu o *currency board*, sendo a taxa de câmbio definida em 7,8 dólares de HK por US\$ 1. Nesta mesma época a economia de Hong Kong sofreu os reflexos da crise asiática, com redução da demanda de seus produtos, por causa das desvalorizações ocorridas nas economias asiáticas, suas concorrentes e mercados, em função da crise. Com isso a economia entrou em profunda recessão. A dúvida então era se, para recuperar sua competitividade, Hong Kong deveria desvalorizar sua moeda ou aumentar a taxa de juros. E, novamente, os especuladores acharam espaço propício à ação e apostaram contra a moeda, não apenas fazendo *hedge* – ficando comprados em US dólar e vendidos em HK dólar –, como usando a imprensa para aumentar a credibilidade na desvalorização. Há suspeitas inclusive de os especuladores terem agido em comum acordo. Suspeita-se que a posição vendida dos fundos de *hedge* chegasse a US\$ 30 bilhões, o que equivalia a vendas a descoberto num total de US\$ 1,5 trilhão no mercado de ações dos EUA.

Mas as autoridades de Hong Kong fizeram o impensado e usaram os fundos da Autoridade Monetária de Hong Kong (AMHK), que por causa do *currency board* dispunha de dólar. Na verdade a AMHK havia destinado muito mais dólares para suas reservas que o necessário até então pela taxa de 7,8 por 1. As autoridades usaram essa riqueza para comprar ações locais e elevar seus preços, gerando perda aos fundos de *hedge* que especulavam contra a moeda e que vendiam a descoberto. Junto a isso, o Secretário de Finanças viajou o mundo para convencer os investidores que sua economia continuava tão aberta quanto antes, que não assumiria posições de controle de capital draconianas como a Malásia e que sua atitude era necessária. Os fundos de *hedge* esperaram que o mundo capitalista se opusesse à atitude das autoridades de Hong Kong – Milton Friedman gritou que as medidas eram insanas – e renovaram os contratos de uso das ações de Hong Kong para permanecerem no mercado especulativo contra a moeda. As autoridades então instituíram normas que restringiam as vendas a descoberto, forçando os especuladores a descoberto a denunciar os contratos.

Em outra parte do mundo, na segunda metade de 1990, a Rússia se transformou numa economia Potemkin (i.e, de fachada). Após a queda do comunismo a economia não retomou o dinamismo e tanto o nível de produção quanto o de emprego estavam baixos. A Rússia, no entanto, dispunha de um grande arsenal nuclear, que o ocidente temia pudesse ser negociado para fazer caixa e impulsionar a economia doméstica. Esse temor levou os EUA a forçar o FMI a emprestar à Rússia, para que o país ganhasse tempo para promover os planos de estabilização. E a capacidade da Rússia de usar seus mísseis para conseguir empréstimos estimulou especuladores/investidores estrangeiros a assumir riscos e aplicar dinheiro no país. Esperava-se que pudesse haver desvalorização do rublo ou quebra de pagamento por parte do governo, mas acreditava-se que o ocidente reagisse a isso e ajudasse antes. Além disso, as taxas de juros eram tentadoras, chegando a 150% aa.

Mas, no verão de 1998 a situação evoluiu muito rapidamente. Soros sugeriu publicamente a necessidade de desvalorização do rublo e do estabelecimento de um *currency board* na Rússia. Isso precipitou uma corrida contra a moeda, uma desvalorização atabalhoada, o colapso da moeda e, por fim, a moratória da dívida. E não houve auxílio de salvamento por parte do ocidente como se esperava. O prejuízo dos investidores com a Rússia, em termos comparativos, não foi gigantesco, mas um pequeno grupo de operadoras financeiras teve perda significativa, dando a falsa impressão de desastre mundial.

