1290000531
IE
TCC/UNICAMP An88c

Universidade Estadual de Campinas
Instituto de Economia

Monografia

CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO - UNICAMP - INSTITUTO DE ECONOMIA

" Crise de 29 *versus* crise de 87: uma análise comparativa sobre o problema da instabilidade nas Bolsas de Valores e a ameaça de depressões nos moldes dos anos 30"

Aluna: Ana Cláudia Costa Antônio - RA 963554
Orientador: Prof. Dr. Antônio Carlos Macedo e Silva

Campinas,
Dezembro/99

TCC/UNICAMP
An88c
IE/531

CEDOC/IE

Índice

Introdução.....4

Capítulo 1

Introdução.....5

1.1- Os anos 20 e o contexto internacional.....6
1.2- O Crash de 29.....10
1.3- Do crash à Grande Depressão
- A visão monetarista.....23
- Uma visão heterodoxa: John K. Galbraith.....27
- A visão de Kindleberger.....28

Capítulo 2

Introdução.....32

2.1- Antecedentes Históricos.....32
2.2- As causas da crise de 87.....39
2.3- Do crash à não depressão.....51

Capítulo 3

Introdução.....56

3.1- Algumas "coincidências históricas".....57
3.2- As causas apontadas nas duas épocas.....60
3.3- As reações do governo norte-americano.....64

3.4- A instituição de novas formas de regulamentação.....65

3.5- Efeitos sobre a economia.....66

3.6- Conclusões.....68

Referências Bibliográficas.....71

Introdução

Partindo da natureza recorrente de crises financeiras no capitalismo e do recente debate que permeia o cenário econômico internacional acerca da possibilidade de um crash no mercado bursátil norte-americano, resolveu-se fazer uma análise que confronta dois episódios notáveis de crises financeiras.

O presente trabalho examina as crises de 29 e 87 e ressalta algumas semelhanças existentes entre esses dois episódios.

A escolha da crise de 29 enquanto objeto de análise reside no fato desta ser um marco histórico para a análise de depressões.

A opção pela crise de 87 reside na sua natureza particular enquanto crise que não se "desdobrou", ou, cujos efeitos não "transbordaram" a esfera financeira da economia.

A análise de ambos episódios busca elucidar alguns pontos, tais como as diversas explicações de autores de diversas vertentes teóricas no caso de 29, e a verdadeira dimensão do crash, no caso de 87. Além disso, pretende-se mostrar que, embora o aprendizado econômico por parte dos *policymakers* tivesse impedido, em grande parte, uma depressão em 87, este aprendizado não se mostrou capaz de "evoluir" o suficiente a fim de formular estratégias profiláticas de novos crashes (fato corroborado pela recente trajetória do Índice Dow Jones).

A monografia é composta de três capítulos: o primeiro apresenta uma discussão sobre a crise de 29, o segundo, seguindo a mesma linha de argumentação, uma discussão sobre a crise de 87 e o terceiro tece um paralelo entre os aspectos comuns aos dois episódios, trazendo em seu último tópico as conclusões.

Capítulo 1 - A Crise de 29

Introdução

Várias são as análises que procuram explicar as causas da crise de 29, e fazer o elo desta crise com a subsequente depressão dos anos 30, ocorrida nos EUA e rapidamente propagada para o resto do mundo.

O objetivo deste capítulo é fornecer um panorama geral do *crash*, tendo como parâmetros o contexto econômico mundial da década de 20 e a subseqüente depressão dos anos 30.

Feita uma sucinta análise do quadro econômico vigente nos países europeus e nos EUA durante os anos 20, e tendo ressaltado alguns dos fatores que poderiam ter contribuído para alimentar ainda mais a "chama da especulação" na bolsa de valores norte-americana (nas palavras de Kindleberger), iremos nos ater, em seguida, à analise do poder explicativo que cada um dos fatores "esboçados" anteriormente representa para autores de diferentes vertentes teóricas.

Tendo conhecimento da inexistência de provas suficientes, e da divergência existente nos meios acadêmicos no tangente à aceitação da relação de causalidade entre o colapso na bolsa e a posterior depressão, o trabalho a ser feito considerará, malgrado a inexistência de uma conclusão cabal sobre o assunto, que o grau de contribuição da deflação abrupta nos preços dos ativos tenha sido uma variável de forte poder explicativo da crise mundial que perdurou durante os anos 30.

