

JOSEPH E. STIGLITZ

# O mundo em queda livre

*Os Estados Unidos, o mercado livre e o  
naufrágio da economia mundial*

*Tradução*

José Viegas Filho



COMPANHIA DAS LETRAS

Copyright © 2010 by Joseph E. Stiglitz

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

*Título original*

Freefall — America, free markets, and the sinking of the world economy

*Capa*

João Baptista da Costa Aguiar

*Foto de capa*

<completar>

*Preparação*

Leny Cordeiro

*Revisão*

Carmen S. da Costa

Marise S. Leal

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

---

Stiglitz, Joseph E.

O mundo em queda livre : Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial / Joseph E. Stiglitz ; tradução José Viegas Filho — São Paulo : Companhia das Letras, 2010.

Título original: Freefall : America, free markets, and the sinking of the world economy.

ISBN 978-85-359-1754-3

1. Crise financeira global, 2008-2009 2. Crises financeiras - Estados Unidos 3. Economia mundial 4. Estados Unidos - Política econômica - 2001-2009 5. Finanças - Política econômica - Estados Unidos I. Título.

10-10455

CDD-330.973

Índice para catálogo sistemático:

1. Estados Unidos : Crises financeiras : Economia mundial 330.973

[2010]

Todos os direitos desta edição reservados à

EDITORA SCHWARCZ LTDA.

Rua Bandeira Paulista 702 cj. 32

04532-002 — São Paulo — SP

Telefone (11) 3707-3500

Fax (11) 3707-3501

www.companhiadasletras.com.br

# Sumário

|   |     |
|---|-----|
| Prefácio .....                                | 9   |
| Agradecimentos .....                          | 29  |
| 1. A formação da crise .....                  | 35  |
| 2. A queda livre e suas consequências.....    | 69  |
| 3. Uma resposta falha .....                   | 109 |
| 4. A fraude das hipotecas .....               | 134 |
| 5. O grande roubo americano.....              | 176 |
| 6. A ganância triunfa sobre a prudência.....  | 225 |
| 7. A nova ordem capitalista.....              | 272 |
| 8. Da recuperação à prosperidade global ..... | 305 |
| 9. Reforma da ciência econômica.....          | 341 |
| 10. Rumo a uma nova sociedade .....           | 388 |
| Posfácio.....                                 | 417 |
| Notas.....                                    | 477 |
| Índice remissivo.....                         | 563 |

# 1. A formação da crise

A única surpresa a respeito da crise econômica de 2008 foi que sua chegada pegou muita gente desprevenida. Para uns poucos observadores, ela seguia exatamente o figurino: não só previsível, mas também prevista. Um mercado desregulado, inundado de liquidez e com taxas de juros baixas, uma bolha imobiliária global e uma escalada de empréstimos *subprime* formavam uma combinação tóxica. Acrescentem-se a isso os déficits fiscal e comercial dos Estados Unidos e a correspondente acumulação de enormes reservas de dólares na China — ou seja, uma economia global desequilibrada — e era claro que as coisas estavam terrivelmente mal.

A *diferença* entre essa crise e a profusão de outras que a precederam nos últimos 25 anos era que essa crise tinha o rótulo “*Made in USA*”. E, enquanto as crises anteriores ficaram confinadas, essa crise, “*Made in USA*”, se expandiu rapidamente pelo mundo inteiro. No passado, convinha-nos pensar em nosso país como um dos motores do crescimento econômico global, um exportador de políticas econômicas sadias — e não de recessões. A última vez

que os Estados Unidos exportaram uma crise de grandes proporções foi na Grande Depressão dos anos 1930.<sup>1</sup>

Os aspectos básicos da história são bem conhecidos e bem divulgados. Os Estados Unidos tinham uma bolha imobiliária. Quando a bolha estourou e os preços das casas caíram dos níveis estratosféricos em que estavam, um número cada vez maior de proprietários se sentiu “afogado”. Eles deviam mais em hipotecas do que o valor das suas casas. Ao perderem as casas, muitos perderam também as poupanças de toda a vida e os sonhos para o futuro — formação universitária para os filhos, aposentadoria em boa situação financeira. Em certo sentido, os americanos estavam vivendo um sonho.