No mesmo ano ficou claro que os fundos de *hedge* ficavam vendidos em ativos seguros e de alta liquidez e comprados em ativos de maior risco. Esses fundos aumentaram enormemente e, em alguns mercados, eles eram o próprio mercado. Isso podia transformar qualquer variação de preços em uma situação grave. Se algum fundo necessitasse vender grande volume de ativos para cobrir perdas em outro mercado, provocava queda do preço desse ativo e desvalorização das reservas de outros fundos, obrigados a vender outros ativos e assim por diante. O LTCM era um desses fundos gigantes. Chegou a ter US\$ 126 bilhões de ativos e apresentou lucros espetaculares nos primeiros anos¹. Em agosto de 1998 seus ativos perderam 50% do valor em consequência da crise da Rússia e em setembro de 1998 colapsou. Mas, como era “grande demais para quebrar” e poderia causar uma crise financeira sistêmica, o Fed tomou medidas para resgatá-lo. Reuniu 14 bancos que aceitaram ajudar o LTCM com um resgate de US\$3,65 bilhões e assumiram 90% do fundo. Semanas depois a calma voltou ao mercado. Além disso o Fed baixou a taxa de juros tentando mostrar ao mercado que tomaria as medidas necessárias para sanar a crise.

O LTCM foi fundado por dois prêmios Nobel de economia, Myron Scholes e Robert Merton (pais do modelo de redução de risco) e um ex vice *chairman* do *board* do Fed, John Meriwether. O fundo usava programas sofisticados e tentava saber que ativos deveriam ser comprados para garantir o equilíbrio do mercado². Mas, como destaca Lowenstein, riscos podem ser calculados, mas os mercados financeiros estão sujeitos a incerteza, que é bem menos precisa. Pode-se calcular a chance de se tirar 3 num dado porque sabemos todos os eventos possíveis. Os eventos históricos, no entanto, continuam mudando constantemente.

Exemplo disso é que, nos momentos de crescimento e estabilidade econômica, como nos anos batizados de a Grande Moderação, os modelos econométricos financeiros, por mais sofisticados que fossem não previam crises sistêmicas. Da mesma forma, antes de 1998 a Rússia não havia dado calote – somente excepcionalmente em 1917 – e, nesse caso, novamente os modelos não previam quebra de contrato ou problemas com os títulos da Rússia. Após 1998 o mercado da Rússia era para ser evitado, assim como todos os mercados supostamente similares, como os mercados dos países emergentes. O modelo utilizado pelo LTCM não era exceção.

Mas, apesar de os modelos utilizarem preços aleatórios, em momentos de estresse os mercados funcionam em manada. Em pânico as pessoas vendem ativos – todos os ativos – e buscam moeda. Então, não adianta que o fundo tenha investido de forma diversificada. Os mercados simplesmente enlouquecem. Foi assim que o LTCM teve perdas significativas e a empresa não tinha fundos suficientes para depositar dinheiro aos credores ou liquidar os empréstimos.

Quando o Fed orquestrou a recuperação do fundo, a empresa voltou à normalidade. Mas a crise não estava superada e a queda da taxa de juros promovida pelo Fed foi entendida como insuficiente. Antes da próxima reunião, Greenspan baixou mais ainda a taxa de juros e, miraculosamente, os mercados voltaram a subir. Em fins de 1998 o mercado de ações quebrava novos recordes.

¹ Apresentou lucro de 40,8% em 1996; de 17,1% em 1997 em plena crise asiática; e 42,8% em 1998.

² A teoria de como precificar uma opção (*option pricing*) é a pedra fundamental das finanças modernas e foi desenvolvida por Merton Scholes. Está baseada na ideia que cada novo preço é aleatório, como no jogo da moeda. Os modelos modernos de finanças, ao invés de avaliar os ativos financeiros caso a caso, estão baseados nessa ideia de aleatoriedade e isso tem grande implicação para a diversificação. No geral, os resultados do modelo mostram que dois investimentos são mais seguros que um, e que três são mais seguros que dois. (LOWENSTEIN, 2008)

Apesar de ter ficado a impressão que o Fed e Greenspan eram poderosos, a crise de 2008 veio mostrar que não.

Na crise do LTCM ficou claro que os mercados eram muito mais correlacionados do que se acreditava. Isso se repetiu na crise de 2008 quando também se subestimou a correlação entre os mercados. Esse foi um erro não apenas dos credores do mercado imobiliário, mas também das agências de classificação de risco, que selavam com triplo A as *securities* formadas a partir das hipotecas dos empréstimos imobiliários. Acreditava-se que o mercado imobiliário da Califórnia, da Flórida, Arizona ou Michigan eram absolutamente diferentes e, mesmo que em algum desses alguns mutuários não pudessem pagar seus empréstimos, a chance disso acontecer com um número crescente de mutuários e de mercados ao mesmo tempo era exponencialmente decrescente. A aleatoriedade (*randomness*) mostrada nos modelos assegurava (ou pelo menos se acreditava) que a diversidade das aplicações eliminava riscos e garantia segurança ao investimento.