Dada a vasta bibliografia sobre o assunto, selecionaram-se alguns autores seguindo um critério que buscou privilegiar os mais conhecidos, ou os de maior relevância teórica. Acredita-se, contudo, que esse fato não prejudicará, sobremaneira, as conclusões do estudo.

1.1- Os anos 20 e o contexto internacional

Os anos que sucederam a Primeira Guerra Mundial marcaram o início de um período no qual a hegemonia inglesa seria profundamente abalada. Desenvolvimentos tecnológicos por parte de outras nações da Europa, bem como dos EUA, davam início a uma nova onda de inovações na qual a Inglaterra não teria posição de destaque.

Mudanças no tocante à estrutura produtiva de alguns países (e aqui deve-se ressaltar a liderança dos EUA na economia internacional durante os anos 20), quando refletidas na estrutura concorrencial vigente, acabarão por minar as bases sobre as quais a Inglaterra, outrora nação símbolo da estabilidade do regime do padrão-ouro , assentava a sua hegemonia.

A Primeira Guerra, por si só, significou um duro golpe para a Inglaterra, na medida em que boa parte dos empréstimos por ela concedidos durante o conflito não foi saldada, o que comprometeu, sobremaneira, o equilíbrio do seu Balanço de Pagamentos.

Por outro lado, as altas inflações geradas a partir do aumento da quantidade de moeda na economia (principal forma de financiamento do Estado em tempos de guerra) sem a contrapartida física, ou seja, sem o lastro apropriado, em um regime de padrão ouro, trouxeram consigo o problema da perda de competitividade em alguns países, que incorreram em valorizações reais de suas moedas, dado o restabelecimento da conversibilidade com taxas de câmbio nominais, muitas vezes, semelhantes àquelas do pré-guerra. O caso inglês na década de 20 é o exemplo mais elucidativo dos efeitos perversos que uma tentativa de manutenção da estabilidade do regime do padrão ouro de outrora pode ter num ambiente macroeconômico "conturbado".

A sobrevalorização da libra em 1925, atrelada ao compromisso do retorno à paridade do pré-guerra, foi, segundo Kindleberger, uma tentativa de restabelecer a posição inglesa como antigo centro financeiro internacional e,

mais do que isso, uma tentativa de retorno aos "áureos tempos de estabilidade" do regime do padrão ouro.

Até certo ponto, os objetivos ingleses se concretizaram; porém, a sobrevalorização da libra, se, por um lado, mantinha estável o Balanço de Pagamentos inglês (mediante a uso da Conta de Capitais como ferramenta de ajuste do Balanço), por outro, agravava as variáveis reais da economia. A justificativa inglesa para o uso de tal política repousava na crença de que a sobrevalorização cambial seria corrigida, ao longo do tempo, com o aumento dos preços dos produtos americanos, ou, caso contrário, através de um ajuste interno via deflação de preços. Certamente, a persistência até meados da década de 30 da manutenção de uma paridade cambial inconsistente com as outras variáveis econômicas do país criou uma instabilidade sistêmica para a Inglaterra, tornando-a mais vulnerável a choques financeiros externos, como o ocorrido em 29.

As dificuldades eminentes de convergência das políticas econômicas entre os países, em um contexto de absoluta incerteza acerca da manutenção da hegemonia inglesa, colaboraram para a exacerbação das formas mais diversas de protecionismo tarifário. [1]

O nacionalismo presente ora nas decisões de instituição de barreiras visando proteger a indústria nacional, ora nas desvalorizações cambiais competitivas, revelava que as formas de ajuste de Balanço de Pagamentos se baseavam em decisões unilaterais dos países, o que agravou a instabilidade econômica sistêmica.

No início dos anos 20, em meio a tentativas frustradas de manutenção da estabilidade cambial [2] (como a de 1922, na Inglaterra, tentando diminuir a pressão sobre o ouro, substituindo-o pela libra e o dólar), os EUA começam a

---

[1] Análises mais aprofundadas sobre o fracionamento da economia mundial na década de 20 podem ser encontradas em Block (1980), cap. 2 , Kindleberger (1986), cap. 2 e Eichengreen (1996), cap.3.

[2] Uma boa descrição de como os desequilíbrios cambiais facilitaram a "transmissão" da crise de 29 para os vários países pode ser vista em Aldcroft (1987).

aumentar fortemente as suas exportações, acumulando, com isso, uma grande quantidade de reservas em ouro (Kindleberger, 1986).