O país mais rico do mundo vivia além das suas posses, e a força da economia dos Estados Unidos — e da economia mundial — dependia disso. A economia global necessitava de um consumo cada vez maior para crescer, mas como isso podia continuar a acontecer se a renda de tantos americanos estava estagnada havia tanto tempo?<sup>2</sup> Os americanos encontraram uma solução engenhosa: tomar emprestado e consumir, como se a sua renda *estivesse crescendo*. E assim fizeram. A taxa média de poupança caiu a zero — e como muitos americanos ricos tinham poupanças substanciais, isso significava que os americanos pobres tinham uma taxa de poupança fortemente negativa. Em outras palavras, eles estavam se afundando em dívidas. Tanto eles quanto os que lhes emprestavam dinheiro se sentiam bem com o que estava acontecendo: o frenesi do consumo prosseguia sem que fosse necessário enfrentar a realidade da renda estagnada ou decrescente, e os emprestadores mantinham níveis inigualáveis de lucros, com base em taxas e comissões cada vez mais altas.

Taxas de juros baixas e regulações frouxas alimentaram a bolha imobiliária. Com a subida dos preços das moradias, os proprietários passaram a usar suas casas como garantia para contrair

empréstimos. Esses empréstimos de base hipotecária — que em um ano chegaram a 975 bilhões de dólares, o que é mais de 7% do PIB<sup>3</sup> (Produto Interno Bruto, a medida da soma de todos os bens e serviços produzidos na economia) — permitiam que os tomadores de empréstimos dessem a entrada para comprar um carro novo e ainda ficar com alguns fundos para a aposentadoria. Mas todo esse movimento de empréstimos dependia da premissa arriscada de que os preços das moradias continuassem a subir, ou, pelo menos, que não caíssem.

A economia estava distorcida: entre dois terços e três quartos de toda a economia (do PIB) se relacionavam à atividade imobiliária: da construção de casas novas ou da compra de móveis e equipamentos para estas, ou dos empréstimos que tinham as próprias casas como garantia e que se destinavam a financiar o consumo. Isso era insustentável — e se mostrou insustentável. O estouro da bolha afetou inicialmente as piores hipotecas (as hipotecas *sub-prime*, feitas para pessoas de baixa renda), mas logo passaram a afetar todo o setor residencial.

Quando a bolha estourou, os efeitos se ampliaram porque os bancos haviam criado uma série de produtos complexos que tinham por base as hipotecas. O pior foi que se dedicaram a apostas multibilionárias entre si e com outros corretores financeiros do mundo inteiro. Essa complexidade, combinada com a rapidez com que a situação se deteriorava e com a alta alavancagem dos bancos (também estes, assim como os proprietários de imóveis, financiavam seus investimentos com fortes empréstimos), significava que os bancos já não sabiam se o que deviam aos depositantes e acionistas excedia o valor dos seus ativos. Da mesma forma, perceberam que tampouco podiam conhecer a verdadeira posição de qualquer outro banco. A confiança, que é a base do sistema bancário, se evaporou. Os bancos se recusaram a emprestar dinheiro a seus congêneres — ou passaram a cobrar fortes taxas de juros para

compensar os riscos. Os mercados globais de crédito começaram a congelar.

Nesse momento, os Estados Unidos e o mundo se viram diante de uma crise que era financeira e econômica ao mesmo tempo. A crise econômica tinha vários componentes: havia uma crise imobiliária residencial em desenvolvimento, que logo foi seguida por problemas imobiliários na área comercial. A demanda caiu, à medida que as famílias viram entrar em colapso o valor das suas casas (e também o das ações que possuíam) e sua própria propensão a contrair empréstimos. Ocorreu um ciclo negativo de estoques: os mercados de crédito congelaram, a demanda caiu e as empresas reduziram seus estoques o mais rapidamente possível. E veio o colapso da indústria americana.

Havia também perguntas mais profundas: que outro fator poderia substituir o consumo desenfreado dos americanos, que era o que sustentava a economia nos anos anteriores ao estouro da bolha? Como os Estados Unidos e a Europa logriam reestruturar-se, fazendo, por exemplo, a transição a uma economia de serviços, que já fora tão difícil durante a fase da expansão? A reestruturação era inevitável — a globalização e a evolução tecnológica a exigiam —, mas não seria fácil.