Outro aspecto que fica evidente na crise é que a alavancagem financeira torna-se um problema grave nesses momentos porque, quando se opera com dinheiro emprestado, não é possível esperar que os preços se corrijam para vender. Não dá para esperar o fim da crise para tentar recuperar a liquidez quando o credor denuncia o contrato porque precisa de liquidez para cobrir compromissos ou recuperar reservas. Uma das grandes falácias dos mercados de investimento, segundo Lowenstein, é a crença que se pode sair com segurança de um mercado “líquido”. Os derivativos, que permitem às firmas individuais gerenciar risco, podem acentuar o risco para o conjunto do mercado. No entanto, apenas seis meses após a crise do LTCM, Greenspan pediu por uma regulação dos derivativos menos onerosa, argumentando que os bancos eram capazes de se autorregular.

Alan Greenspan foi presidente (*chairman*) da Junta de Governadores (*Board of Governors*) do Fed de maio de 1987 a janeiro de 2006 e foi saudado como o presidente que havia controlado sabiamente a economia americana, passado por duas recessões que, oficialmente pelo menos, foram de apenas oito meses. Era também o presidente do Fed que teria permitido a ocorrência de anos de crescimento e prosperidade na economia americana semelhantes aos anos 1960. Mas, na verdade, segundo Krugman (2009), Greenspan se beneficiou de algumas coisas que não dependeram ou não foram fruto direto de sua ação, apesar de sob algum aspecto ele ter permitido que ocorressem.

Em primeiro lugar, foram anos de inflação estável e isso se deveu mais à política do presidente anterior do Fed, Paul Volcker, que adotou uma política monetária restritiva. Esta política causou a desaceleração econômica, mas “quebrou a espinha dorsal da psicologia inflacionária”.

Outro aspecto que beneficiou a gestão de Greenspan foi o avanço do uso da tecnologia da informação, TI, a partir do final dos anos 1980, que promoveu forte aceleração da taxa de crescimento das empresas através do aumento da produtividade. Isso também contribuiu para controlar a inflação.

Mas Greenspan teve um papel também importante ao permitir que a prosperidade avançasse sem impedimentos. Apesar da crença dos economistas de que a taxa de desemprego não poderia cair abaixo de 5% porque levaria à aceleração inflacionária, o *chairman* não aumentou a taxa de juros e deixou a economia solta. A taxa de desemprego bateu níveis históricos – ficou abaixo dos 4% - e a inflação não aconteceu. Isso firmou a crença que o país vivia uma prosperidade, que a inflação estava controlada e que a época das grandes flutuações econômicas havia acabado. Agora as flutuações eram brandas e o Fed controlava plena e sabiamente a economia.

É verdade que Greenspan também advertiu quanto à exuberância irracional, mas não tomou qualquer medida. As empresas de TI mostraram lucros gigantescos e o mercado de ações começou a viver a bolha ponto.com³. A bolha das ações de 1990, segundo Krugman (2009), reflete dois fatores: extremo otimismo a respeito do potencial de geração de lucro das empresas TI; e senso de segurança cada vez maior em relação à economia. Essa confiança levava a crer que investir em ações traria riscos menores e ganhos gigantescos, e que o sucesso de algumas empresas se repetiria facilmente, como o da Microsoft. Como as ações historicamente foram o investimento que mais rendeu lucro e o fantasma das perdas gigantescas era fenômeno do passado, os investidores assumiram riscos maiores. À medida que os preços das ações subiam o crescimento nesse mercado se auto-alimentava.

Mas, como sempre, a exuberância tem um limite, geralmente quando param de entrar novos investidores no mercado trazendo mais dinheiro para o mercado. O pico ocorreu no verão de 2000 e nos anos seguintes as ações recuaram cerca de 40% em relação a seu valor máximo. A explicação para a bolha ponto.com foi a manutenção de baixas taxas de juros e os elevados ganhos das empresas de TI, juntamente com a prosperidade econômica.

Logo a seguir formou-se nova bolha, a imobiliária (para alguns críticos, Greenspan curou a primeira bolha com a expansão da segunda). A demanda habitacional disparou e, como a taxa de juros estava baixa, esta alimentava o aumento dos preços.

