

MARTIN WOLF

# As transições e os choques

*O que aprendemos — e o que ainda temos de aprender — com a crise financeira*

*Tradução*  
Otacílio Nunes

Copyright © 2014 by Martin Wolf  
Todos os direitos reservados

*Grafia atualizada segundo o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 1990,  
que entrou em vigor no Brasil em 2009.*

*Título original*

The Shifts and the Shocks: What we've learned — and have still to learn —  
from the financial crisis

*Capa*

Thiago Lacaz

*Índice remissivo*

Probo Poletti

*Preparação*

Silvia Massimini Felix

*Revisão*

Carmen T. S. Costa

Adriana Bairrada

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

---

Wolf, Martin

As transições e os choques : o que aprendemos — e o que ainda  
temos que aprender — com a crise financeira ; tradução Otacílio  
Nunes. — 1ª ed. — São Paulo : Companhia das Letras, 2015.

Título original: The Shifts and the Shocks : What we've learned —  
and have still to learn — from the financial crisis.

ISBN 978-85-359-2577-7

1. Crise financeira 2. Crise financeira global – História 3. Economia mundial 4. Finanças internacionais 5. Política econômica 6. Política monetária 7. Relações econômicas internacionais 1. Título.

15-01510

CDD-338.542

---

Índice para catálogo sistemático:

1. Crise financeira global : Economia 338.542

[2015]

Todos os direitos desta edição reservados à

EDITORA SCHWARCZ S.A.

Rua Bandeira Paulista, 702, cj. 32

04532-002 — São Paulo — SP

Telefone: (11) 3707-3500

Fax: (11) 3707-3501

www.companhiadasletras.com.br

www.blogdacompanhia.com.br

# Sumário

<i>Agradecimentos</i> .....	9
<i>Lista de figuras</i> .....	13
<i>Prefácio: por que escrevi este livro</i> .....	15
Introdução: “não estamos mais no Kansas” .....	23
PARTE 1: OS CHOQUES	
Prólogo .....	39
1. Da crise à austeridade .....	41
2. A crise na zona do euro .....	71
3. Admirável Mundo Novo .....	116
PARTE 2: AS TRANSIÇÕES	
Prólogo .....	141
4. Como o sistema financeiro se tornou frágil .....	145
5. Como a economia mundial foi transformada .....	179

### PARTE 3: AS SOLUÇÕES

Prólogo .....	225
6. A ortodoxia derrotada .....	229
7. Consertando as finanças .....	261
8. A longa jornada a percorrer .....	297
9. Consertando um casamento ruim .....	331
Conclusão: fogo na próxima vez .....	361
<i>Notas</i> .....	399
<i>Referências</i> .....	436
<i>Índice remissivo</i> .....	457

## PARTE 1: OS CHOQUES

## Prólogo

As crises econômica e financeira do mundo ocidental se tornaram visíveis no verão de 2007 e atingiram seu apogeu no outono de 2008. A reação foi uma operação de salvamento sem precedente liderada pelos governos. Isso, por sua vez, desencadeou uma reviravolta econômica no decorrer de 2009. Mas a recuperação dos países de alta renda foi, em geral, decepcionante: o produto permaneceu deprimido, o desemprego ficou elevado, os déficits fiscais continuaram altos e a política monetária parecia, por medidas convencionais, ineditamente frouxa. Isso está começando a parecer uma versão ocidental do prolongado mal-estar pós-bolha do Japão.

Um motivo de decepção persistente é que a crise ocidental se tornou, a partir de 2010, também uma crise profunda da zona do euro. A dinâmica da crise engolfou Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha e mesmo a Itália. Todos esses países foram empurrados para recessões profundas, quando não depressões.<sup>1</sup> O preço do crédito permaneceu alto por um longo período. No começo de 2013, a sensação de crise havia diminuído. Mas o mal-estar econômico crônico continuava, sem nenhuma certeza de uma recuperação forte ou mesmo de estabilidade duradoura.