O êxito norte-americano no que tange às relações comerciais com outros países foi, em grande parte, devido à relativa imunidade deste país em relação à Primeira Grande Guerra. Esta "imunidade", evidenciada pela capacidade dos EUA de manterem a paridade cambial do pré-guerra sem incorrer em desajustes de Balanço de Pagamentos, devia-se, em larga medida, à existência (e manutenção) de um parque industrial desenvolvido para os padrões da época.

A instabilidade latente das várias economias européias era resultado da inoperância dos bancos centrais que, embora administrassem moedas e taxas de juros, não conseguiam evitar as fugas de capitais, constantes em um contexto de flutuações cambiais e de fortes especulações contra as moedas mais fracas.

A década de 20 pode ser caracterizada, portanto, como sendo um momento de crise no padrão monetário internacional (padrão ouro), com a economia internacional sem regras definidas no que tange ao seu funcionamento, dadas a forte fragmentação econômica, a flutuação de divisas (flutuação cambial suja, fortemente controlada pelos Bancos Centrais) derivada da mudança da antiga posição da Inglaterra de importadora para exportadora de capitais. Somam-se a isso a ausência de uma nação líder entre os países (e conseqüente ausência de uma convergência harmoniosa de políticas econômicas) e a diminuição da liberdade de mobilidade de capitais, bem como da liberdade de comércio.

O caráter protecionista da época se revelou através da criação de alíquotas, tarifas, e das desvalorizações competitivas (políticas retaliatórias) por parte dos países. Ainda no tocante à instabilidade que permeou o pós primeira guerra, pode-se apontar, também, o fato da moeda ter se tornado cada vez mais fiduciária, alterando uma das bases do antigo padrão ouro (fixação de uma relação moeda-ouro) como um fator intensificador de assimetrias. A conversibilidade, durante o período, deixou de estar subordinada a regras,

restringindo a possibilidade de conversão entre as moedas em um mundo no qual as economias se encontravam fracionadas, voltadas para os seus interesses internos, em detrimento do contexto macroecômico internacional.

Pode-se dizer que a década de 20 foi, de modo geral, uma década extremamente instável, exceto para os EUA[3].

Estabelecendo-se como centro industrial e financeiro, os EUA apresentaram um crescimento acentuado durante boa parte dos anos 20, liderado pela indústria de bens duráveis, com destaque para os setores automobilístico, de construção civil e de aparelhos elétricos (rádios, refrigeradores,...) [4]. O crescimento acelerado do consumo de bens duráveis se deu com base na expansão do crédito a longo prazo para as famílias e empresas, que acabaram se endividando de forma excessiva, acreditando na perpetuação das altas taxas de crescimento da economia.

O crescimento norte americano, iniciado em meados da década de 20, manteve-se praticamente constante ao longo do tempo, malgrado algumas mini - recessões durante a década, como por exemplo, o colapso imobiliário de 1925, ocorrido na Flórida, que gerou falências e crises bancárias, porém não foi forte o suficiente para "desinflar" a bolha especulativa formada no mercado bursátil.

A bolha foi alimentada durante a década de 20 pelo crescimento da importância do capital financeiro na economia, processo consubstanciado na intensa centralização e concentração do capital nas mãos dos grandes *trusts* de investimento (Davis,1995) e no desenvolvimento das sociedades anônimas (Galbraith, 1988) que surgem para financiar investimentos de longo prazo mediante a emissão de ações. Pode-se dizer que essas fontes de financiamento suplementares em relação ao antigo financiamento convencional (via sistema

---

[3] Apesar da dinâmica do comércio internacional ter apresentado entre 1924 e 1929 uma taxa de crescimento considerada "satisfatória" ('*un taux de croissance honnête*', nas palavras de Maddison, 1981) para boa parte dos países; e das trocas mundiais terem sofrido um aumento anual de 5.7% em volume, o mesmo não se pode afirmar sobre o contexto macroeconômico-financeiro destes países (taxas de câmbio, inflação,...).

[4] Fonte: Davis, 1995.

bancário) acabaram por incitar um aumento da especulação na economia norte-americana.