De forma geral, os compradores de imóveis financiados não devem contrair financiamentos imobiliários cujas prestações estejam acima de sua capacidade financeira. E devem pagar uma entrada com recursos próprios bastante alta para que o valor líquido da casa – valor de mercado menos o saldo devedor do financiamento – seja positivo, mesmo que o preço flutue um pouco. A redução das taxas de juros reduziu o valor das prestações, mas não muito. Isso ainda não justifica a bolha (o aumento significativo de demanda). Na verdade as famílias se deixaram levar pelo aumento continuado do preço dos imóveis. No limite, se não conseguissem pagar, sabiam que bastava renovar o empréstimo com base no preço de mercado mais alto do imóvel ou simplesmente vender, pagar o financiamento (dívida) e embolsar a diferença.

Importante ainda foram as alterações na prática de concessão de empréstimos. De um lado, os emprestadores passaram a dispensar ou reduzir significativamente o valor exigido da entrada, o que tornava o volume de dívida a ser financiado muito alto, aumentando assim o risco do não pagamento. De outro lado, o valor das prestações mensais era muito reduzido a fim de atrair a entrada de novos compradores de imóveis. Mas, como estes novos entrantes tinham menor renda, havia ainda o risco de que um aumento da taxa de juros tornaria a dívida impagável. Além disso, os contratos já traziam a cláusula da correção das taxas de juros de empréstimos a partir do 3º ou 5º ano.

A securitização de recebíveis imobiliários não é prática nova, já era utilizada desde a década de 1930 pela Fannie Mae para hipotecas *prime*. Consistia em formar grandes *pools* de empréstimos hipotecários e vender cotas a investidores, que conferiam aos titulares direito de participação nos pagamentos dos devedores. Os empréstimos *prime* eram aqueles feitos a compradores capazes de pagar uma entrada substancial e arcar com prestações elevadas (o que diminui o valor financiado e o prazo de

³O ápice da bolha ocorreu em 10 de março de 2000, quando o índice Nasdaq Composto, o principal da bolsa especializada em empresas de tecnologia, atingiu seu pico histórico, de 5.231,53 pontos, durante o pregão eletrônico, e fechando a 5.048,62 pontos. Um nível que jamais voltaria alcançar (hoje, a Nasdaq mal gira em torno dos dois mil pontos).

financiamento, reduzindo o risco do empréstimo). E, nesse caso, os investidores em títulos lastreados em hipotecas tinham consciência dos riscos envolvidos.

A inovação financeira que possibilitou a securitização de empréstimos *subprime* foi o *collateralized debt obligation* (CDO) ou títulos garantidos por dívidas, que ofereciam cotas de participação nos pagamentos dos recebíveis. Mas nem todas as cotas eram iguais. As seniores (privilegiadas) tinham prioridade no pagamento. Somente depois delas as demais recebiam pagamentos. Teoricamente estas cotas eram investimento seguro porque se acreditava que a possibilidade de uma parte grande dos mutuários não era próxima de zero. Assim, as agências de classificação de crédito atribuíam grau AAA às cotas privilegiadas, mesmo que representassem empréstimos que em si fossem muito duvidosos. Essa avaliação possibilitou a captação de recursos em grande escala para a concessão de empréstimos *subprime*, dado que grandes investidores institucionais – como fundos de pensão – só aplicam em ativos AAA e com alto retorno.

Enquanto os preços dos imóveis subiam, a inadimplência era baixa, os títulos lastreados nesses empréstimos eram muito rentáveis e o mercado continuou a crescer. A bolha, no entanto, começou a esvaziar em 2006. Apesar de oficialmente a bolha de 1990 ter terminado em 8 meses, o mercado de trabalho continuou a afundar por 2 anos e meio. Preocupado em que a economia americana entrasse numa estagnação à La Japão, o Fed continuou a cortar os juros até chegar a 1%. Na verdade não foi a atuação do Fed que deu fim à recessão ponto.com, mas o início da bolha imobiliária.

A história do sistema financeiro dos EUA antes da Grande Depressão está pontilhada de pânico e crise financeira, como em 1873 e em 1907, que foram basicamente crises de contágio e corrida bancária. Entre a Guerra Civil americana e a Primeira Guerra Mundial, os EUA não tinham banco central, mas dispunham de um sistema de bancos nacionais, sujeitos a grau moderado de regulação. Em algumas localidades os banqueiros formavam câmaras de compensação locais, que garantiam obrigações dos participantes em caso de crise. Inclusive alguns governos estaduais passaram a garantir os depósitos bancários.