No meio-tempo, as economias emergentes, em geral, floresceram. As mais atingidas entre elas foram os países da Europa Central e Oriental, muitos

dos quais haviam tido enormes déficits em conta-corrente antes da crise. Como os membros da zona do euro no sul da Europa, eles foram então devastados por uma série de “paradas bruscas” nos fluxos de capital. Outros países emergentes e em desenvolvimento se mostraram muito mais resilientes. Isso foi o resultado de uma grande melhora em suas políticas ao longo das décadas anteriores. Especialmente importante foi o movimento para posições externas mais fortes, inclusive uma acumulação maciça de reservas em moeda estrangeira, em particular por parte de países emergentes asiáticos, notadamente a China. Isso deu a eles espaço para expandir a demanda interna e assim voltar rapidamente à prosperidade, a despeito da crise. Aqueles países emergentes e em desenvolvimento que não puderam expandir eles próprios a demanda foram, com frequência, capazes de utilizar os estímulos de outros, em particular da China. Isso ocorreu em especial com os exportadores de commodities. O que representa uma alteração importante — e talvez duradoura — na economia mundial: o antigo núcleo está se tornando cada vez mais periférico. Mas a sustentabilidade das políticas expansionistas adotadas por economias emergentes, e portanto sua capacidade de prosperar enquanto países de alta renda continuam fracos, está em dúvida. É particularmente importante o risco de uma queda acentuada na economia chinesa e o enfraquecimento, provavelmente associado a ela, dos preços das commodities.

# 1. Da crise à austeridade

*O problema central da prevenção da depressão [foi] resolvido, para todos os propósitos práticos, e de fato foi resolvido por muitas décadas.*

Robert E. Lucas, 2003<sup>1</sup>

*Quando me tornei secretário do Tesouro, em julho de 2006, as crises financeiras não eram novas para mim, nem as falências de grandes instituições financeiras. Eu havia testemunhado sérias perturbações de mercado e os colapsos ou quase colapsos do Continental Illinois Bank, da Drexel Burnham Lambert e do Salomon Brothers, entre outros. Com exceção da debacle das instituições de poupança e empréstimo, essas disrupções geralmente se concentravam em uma única organização, como o fundo de hedge Long-Term Capital Management em 1998.*

*A crise que começou em 2007 foi muito mais séria, e os riscos para a economia e o povo americano, muito maiores. Entre março e setembro de 2008, oito grandes instituições financeiras faliram — Bear Sterns, IndyMac, Fannie Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, AIG, Washington Mutual e Wachovia —, seis delas só em setembro. E os danos não se limitaram aos Estados Unidos. Mais de vinte bancos europeus, em dez países, foram salvos de julho a fevereiro de 2009. Isso, a crise financeira mais violenta desde a Grande Depressão, causou uma terrível recessão nos Estados Unidos e danos graves pelo mundo. Mas poderia ter sido muito pior. Não fossem as intervenções inéditas do governo dos Estados Unidos e de outros, muito mais instituições financeiras teriam afundado — e o dano econômico teria sido muito maior e mais duradouro.*

Hank Paulson, *On the Brink* (2010)<sup>2</sup>



Hank Paulson é uma figura controversa. Para muitos americanos, ele é o homem que resgatou Wall Street com excesso de generosidade. Para outros, é o homem que deixou de resgatar Wall Street com generosidade suficiente. Em seu instigante livro *Capitalism 4.0*, o jornalista britânico Anatole Kaletsky culpa Paulson pelo desastre, escrevendo que “a falência em estilo dominó de instituições financeiras dos Estados Unidos naquele outono [de 2008] não se deveu a uma piora das condições econômicas — foi simplesmente uma consequência da maneira imprevisível e imprudente como o Tesouro americano lidou primeiro com a Fannie e o Freddie, depois com o Lehman, e finalmente com a AIG”.<sup>3</sup>

Independentemente do que possamos pensar da culpabilidade do sr. Paulson, não podemos negar o esboço feito por ele do que de fato aconteceu em 2007 e 2008. Neste capítulo, não tentarei fazer um relato detalhado de como se desenrolou a crise que atingiu os principais países de alta renda naqueles anos. Isso foi feito em outras publicações.<sup>4</sup> Meu objetivo aqui é demonstrar sua escala, a resposta extraordinária dada a ela em termos de políticas e o cenário econômico dela decorrente. Deixarei a discussão detalhada das origens econômicas e financeiras da crise para a parte 2 do livro, e a análise do impacto muito diferente sobre os países emergentes e em desenvolvimento para o capítulo 4. Ao me concentrar nos países de alta renda, quero mostrar que esse não foi um evento econômico comum. Fingir que é possível voltar ao status quo ante intelectual e de formulação e implementação de políticas é profundamente errado.