A partir da segunda metade dos anos 20, a economia americana se torna alvo de movimentos especulativos. A política monetária, diante da mini recessão de 27, quando o índice de produção industrial declina, torna-se mais permissiva, cedendo aos interesses nacionais, de manutenção do crédito farto (crédito canalizado principalmente para a especulação em detrimento do investimento produtivo), e por outro lado, ajudando a resolver o "impasse financeiro europeu". A baixa dos juros americanos, se do ponto de vista internacional reduzia as pressões de um ataque especulativo sobre a libra, sobremaneira valorizada em virtude da "paridade fictícia" que lhe fora imposta, internamente acabou por alavancar a especulação existente levando a um aumento da fragilidade financeira sistêmica. Entretanto, as parcas estruturas sobre as quais se assentava a valorização dos preços dos títulos negociados na Bolsa de Valores só se tornaram nítidas em outubro de 1929, momento no qual ocorreu a inevitável reversão do "*boom* ".

1.2- O Crash de 29

Um artigo recente (datado de outubro de 1999) do jornal *The NY Times* sobre a crise de 29 atenta para o fato do *boom* ocorrido antes do crash ter atingido sobretudo os preços das ações relacionadas às novas tecnologias existentes na economia.

O artigo traça um paralelo entre as décadas de 20 e 90 ressaltando as semelhanças existentes entre os dois períodos no que tange ao contexto histórico e econômico em que se encontrava a economia norte-americana antes da quebra da Bolsa em 29. Nos anos 20, a emergência de uma nova tecnologia representada pelo rádio fez com que os preços das ações relacionadas a essa empresa subissem consideravelmente diante das imensas oportunidades de lucro vislumbradas pelos agentes econômicos (nos anos 90, como se sabe, a

'vanguarda tecnológica' é representada pela Internet). A euforia era tanta que mesmo as empresas que não tinham ligação direta com a tecnologia em questão acabassem se beneficiando do clima de otimismo reinante no mercado.

Em um contexto de crescimento sem limites, logo, de euforia generalizada, caracterizado essencialmente pela crença de que as oportunidades de investimento eram inesgotáveis e capazes de propiciar lucros para todos os participantes do mercado, os preços das ações se distanciaram cada vez mais dos fundamentos, ou seja, dos valores reais que davam o devido lastro aos títulos negociados na esfera financeira da economia.

O *boom* especulativo, segundo informações coletadas junto ao *site* da *New York Stock Exchange* [5], teve início em 1923, ano em que as cotações das ações iniciaram uma trajetória de valorização crescente e relativamente constante até outubro de 1929. Não obstante a existência de muitas divergências na literatura econômica acerca do momento exato de formação da bolha especulativa na economia norte-americana, usar-se-á como referência histórica o ano de 1927.[6]

A justificativa comum para a escolha de 1927 como referência jaz na explicitação do enorme distanciamento existente entre a esfera financeira da economia em relação à esfera produtiva, ocorrido a partir daquele ano. A não obediência dos mercados financeiros aos limites impostos pelas variáveis reais da economia, ao que parece, constitui uma trajetória de crescimento assentada em bases extremamente precárias e instáveis. Assim, os movimentos de mercado gerados na fase de inflação dos preços dos ativos, por não serem auto-sustentados, tornam-se vulneráveis à qualquer choque (ou até mesmo

[5] Endereço eletrônico da *NYSE* : www.nyse.com.

[6] Cabe aqui um esclarecimento: a escolha do ano de 1927 se deu com base em critérios "arbitrários", que visaram, essencialmente, o estabelecimento de um "denominador comum razoável" entre os diversos autores que tratam do assunto.