O pânico de 1907 começou em instituições financeiras de Nova York conhecidas como *trusts*, instituições financeiras semelhantes a bancos, que aceitavam depósitos, mas que originalmente gerenciavam espólios para clientes ricos. Como suas atividades deveriam envolver menor risco, estas instituições estavam menos reguladas e tinham menor exigência de reservas que os bancos nacionais. Mas com a expansão do início do século, os *trusts* começaram a especular com imóveis e ações, áreas proibidas aos bancos nacionais e passaram a oferecer maiores rendimentos. Passaram a ser vistos como instituições tão seguras quanto os bancos nacionais, o que aumentava a aplicação em suas unidades.

O pânico de 1907 começou com a falência do Knickerbocker Trust Company de Nova York que faliu com especulação em ações na Bolsa. Isso levou a retiradas maciças dos depositantes de outros *trusts*. A Câmara de Compensações de Nova York recusou-se a interferir porque os *trusts* haviam se recusado a participar. Em dois dias uma dúzia de grandes *trusts* faliu. Os mercados de crédito congelaram e o mercado de ações registrou grandes quedas. A saída foi dada pelo homem mais rico de Nova York, J. P. Morgan, que trabalhou com outros banqueiros e magnatas, como John D. Rockefeller, e com o secretário do Tesouro dos EUA, para sustentar as reservas dos bancos e dos *trusts* para impedir a expansão do desastre. Levantaram uma soma colossal à época num total de US\$ 23 milhões. No verão de 1907, o valor das ações na Bolsa havia caído mais que 20% em relação ao seu valor de pico do ano anterior. Na verdade, as ações perderam quase 50% do seu valor até o início de 1908, antes dos mercados reverterem a tendência

de queda. No verão de 1909 as ações já haviam ganho praticamente todo seu valor novamente. O pânico terminou quando os depositantes se convenceram que não corriam mais perigo. Apesar de ter durado apenas semanas, as consequências foram desastrosas para a economia: quatro anos de recessão, 11% de queda na produção e aumento do desemprego de 3% a 8%.

A partir disso criou-se uma reforma bancária e em 1913 eliminou-se o sistema bancário nacional e criou-se o banco central, o Fed, com o objetivo de obrigar as instituições depositárias a manter reservas adequadas e abrir suas contas à regulação. E, após a crise de 1929, foi criado o *Glass-Steagall Act*, que classificou as instituições quanto às suas funções e nível de regulação a que estariam sujeitas. Os bancos comerciais, definidos como as instituições que aceitavam depósitos, estavam sujeitos a fortes restrições quanto ao risco que podiam assumir, mas, por outro lado, tinham acesso fácil ao crédito do Fed (redesconto) e, além disso, seus depósitos eram garantidos pelos contribuintes. Os bancos de investimento, por sua vez, eram menos regulados por se entender que não estavam sujeitos a corridas bancárias.

Mesmo assim o sistema financeiro sofria crises, mas nada comparável à de 1929. Na década de 1980, uma combinação de má sorte e más políticas levou ao fracasso muitas associações de poupança e empréstimo (*savings and loans – S&L*), um tipo especial de instituição financeira, principal fonte de financiamento habitacional. Seus depósitos tinham garantia federal e, por isso, os contribuintes arcaram com os prejuízos, equivalente a 5% do PIB (US\$ 700 bilhões). A queda das S&L levou ao aperto do crédito e foi a principal causa da recessão de 1990-91.

Em 1984, o Lehman Brothers inventou o esquema conhecido como *auction-rate security (ARS)* e funcionava da seguinte forma: mutuários emprestavam dinheiro à instituição mutuária a longo prazo (até 30 anos), mas tinham a opção de sair nos leilões realizados periodicamente, não raro semanalmente. Os leilões permitiam a entrada de novos investidores, comprando dos investidores atuais desejosos de sair. Se o leilão fracassasse, a taxa de juros subia para 15%. Esse processo na verdade transformava os investimentos de longo prazo em investimentos de curto prazo. E eram melhores que os bancos comerciais porque os investidores recebiam taxas de juros mais altas que as oferecidas sobre depósitos bancários e os emitentes pagavam juros menores que as de empréstimos bancários. A mágica estava em que os fundos ARS eram menos regulamentados, suas instituições necessitavam de menos reservas. O problema é que não contavam com a proteção do Fed.