## A ESCALA DA CRISE

A economia mundial da década de 2000 mostrava quatro características amplamente percebidas e, como veremos, estreitamente relacionadas: enormes desequilíbrios de balanço de pagamentos; um súbito aumento nos preços e na construção de imóveis residenciais em alguns países de alta renda, em especial nos Estados Unidos; crescimento acelerado na escala e na lucratividade de um setor financeiro liberalizado; e grande aumento do endividamento privado em alguns países de alta renda, em particular os Estados Unidos, mas também o Reino Unido e a Espanha. Muitos observadores tinham dúvida so-

bre se essa combinação poderia continuar indefinidamente. As perguntas eram: quando ela terminaria, e se o faria de forma suave, aos solavancos ou desastrosamente?

As respostas, como se revelou, eram: em 2007 e 2008, e desastrosamente. Já em março de 2008, eu avaliava assim a crise que se desenrolava:

O que torna esta crise tão importante? Ela testa o sistema financeiro mais evoluído que temos. Ela emana do núcleo do sistema financeiro mais avançado do mundo e de transações feitas pelas instituições financeiras mais sofisticadas, que usam as ferramentas mais inteligentes de securitização e recorrem à mais sofisticada gestão de risco. Ainda assim, o sistema financeiro explodiu: tanto o mercado de notas promissórias comerciais quanto o interbancário ficaram paralisados por meses; ficou claro que os títulos securitizados eram radioativos e as classificações proferidas pelas agências de classificação de risco, fantasiosas; os bancos centrais tiveram de injetar vastas quantidades de liquidez; e o Federal Reserve, em pânico, foi obrigado a fazer cortes sem precedente nas taxas de juro.<sup>5</sup>

Algo muito pior ocorreria no decorrer de 2008.

Essa crise se tornara visível para muitos observadores em 9 de agosto de 2007, quando o Banco Central Europeu injetou 94,8 bilhões de euros nos mercados, em parte como reação a um anúncio do BNP Paribas de que não poderia mais devolver aos investidores o dinheiro aplicado em três de seus fundos.<sup>6</sup> Esse acontecimento tornou claro que a crise não se restringiria aos Estados Unidos: no sistema financeiro globalizado, “títulos tóxicos” — dívida comercializada de valor duvidoso — haviam sido distribuídos transnacionalmente. Pior, ao contrário do que proponentes do novo sistema financeiro baseado no mercado haviam argumentado por muito tempo e, lamentavelmente, de forma muito persuasiva, o risco tinha sido distribuído não aos mais capazes de suportá-lo, mas àqueles menos capazes de entendê-lo.<sup>7</sup> Entre os exemplos, como se revelou, estavam o IKB, um *Landesbank* alemão mal administrado, e nada menos que oito municipalidades norueguesas.<sup>8</sup> Essas galinhas depenadas entraram prontamente em pânico quando ficou claro o que, em sua insensatez, tinham sido convencidas a comprar.

Em 13 de setembro de 2007, a Northern Rock, uma instituição especializada em empréstimos hipotecários do Reino Unido, que vinha oferecendo

empréstimos habitacionais de até 125% do valor da propriedade e que tinha 60% do total de empréstimos que concedia financiados por empréstimos de curto prazo que ela própria contraía, sofreu a primeira grande “corrida” de depositantes a um banco britânico desde o século XIX.<sup>9</sup> No fim, o governo trabalhista nacionalizou a Northern Rock — paradoxalmente, contrariando muito os desejos da empresa. A dependência de empréstimos de curto prazo obtidos nos mercados financeiros, e não de depósitos, para financiar ativos ilíquidos de longo prazo, como logo ficou claro, havia se disseminado amplamente. Isso também era uma perigosa fonte de vulnerabilidade, uma vez que o seguro explícito e implícito havia tornado os depósitos menos propensos a fugir que o financiamento baseado no mercado. Essa lição se revelou de particular importância para os Estados Unidos, por causa da escala dos empréstimos baseados no mercado para o financiamento de hipotecas. Como diretor administrativo da enorme gestora de fundos PIMCO (Pacific Investment Management Company), sediada na Califórnia, Paul McCulley, em 2007, rotulou isso de “Shadow Banking System” (“Sistema Bancário Paralelo”) quando falou em Jacksonville, Wyoming, no simpósio anual do Federal Reserve Bank de Kansas City. O rótulo pegou.<sup>10</sup> Essas duas lições — a distribuição generalizada de ativos securitizados opacos (o empacotamento de dívidas em títulos comercializáveis) e a dependência de tantos intermediários para o financiamento de mercados de atacado — acabaram tendo grande relevância à medida que a crise piorava em 2008.