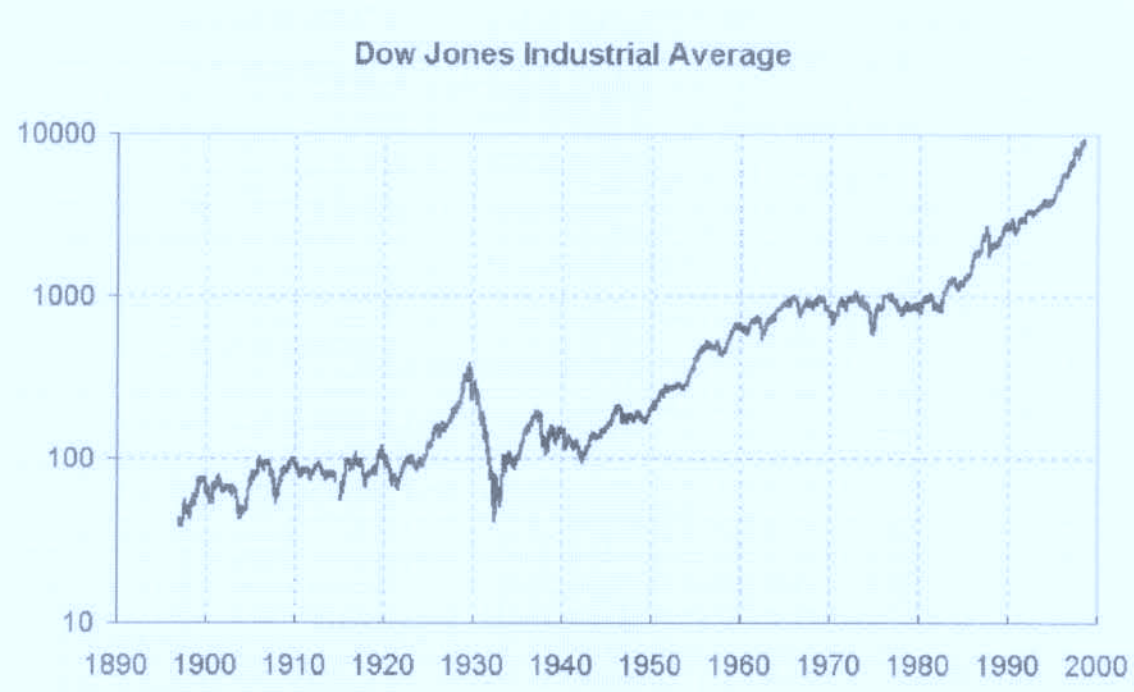
ameaça de choque) de natureza exógena na economia. Especificamente nos anos 20, o quadro histórico da época, e o modo como as autoridades monetárias conduziram a política econômica no pós crash fizeram com que o inevitável ajuste de preços se transformasse em uma depressão sem precedentes.

Muito embora, em meados da década de 20, houvesse um certo consenso por parte da opinião pública de que os preços das ações estavam altos, e de que uma maior intervenção governamental na economia se fazia legítima afim de controlar a mania especulativa já "em andamento", os ganhos realizados na Bolsa e as oportunidades de riqueza rápida e fácil acabaram por se sobrepor a tais profecias.

Como pode-se observar pelo **Gráfico 1**, o Índice Dow Jones[7] (a média industrial) apresentou durante a década de 20 uma tendência eminentemente crescente. Do gráfico pode-se depreender o porquê de muitos analistas da época terem questionado a solidez desse crescimento sem precedentes na economia norte americana.

[7] O Índice Dow Jones para a Indústria (*Dow Jones Industrial Average*), representa uma média das trinta ações do setor industrial mais transacionadas ('*blue-chip industrial stocks*'), sendo o mais famoso dos índices, porém, estando longe de ser representativo do mercado como um todo, como observou Henwood (1997), p. 21.

Gráfico 1



Fonte: HRConsultants

Diante do crescimento significativo no volume de transações na Bolsa e do caráter fortemente especulativo deste tipo de atividade, as autoridades monetárias norte-americanas decidem lançar mão de algumas medidas de política econômica mais restritivas. Assim, no primeiro semestre de 29, mais precisamente no mês de Março, o FED, com vistas a "desaquecer" o mercado, resolve, numa medida de extrema sensatez, advertir os bancos privados para não mais emprestarem dinheiro para os especuladores do mercado acionário usando a janela de redesconto do FED. Essa advertência, seguida de um pequeno aumento na taxa de redesconto, desencadeou um movimento

crescente nas taxas de juros e nas chamadas *"margin calls"*[8] sobre os empréstimos[9].

Reagindo à ação governamental, o Índice Dow Jones cai 4% entre os dias 18 e 23 de março. No dia 25 (uma segunda-feira) para surpresa dos investidores, os preços das ações sofrem uma forte queda, só melhorando subitamente no dia seguinte (terça-feira, dia 26). O saldo da queda presenciada, entretanto, já revelava a fragilidade inerente aos movimentos de preços das ações: em menos de 2 dias o Índice Dow Jones caíra 8% .

Em agosto de 29, diante da recuperação da tendência especulativa no mercado bursátil, o FED lança mão, novamente, de uma política monetária mais restritiva de aumento da taxa de redesconto. Essa decisão marca o fim do dilema governamental acerca dos problemas inerentes a um aumento mais "radical" nas taxas de juros da economia (o dilema residia nos impactos negativos inerentes a um aumento do custo de se obter crédito numa economia na qual existem agentes com necessidades legítimas de consumo e especuladores).