O esquema afundou no início de 2008, no momento em que o número de novos investidores desejos de comprar ficou bem menor que o número de antigos investidores desejosos de vender e que se viram presos a investimentos com décadas de maturação. Porque, apesar de estarem de posse de títulos de longo prazo, estes investidores haviam entrado em um investimento do qual acreditavam poder sair a qualquer momento (ou seja, de curto prazo). E isso foi o reflexo da corrida bancária como um todo.

O conjunto de instituições de ‘bancos não bancos’ ficou denominada de ‘sistema bancário paralelo ou sombra’. Segundo Krugman (2009), não foi a extinção do *Glass Steagall Act* que levou à crise financeira de 2008, porque na verdade a grande expansão de crédito ocorreu em instituições já desregulamentadas e que apesar de cumprirem ações de bancos comerciais, não sofriam qualquer regulamentação, mas praticavam ações que necessitariam de suporte do sistema financeiro em caso de crise.

A crise

Em julho de 2007 o índice Dow Jones ultrapassou pela primeira vez os 14.000 pontos. Em 09 de agosto o banco Frances BNP Paribas suspendeu os saques em três de seus fundos. Começava a crise.

O *boom* habitacional dos EUA começou a desacelerar em meados de 2005, quando os preços se tornaram proibitivos, apesar dos baixos juros e de não ser necessário que o mutuário pagasse uma entrada para obter empréstimos. Os preços, no entanto, continuaram a subir. Os preços começaram a cair no meio de 2006, inicialmente lentamente e depois aceleradamente. E, assim, os títulos lastreados em empréstimos *subprime* perderam relevância.

As dívidas não foram renegociadas com os mutuários porque quem fazia o investimento inicial eram agentes, que repassavam os empréstimos a instituições financeiras, que, por sua vez, fatiavam *pools* de hipoteca em *collateralized debt obligation* (CDO), vendidos a investidores. A gestão efetiva dos empréstimos estava nas mãos de intermediários (*loan services*). Os CDOs estabeleciam prioridade no pagamento e em início de 2007 ficou mais ou menos óbvio que os cotistas menos privilegiados poderiam ter perdas significativas, o que fez o valor das cotas despencar e determinou o fim dos empréstimos *subprime*. Com o fim das fontes de financiamento, o mercado habitacional ruiu mais rápido. E ficou claro também que mesmo as cotas com grau AAA não estariam protegidas. E isso por causa do tamanho da bolha habitacional. Os imóveis provavelmente estavam sobrevalorizados em 50% em meados de 2006, e em algumas áreas a valorização era ainda maior, podendo os preços cair até 50% do valor de pico. Ou seja, alguém que tivesse pago 20% do valor como entrada poderia agora ter patrimônio líquido negativo (o valor de mercado menor que o saldo devedor).

Como começou o Pânico de 1907 (Scaliger, 2014)

A crise que estourou em 14 de outubro de 1907 foi deflagrada pela tentativa de Augustus e Otto Heinze, grandes magnatas do cobre, para dominar o mercado de cobre. O esquema era, teoricamente, bastante simples: supondo-se serem donos da fatia majoritária da United Copper, assumiram uma estratégia agressiva de compra de ações na manhã daquela segunda-feira, esperando elevar o preço das ações ainda no mercado e forçar os acionistas da United Copper que estavam esperando para vender a vender naquele momento aos irmãos Heinze. No entanto os Heinze não estavam suficientemente capitalizados e a bonanza de ações a preços baixos não se materializou. Ao invés disso, o preço das ações da United Copper primeiro dispararam e depois colapsaram no meio da semana, arruinando os irmãos Heinze.

Incapaz de cobrir suas obrigações, a companhia financeira de Otto Heinze, Gross and Kleeberg, foi à falência e foi seguida pelo State Savings Bank of Butte, de Montana, de propriedade de Augustus, que havia usado grandes quantidades de ações da United Copper como colateral.