Então, em 16 de março de 2008, o *Financial Times* relatou: “O JP Morgan compra o Bear Stearns por dois dólares por ação”.<sup>11</sup> O Federal Reserve forneceu financiamento de apoio de 30 bilhões de dólares para essa operação, assumindo assim parte do risco de crédito. Apenas um ano antes dessa calamidade, o *Financial Times* havia noticiado: “O Bear Stearns se tornou ontem o último banco de Wall Street a informar fortes lucros e insiste que não vê muito impacto duradouro da crise no mercado de hipotecas subprime”.<sup>12</sup> Ele tinha de dizer isso, certo? Mas é provável que sua administração, junto com quase todo mundo, não imaginasse os horrores que ocorreriam. Eles provavelmente foram mais tolos que canalhas.

O salvamento me levou a escrever no *Financial Times* de 25 de março de 2008:

Lembre-se da sexta-feira, 14 de março de 2008: foi o dia em que o sonho do capitalismo de livre mercado global morreu. Por três décadas caminhamos para sistemas financeiros orientados para o mercado. Com sua decisão de salvar o Bear Stearns, o Federal Reserve, a instituição responsável pela política monetária nos Estados Unidos, principal protagonista do capitalismo de livre mercado, declarou que essa era terminou. Ele mostrou em atos sua concordância com a observação de Joseph Ackerman, presidente do Deutsche Bank, de que “Não acredito mais no poder autocurativo do mercado”. A desregulação atingiu seus limites.<sup>13</sup>

Em 7 de setembro, o governo americano assumiu as duas empresas patrocinadas pelo governo, Fannie Mae e Freddie Mac, que então garantiam três quartos das hipotecas nos Estados Unidos, em regime de “custódia”. Isso provou aquilo em que investidores (e críticos) acreditavam havia muito tempo, isto é, que o governo americano estava por trás dos vastos empréstimos concedidos por essas empresas supostamente privadas (40 bilhões de dólares em passivos na ocasião do salvamento).<sup>14</sup> No entanto, ele então, de modo controvertido, permitiu (ou se sentiu obrigado a permitir) que o Lehman Brothers falisse, em 15 de setembro.<sup>15</sup> No mesmo dia, o Merrill Lynch foi vendido ao Bank of America por 50 bilhões de dólares, ou 29 dólares por ação — um grande prêmio sobre o preço de mercado de dezessete dólares por ação, mas uma redução de 61% sobre sua cotação de 75 dólares por ação um ano antes e 70% da cotação máxima antes da crise.<sup>16</sup> Então, imediatamente depois de se recusar a resgatar o Lehman, o governo dos Estados Unidos salvou o gigante dos seguros, a AIG, assumindo 79,9% de seu capital e emprestando a ela 85 bilhões de dólares em 16 de setembro.<sup>17</sup> Em seu livro, o sr. Paulson argumenta que essas decisões não foram incoerentes, porque, “diferentemente do que ocorreu com o Lehman, o Fed sentiu que podia fazer um empréstimo para ajudar a AIG porque estávamos lidando com um problema de liquidez, não de capital”.<sup>18</sup> Se o Fed realmente acreditava nisso, logo ficou provado que estava errado. Um motivo mais provável é que o sr. Paulson acreditava (erradamente, como ficou claro) que os mercados lidariam com tranquilidade com a falência do Lehman, mas estava certo de que o mesmo não valeria para a AIG, dado seu papel como vendedora de “*credit default swaps*” — contratos de seguro sobre títulos, inclusive os ativos securitizados que haviam se tornado cada vez mais tóxicos.