Através da observação do **Gráfico 2**, a seguir, torna-se possível captar as oscilações do Índice Dow Jones de maneira mais detalhista, podendo-se observar a relação existente entre o Índice e as já mencionadas medidas

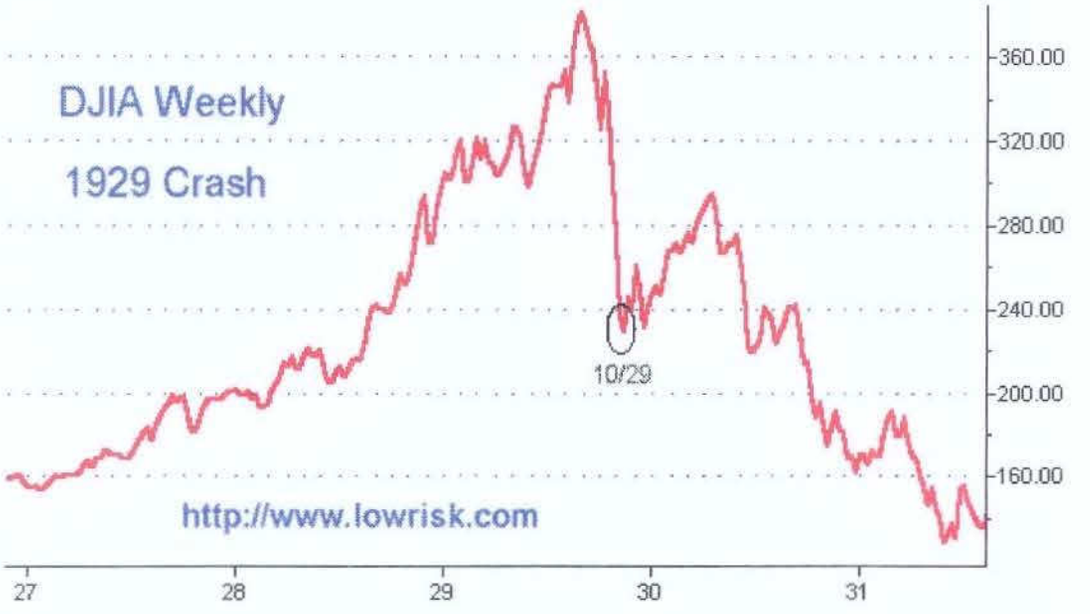
---

[8] Maiores explicações, ver Auerbach (1983).

[9] Em outubro de 29, para se ter uma idéia de valores, as 'margens' eram de 10% (fonte: *NY Times*, Out/99). Isso significa que qualquer pessoa poderia adquirir uma ação contribuindo com apenas 10% do seu preço de compra como garantia.

intensificadas no início de 1929, com vistas a diminuir o processo especulativo na Bolsa.

Gráfico 2



Malgrado as tentativas do FED de "desinflar gradualmente" o processo especulativo em andamento na economia através da adoção de políticas monetárias mais restritivas, em setembro/1929, mais precisamente no dia 03, o Dow Jones Industrial Average alcança o maior valor até então registrado durante o ano (valor equivalente a 381,17 pontos) [10], como pode-se observar no **Gráfico 2**. Justifica-se, então, a partir do fato apresentado, o caráter "drástico" representado pela ação governamental no que concerne ao "dilema dos juros".