Augustus era também o presidente do Mercantile National Bank de Nova York. Quando os diretores do banco tiveram conhecimento dos seus negócios, forçaram sua renúncia na manhã de terça-feira. Os depositantes do banco, com dúvidas sobre o grau de exposição da instituição às ações do mercado de cobre e temendo pela insolvência da instituição, entraram em pânico e fizeram fila para retirar seus depósitos. Corridas bancárias também ocorreram no National Bank of North America e New Amsterdam National, instituições de propriedade de Charles Morse, um sócio dos Heinzes.

O pânico realmente aconteceu no início da semana seguinte quando Charles T. Barney, presidente do Knickerbocker Trust Company foi forçado por sua diretoria a renunciar por causa de suas ligações com Morse e os Heinzes. Ironicamente, Knickerbocker Trust não havia subscrito a compra das ações pelos Heinzes por acreditar que eles não estavam bastante capitalizados e que o plano era muito arriscado. No entanto, a demissão de Barney (que morreu poucas semanas depois) deslançou uma corrida ao Knickerbocker Trust na terça-feira 22 de outubro, que quebrou a instituição em poucas horas.

Na terça-feira o setor financeiro estava em complete desordem. Muitos bancos trusts proeminentes tinham falido e o capital estava sendo drenado de todos os lugares. Naqueles dias, quando intervenções do governo no mercado numa escala do New Deal de Roosevelt (sem mencionar as intervenções do Fed) era impensada, Wall Street estava ficando sem opções.

E, apesar de a bolha imobiliária destruir riquezas da ordem de US\$ 8 trilhões, sendo de US\$ 7 trilhões o prejuízo dos donos desses imóveis, a preocupação maior é

com a perda de US\$ 1 trilhão dos investidores. Isto porque são estes que levam ao colapso o sistema bancário paralelo.

A derrocada do mercado imobiliário levou à perda de valor de ativos lastreados nestes ativos e essa perda levou à venda de ativos de posse das entidades financeiras e isso criou um efeito dominó, com redução drástica do valor dos vários ativos financeiros. A corrida para ativos seguros levou a zero (e mesmo a valores negativos) a taxa de juros dos títulos públicos dos EUA de curto prazo.

Apesar da expansão de crédito dos bancos convencionais, esta não foi capaz, nem de longe, de cobrir a lacuna resultante do colapso do sistema bancário paralelo. Em fins de 2008 o crédito ao consumidor estava reduzindo (cartão de crédito).

Atuação do Fed

O Fed reduziu a taxa de empréstimos entre bancos, o *federal funds*, de 5,25% antes da crise para 1%, e os empréstimos totais contraídos pelas instituições depositárias no Fed passaram de quase zero para US\$400 bilhões. E, apesar disso, as taxas de juros no mercado de crédito aumentaram. Empresas com grau BAA pagavam taxas de 9% após a crise contra 6,5% antes. O governo assumiu o controle da Fannie e Freddie e mesmo assim elas continuaram a ter dificuldade para levantar fundos (o governo insistia em dizer que não garantiria tudo).

Os empréstimos do Fed tiveram pouco efeito porque as instituições no âmbito da crise estavam fora do sistema bancário (protegido), nos esquemas *auction-rate security*, p. ex., se os leilões fracassassem, os emissores poderiam tomar empréstimos junto ao Fed e o sistema não ruiria. Assim, a política monetária tinha nenhuma ou pouca eficácia.

A decisão em 2008 de fazer política fiscal expansionista não surtiu o efeito desejado por dois motivos: o estímulo foi muito pequeno, de apenas 1% do PIB; e parcela significativa disso não se transformava em gastos pois eram apenas redução ou devolução de impostos, que em boa parte viravam poupança.

Dois grandes lições: é necessário aprender formas de lidar com a globalização financeira; e é necessário regular toda instituição financeira que necessite de socorro numa crise financeira.

Bibliografia:

KRUGMAN, P. A crise de 2008 e a economia da depressão. SP: Ed. Campus, 2009.

FAS – Harvard Faculty of Arts and Sciences. The 1907 crisis in historical perspective. Disponível em: <http://www.fas.harvard.edu/~histecon/crisis-next/1907/index.html>

LOWENSTEIN, R. Long-Term Capital Management: It's a short-term memory. The New York Times, Essay, 9 July 2008. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2008/09/07/business/worldbusiness/07iht-07lcm.15941880.html?pagewanted=all&r=1&>

SCALIGER, Charles. The Panic of '07. New American, 14 October 2014. Disponível em: <http://www.thenewamerican.com/culture/history/item/4733-the-panic-of-07>