Então, em 17 de setembro, um dos fundos do mercado monetário geridos pela Reserve Management Corporation (uma gestora de fundos mútuos) “*broke the buck*” — isto é, não conseguiu mais prometer resgatar o dinheiro investido no fundo ao par (ou dólar por dólar) — por causa de sua exposição a empréstimos ao Lehman que geravam perdas. Isso ameaçava um tsunami de pedidos de resgate de 3,5 trilhões de dólares investidos em fundos do mercado monetário, um elemento crucial no financiamento do “Sistema Bancário Sombra” de McCulley.<sup>19</sup>

A PriceWaterhouseCoopers, a administradora da falência do Lehman no Reino Unido, assumiu os ativos da empresa no país, inclusive as garantias daqueles que faziam transações com ela.<sup>20</sup> Isso foi um choque para muitos fundos de hedge e formuladores de políticas dos Estados Unidos. O fato de os regimes de falência serem diferentes em países diferentes — o que, se pensaria, é óbvio — acabou sendo um problema importante ao se lidar com as consequências da falência do Lehman. Como disse Mervyn (mais tarde Lord) King, presidente do Banco da Inglaterra, em um gracejo famoso: os bancos eram “internacionais na vida, mas nacionais na morte”.<sup>21</sup> O financiamento para o Morgan Stanley e o Goldman Sachs, os dois *broker-dealers*\* sobreviventes, secou.<sup>22</sup> Em 21 de setembro, essas duas instituições se transformaram em holdings bancárias, uma mudança que lhes deu acesso a recursos do Federal Reserve.<sup>23</sup> Em 25 de setembro, o Federal Deposit Insurance Corporation assumiu o controle do Washington Mutual, o sexto maior banco dos EUA.<sup>24</sup> Não muito depois, em 9 de outubro, o Wells Fargo, o quinto maior banco comercial do país, concordou em assumir o controle do Wachovia, o quarto maior.<sup>25</sup>

O tumulto não se restringiu aos Estados Unidos. No fim de semana anterior à falência do Lehman, o governo do Reino Unido se recusou a apoiar a tomada de controle sugerida pelo Barclays. Como Alistair Darling, então ministro da Fazenda, afirma em suas memórias, “nós não podíamos apoiar um banco americano que estava claramente em dificuldade”. Por que, de fato, deveria o governo do Reino Unido fornecer garantias que o governo americano havia rejeitado? Além disso, ele acrescenta, “eu estava determinado a impedir que os contribuintes do Reino Unido acabassem tendo de resgatar um banco

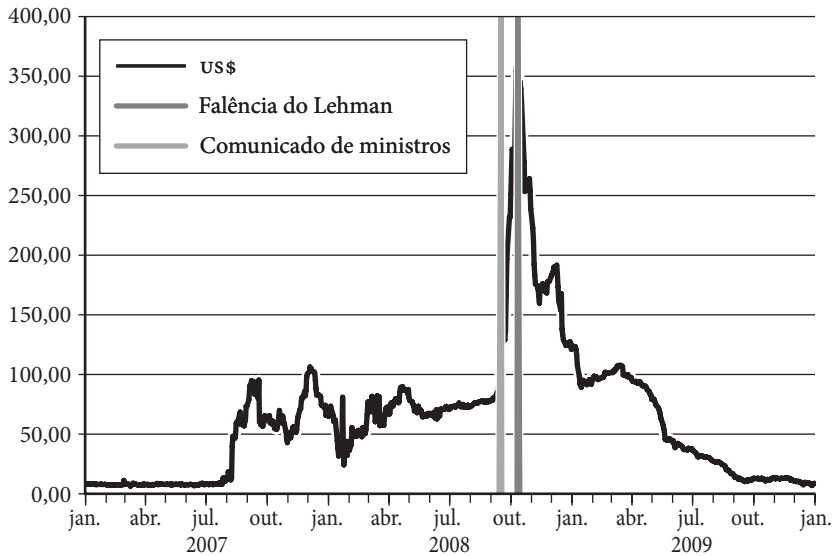
\* *Broker-dealer*: sociedade corretora autorizada a negociar títulos e valores mobiliários por conta própria ou como intermediária. (N. T.)