## RESUMO DA HISTÓRIA

Os desafios futuros se tornavam claros e uma pergunta perdurava: como foi que a crise aconteceu? Não é assim que as economias de mercado *devem* atuar. Algo deu errado — e muito errado.

Não há uma data específica a assinalar no fluxo contínuo da história. Com o desejo de ser breve, começarei com o estouro da bolha tecnológica (ou bolha ponto-com), na primavera de 2000 — bolha que Alan Greenspan, na época presidente do Banco Cen-

tral dos Estados Unidos, deixara inflar e que sustentava o forte crescimento do final dos anos 1990.<sup>4</sup> O valor das ações tecnológicas caiu 78% entre março de 2000 e outubro de 2002.<sup>5</sup> Esperava-se que essas perdas não afetassem a economia como um todo, mas foi o que ocorreu. Grande parte dos investimentos haviam se dirigido ao setor de alta tecnologia, e com o estouro da bolha das ações das empresas de tecnologia, esses investimentos estancaram. Em março de 2001 os Estados Unidos entraram em recessão.

O governo do presidente George W. Bush usou a pequena recessão que se seguiu ao colapso da bolha tecnológica como desculpa para promover sua agenda de redução de impostos para os ricos, que o presidente apresentava como a cura milagrosa para todos os males da economia. A redução de impostos, no entanto, não foi configurada para estimular a economia e o seu impacto nesse campo foi limitado. Isso transferiu para a política monetária o ônus de fazer retornar o pleno emprego. Por essa razão, Greenspan reduziu as taxas de juros e inundou o mercado de liquidez. Com tanta capacidade ociosa na economia, não chega a ser surpresa que as taxas de juros mais baixas não tenham levado a um aumento dos investimentos em fábricas e equipamentos. Elas tiveram um efeito — o de substituir a bolha tecnológica pela bolha imobiliária, que alimentou o auge do consumo e do setor de construção.

A pressão sobre a política monetária aumentou quando os preços do petróleo começaram a subir depois da invasão do Iraque em 2003. Os Estados Unidos gastaram centenas de bilhões de dólares com a importação de petróleo — dinheiro que, se não fosse por isso, poderia ter sido gasto na economia americana. Os preços do petróleo subiram de 32 dólares por barril, em março de 2003, quando começou a guerra do Iraque, para 137 dólares por barril, em julho de 2008. Isso significou que os americanos passaram a gastar 1,4 bilhão de dólares por dia para importar petróleo (contra 292 mi-

lhões de dólares por dia antes do início da guerra), em vez de gastar esse dinheiro no próprio país.<sup>6</sup> Greenspan achava que podia manter as taxas de juros baixas porque a pressão inflacionária era pequena<sup>7</sup> e porque, sem a bolha imobiliária, sustentada pelas baixas taxas de juros, e sem o auge do consumo, sustentado pela bolha imobiliária, a economia americana mostraria fraqueza.

Em todos esses anos de dinheiro barato e especulação, Wall Street não ofereceu um bom produto hipotecário. Um bom produto hipotecário teria baixos custos de transação e baixas taxas de juros e ajudaria as pessoas a administrar os riscos de comprar uma casa, inclusive uma proteção para a hipótese de a casa perder valor ou de os proprietários perderem o emprego. Os proprietários também desejam mensalidades previsíveis, que não comecem a subir sem aviso prévio e que não tenham custos ocultos. Os mercados financeiros americanos não se preocuparam em elaborar esses produtos melhores, embora estes sejam utilizados em outros países. Ao contrário, as empresas de Wall Street, empenhadas em maximizar seus lucros, passaram a trabalhar com hipotecas de altos custos de transação e taxas de juros variáveis, com pagamentos que podiam disparar repentinamente e sem nenhuma proteção contra o risco de perda de valor do imóvel ou de perda de emprego.