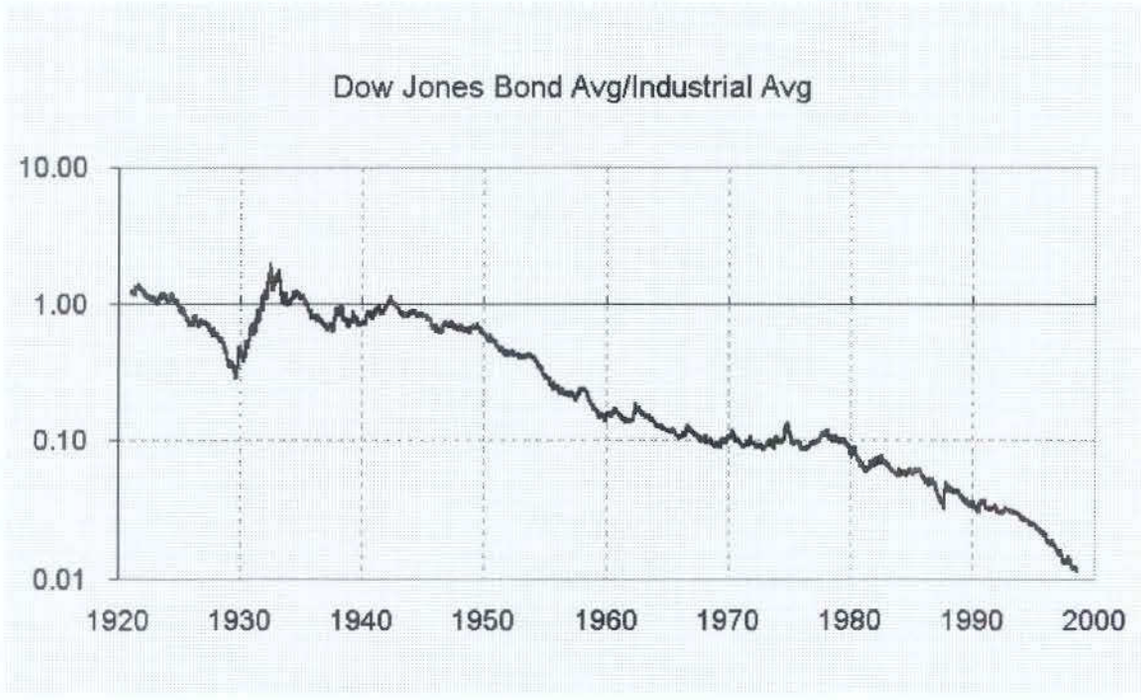
---

[9] Em outubro de 29, para se ter uma idéia de valores, as 'margens' eram de 10% (fonte: *NY Times*, Out/99). Isso significa que qualquer pessoa poderia adquirir uma ação contribuindo com apenas 10% do seu preço de compra como garantia.

O crash, ocorrido em Outubro de 29, ao contrário do episódio mais recente tratado neste estudo, não foi um fenômeno "isolado".[11]

Observando-se o **Gráfico 1,** referente à evolução do Índice Dow Jones durante o período, ou até mesmo o **Gráfico 3,** que relaciona os Índices Dow Jones relativos à indústria e aos *bonds* (títulos com longos prazos de maturação considerados mais seguros em relação às ações), nota-se que, com exceção feita ao período de deflação compreendido entre a quebra da Bolsa e o fim das falências bancárias da década de 30, a tendência no século XX tem sido de queda dos preços dos *bonds* relativamente aos preços das ações. Isso pode ser facilmente explicado quando analisa-se a trajetória da inflação ao longo do século[12]

Gráfico 3



[10] Informação coletada na Internet na página da *New York Stock Exchange* .
[11] Como pode-se inferir pelo **Gráfico 2,** 1929 foi apenas o início da queda no Índice Dow Jones.
[12] Tendo em vista que a inflação tornou-se, a partir do final da década de 60, um dos principais problemas a serem enfrentados pelos *policymakers*, e, sabendo que, em um contexto de alta inflação os preços dos *bonds* são afetados negativamente e em maior proporção do que os preços das ações, depreende-se o porquê da trajetória decrescente representada pela relação entre os índices.

A primeira grande queda no índice Dow Jones veio em uma quinta feira, 24 de outubro. Nesse dia houve um volume recorde de 13 milhões de ações transacionadas. A queda foi superada por uma melhora no índice no mesmo dia, o que reduziu as perdas dos investidores até sexta-feira, 25. Apesar da melhora aparente os preços continuaram instáveis, mostrando-se "fracos" no sábado.[13]

Na segunda, 28 de outubro, veio, então, a grande queda. O índice Dow Jones caiu 12,8% somente neste dia. Foi a maior queda já registrada durante todo o período que vai desde 29 até 33, e a maior queda diária já registrada até outubro de 87. O dia seguinte, conhecido como "terça-feira" negra, presenciou uma diminuição de novos 11,7%. Nesse dia, o mercado "quebrou", com um volume recorde de mais de 16 milhões de ações transacionadas (nível que só foi ultrapassado 39 anos mais tarde).[14]

Passados poucos meses, algumas melhoras foram se fazendo sentir, mas a tendência geral de queda permaneceu até 1932, ano em que se chegou ao máximo da crise, com o Índice Dow Jones alcançando uma baixa acumulada de 89% em relação ao valor mais alto alcançado em 1929 (*NY Times*). Na metade de 1932, os preços das ações tinham declinado para 10% do seu valor mais alto registrado em 1929 (Mishkin, 1997, p. 220).

As fraquezas da economia norte-americana (particularmente do setor agrícola) somadas a um ambiente internacional dominado pelas incertezas e crises de um padrão monetário parcamente definido, fizeram com que os impactos negativos da crise bursátil se fizessem sentir não apenas nos EUA, mas no mundo todo.