americano”.<sup>26</sup> Em 17 de setembro, encorajado pelo governo, o Lloyds TSB anunciou uma tomada de controle no valor de 12,2 bilhões de libras do Halifax Bank of Scotland (HBS). O governo argumentou que o interesse público justificava autorizar o negócio, apesar da preocupação com seu impacto adverso sobre a concorrência, para “garantir a estabilidade do sistema financeiro do Reino Unido”.<sup>27</sup> Em 29 de setembro, o governo decidiu nacionalizar o Bradford & Bingley, o maior prestador no mercado de “compra para alugar”, enquanto sua rede de filiais foi subsequentemente vendida ao Santander.<sup>28</sup> Pior, estava ficando óbvio que o HBS era um banco ruim demais para que o Lloyds o sustentasse sem ajuda. Além disso, o Royal Bank of Scotland (RBS), que havia se tornado o maior banco do mundo em ativos, em parte como resultado de tomadas de controle mal pensadas, em especial a do ABN-Amro, também estava em terríveis dificuldades.

A crise foi muito além dos Estados Unidos e do Reino Unido, afetando a Islândia, a Irlanda e grande parte da Europa continental. À medida que o pânico piorava, os mercados de créditos se paralisavam e ativos eram ofertados a preços baixos, o que causava uma espiral viciosa de disponibilidade cada vez menor de crédito para especuladores e, portanto, mais vendas forçadas.<sup>29</sup> As consequências econômicas acabaram sendo menos sérias que aquelas da Grande Depressão da década de 1930, mas a crise *financeira* foi ainda pior. A crise anterior derrubou mais bancos na periferia da economia mundial (um número enorme de bancos americanos e bancos em países europeus vulneráveis, como Áustria e Alemanha) que nos países centrais. A crise mais recente, todavia, despedaçou o coração do sistema financeiro: as redes que ligam as grandes instituições financeiras que dominam a atividade nos dois mais importantes centros financeiros, Nova York e Londres. O setor privado também deixou de confiar em quase todas as contrapartes que não fossem governos ou bancos centrais das economias ocidentais mais importantes e mais insuspeitas, principalmente os Estados Unidos.

Isso, então, foi o que economistas latino-americanos chamam de “parada brusca” nos mercados de capitais. Ela afetou não apenas uma série de prestadores privados, mas também governos soberanos cujos bancos haviam tomado empréstimos vultosos em moeda estrangeira:<sup>30</sup> a Islândia foi rapidamente revelada como um exemplo saliente, mas o mesmo não demoraria a se mostrar verdadeiro para membros mais fracos da zona do euro, que estavam, como logo ficou claro, tomando emprestado algo que tinha muitas das carac-

FIGURA 1. SWAP LIBOR-OIS  
(US\$, pontos-base)



FONTE: Thomson Reuters Datastream.

terísticas de uma moeda estrangeira.<sup>31</sup> Um dos aspectos paradoxais da crise foi que o dinheiro amedrontado do mundo fluiu para obrigações e letras (títulos de curto prazo) do Tesouro americano, embora, ao menos inicialmente, a crise tivesse seu epicentro naquele país. Isso, é claro, deu ao governo americano uma enorme margem de manobra.

John Taylor, um economista conservador e ex-membro do governo de George W. Bush como subsecretário do Tesouro para assuntos internacionais, argumenta que não foi a decisão de deixar o Lehman falir que acionou essa parada, mas a decisão do presidente Bernanke e do secretário Paulson de solicitar ao Congresso um pacote de salvamento uma semana depois.<sup>32</sup> Isso não é nada convincente. Como observam Thomas Ferguson, da Universidade de Massachusetts, e Robert Johnson, ex-economista-chefe do comitê do setor bancário do Senado americano, “as evidências de que a falência do Lehman despedaçou o mundo são esmagadoras”.<sup>33</sup>