Se os formuladores dessas hipotecas se houvessem concentrado nos fins — o que com efeito esperamos do mercado hipotecário — em vez de concentrar-se na maximização dos *seus* lucros, poderiam ter engendrado produtos que teriam ampliado o mercado hipotecário *permanentemente*. Poderiam “fazer bem fazendo o bem”. Em vez disso, produziram toda uma série de hipotecas complicadas que lhes geraram muito dinheiro a curto prazo e levaram a uma ampliação pequena e *temporária* do mercado hipotecário, e com grande custo para a sociedade como um todo.

As falhas do mercado hipotecário eram sintomas de falhas maiores que ocorriam em todo o sistema financeiro e especial-

mente no sistema bancário. O sistema bancário tem duas funções essenciais. A primeira é a de prover um mecanismo eficiente de pagamentos, no qual o banco facilita as transações transferindo o dinheiro dos seus depositantes àqueles de quem eles compram bens e serviços. A segunda função essencial é a avaliação e a administração dos riscos e a realização de empréstimos. Esta se relaciona com a primeira função essencial, porque se o banco fizer avaliações creditícias deficientes, se fizer apostas irresponsáveis, ou se puser dinheiro demais em operações arriscadas que terminem por fracassar, não poderá honrar a promessa de remunerar o dinheiro dos depositantes. Se fizer bem o seu trabalho, o banco proporciona dinheiro para o estabelecimento de novos negócios e para expandir os já existentes, a economia cresce, criam-se novos empregos e, ao mesmo tempo, seus próprios lucros aumentam, o que lhes possibilita pagar juros aos depositantes e recompensar os que investiram seus ativos no banco.

A tentação de obter lucros fáceis a partir dos custos das transações levou muitos bancos grandes a negligenciar suas funções essenciais. O sistema bancário, nos Estados Unidos e em muitos outros países, não se concentrou em emprestar dinheiro a pequenos e médios produtores, que constituem a base da criação de empregos em qualquer economia, mas concentraram-se, em vez disso, em promover a securitização, especialmente no mercado hipotecário.

Foi esse envolvimento na securitização das hipotecas que se revelou fatal. Na Idade Média, os alquimistas tentavam transformar metais básicos em ouro. A alquimia moderna buscou a transformação de hipotecas *subprime* de alto risco em produtos de cotação AAA, capazes de atrair os investimentos dos fundos de pensão. E as agências de classificação de risco deram a bênção ao que os bancos fizeram. Por fim, os bancos se empenharam diretamente em fazer apostas — inclusive não se limitando a atuar como inter-

mediários das operações de risco que criavam, mas chegando a conservar a posse dos ativos. Os bancos, e os reguladores, talvez tenham pensado que haviam passado adiante os incômodos riscos que criaram, mas quando chegou o dia da verdade — quando os mercados entraram em colapso —, eles próprios estavam com a guarda baixa.<sup>8</sup>

#### A DISTRIBUIÇÃO DA CULPA

À medida que a profundidade da crise encontrava uma compreensão mais ampla — em abril de 2009 já se tornara a recessão mais prolongada desde a Grande Depressão —, era natural que se buscassem os culpados e que não faltasse culpa a ser distribuída. É essencial que saibamos a quem, ou pelo menos a quê, se deve atribuir culpas, para que possamos reduzir as possibilidades de que algo assim volte a ocorrer e para que possamos corrigir aspectos dos mercados financeiros atuais que são obviamente disfuncionais. Devemos nos acautelar contra explicações demasiado fáceis: muitas começam pela ganância excessiva dos banqueiros. Isso pode ser correto, mas não oferece uma base para a reforma. Os banqueiros agiram com ganância porque tiveram incentivos e oportunidades para fazê-lo, e isso é o que precisa ser mudado. Além disso, a base do capitalismo é a busca do lucro: devemos culpar os banqueiros por fazer (talvez um pouco pior) o que todos na economia de mercado devem fazer?

Na longa lista de culpados, é natural começar pela base, com os originadores das hipotecas. As companhias hipotecárias ofereceram hipotecas exóticas a milhões de pessoas, muitas das quais não sabiam bem em que estavam se metendo. Mas as companhias hipotecárias não poderiam fazer o mal que fizeram se não tivessem sido ajudadas e encorajadas pelos bancos e pelas agências de