Um indicador fundamental é o spread entre a Libor (a taxa à qual os bancos podem contrair empréstimos uns dos outros) de três meses e a taxa Over-

night Indexed Swap (a taxa sugerida do banco central para o mesmo período de três meses). Embora os operadores em certos bancos centrais tenham distorcido a medida da Libor, não há nenhuma razão para duvidar da escala do aumento no spread mostrada na figura 1. Ela é uma medida do risco de crédito — o risco de inadimplência, em outras palavras — sobre empréstimos bancários não garantidos (o processo pelo qual os bancos concedem um ao outro empréstimos de curto prazo de fundos superavitários).<sup>34</sup> Em períodos normais, o spread entre as duas taxas fora apenas de alguns pontos-base (centésimos de um ponto porcentual). O spread sobre empréstimos em dólar já havia alcançado 78 pontos-base no fim de agosto de 2008, quando cresciam as preocupações com a solvência de contrapartes. Ele aumentou mais quarenta pontos-base entre a sexta-feira anterior à falência do Lehman (12 de setembro) e a sexta-feira seguinte — *antes*, portanto, de o pacote de salvamento do governo americano ser oficialmente lançado, muito menos ratificado. Mas demorou algum tempo para que os investidores se dessem conta das implicações menos óbvias da falência do Lehman, entre elas as implicações para a AIG e, portanto, outras instituições financeiras.

O spread atingiu o pico de 364 pontos-base em 10 de outubro de 2008, precisamente quando o grupo de sete ministros das Finanças assumiu o compromisso de evitar a falência de outras instituições financeiras sistemicamente importantes. No fim, portanto, só a intervenção decisiva e coordenada globalmente de governos e bancos centrais fez cessar o pânico. Saltos semelhantes ocorreram em spreads sobre outras moedas. Em libras esterlinas, o spread atingiu o máximo de 299 pontos-base em 6 de novembro de 2008. Em euros, chegou ao máximo de 189 pontos-base em 27 de outubro de 2008. Mesmo esses saltos nos spreads subestimam o pânico: o mercado para empréstimos interbancários secou, à medida que os bancos preferiam cada vez mais emprestar um ao outro via bancos centrais.

Os spreads em títulos empresariais em relação aos rendimentos de títulos do Tesouro americano também explodiram. Mesmo em títulos com classificação AAA eles subiram de 181 pontos-base em 1º de setembro para 414 pontos-base em 10 de outubro. Os spreads entre rendimentos de notas promissórias comerciais de classificação elevada (a dívida comercializada de empresas de alta qualidade, como a General Electric) emitidos por empresas não financeiras e os das letras do Tesouro americano subiram de pouco mais de um



ponto porcentual em agosto para mais de seis pontos porcentuais em meados de outubro, em parte porque as taxas sobre as letras do Tesouro desabaram. Essa foi de fato uma fuga para a segurança.

Ademais, como costuma ser o caso, esses saltos no custo dos empréstimos mascaravam uma realidade mais sombria — um congelamento da oferta. O sr. Paulson relata uma conversa que teve em 8 de setembro com Jeff Immelt, CEO da GE, que lhe disse que mesmo sua empresa, com sua classificação AAA, “estava tendo problemas para vender notas promissórias comerciais” (ou seja, obter empréstimos):<sup>35</sup> as taxas de juro não subiram ainda mais porque um grande número de tomadores de empréstimo foi excluído do mercado, assim como aconteceu no mercado para empréstimos interbancários não garantidos. Particularmente revelador, portanto, é o encolhimento permanente do mercado de notas promissórias comerciais, embora as taxas de juro tenham voltado a níveis muito baixos no decorrer de 2009. O valor ajustado sazonalmente do total de notas promissórias comerciais nos Estados Unidos era 2150 bilhões de dólares no fim de junho de 2007.<sup>36</sup> Um ano depois, ele havia encolhido para 1741 bilhões. E um ano depois disso, em junho de 2009, caíra para 1229 bilhões. Ainda não havia se recuperado em junho de 2013, quando o total era de apenas 998 bilhões. As notas promissórias comerciais garantidas por ativos, que são usadas para financiar hipotecas, encolheram de forma ainda mais dramática, de 1200 bilhões de dólares em junho de 2007 para 523 bilhões dois anos depois e meros 276 bilhões em junho de 2013. Uma fonte importante de financiamento desaparecera. Embora essa contração fosse certamente inevitável, ela obrigou agências do governo — Fannie Mae, Freddie Mac (ambas agora sob o controle do governo) e o próprio Federal Reserve — a se tornarem a fonte esmagadoramente dominante de hipotecas nos Estados Unidos. Em um país supostamente dedicado aos ideais da economia de mercado, a função social possivelmente mais importante do sistema financeiro — concessão de empréstimo para a compra de casa — havia sido quase completamente nacionalizada.