O pânico, ao tomar conta da economia (essencialmente no caso americano) levou a intensas e freqüentes corridas bancárias. Por dois anos seguidos ao primeiro pânico, ocorrido em Dezembro de 1930, o FED apresentou

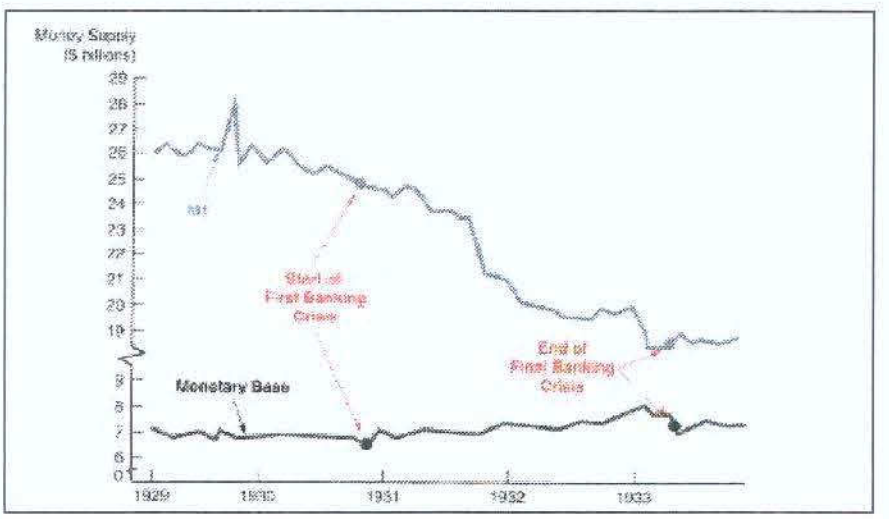
---

[13] Nessa época o mercado funcionava seis dias por semana, segundo informações do *NY Times*.
[14] Fonte: *NY Times on the Web* ,out/99.

seguidos ao primeiro pânico, ocorrido em Dezembro de 1930, o FED apresentou uma postura marcada pela passividade, o que agravou o problema. Até 1933 a situação parecia incontrolável (as falências eram vistas como sendo um fenômeno corriqueiro). Diante da gravidade do problema, o então presidente Franklin D. Roosevelt decretou um feriado bancário, porém o socorro viria "tarde demais": o saldo do período (30-33) foi o fechamento de um terço do total de bancos americanos existentes (cerca de 9000 falências de bancos comerciais)[15]. As falências bancárias levaram, por sua vez, a uma contração na oferta de moeda em mais de 25% (Mishkin, 1997, ps. 449-451).

Observando-se, no **Gráfico 4,** a evolução do agregado monetário M1 (correspondente ao papel moeda em poder do público acrescido dos depósitos à vista) e da Base Monetária (ou, do também chamado *'high powered money'* , que é a soma do total de papel moeda em circulação na economia com as reservas dos bancos) tem-se uma idéia, em números, da contração monetária que o período de falências bancárias (1929-1933) representou para a economia norte-americana.

Gráfico 4



Fonte: Mishkin (1997), p. 451.

[15] Em 1933 , afim de prevenir os depositários de perdas futuras relacionadas às falências bancárias, foi estabelecido, mediante legislação bancária, um seguro de depósito federal sobre os depósitos bancários (*Federal Deposit Insurance Corporation* - FDIC). (Mishkin, 1997, p. 266)

Essa forte queda na oferta monetária (não compensada por políticas monetárias expansivas por parte do FED) foi, segundo Milton Friedman, a maior causa da Grande Depressão.

É fato que durante as falências bancárias o FED não exerceu o seu papel de emprestador em última instância. As razões que explicam essa omissão, porém, estão longe de representarem um consenso. Cita-se, freqüentemente, o fato dos oficiais do FED terem subestimado, ou, deixado de compreender, a dimensão dos impactos negativos que as falências das instituições bancárias poderiam ter na oferta de moeda e na atividade econômica, como principal causa da passividade das autoridades monetárias.

Sabe-se, entretanto, que muito além dos fatores "ignorância" e "subestimativa", existem questões políticas e ideológicas que são igualmente fundamentais na tomada de decisão das autoridades monetárias (Mishkin, 1997, p. 486).

Ao abordar o assunto, Milton Friedman (Friedman & Schwartz, 1963) ressalta a visão comum aos oficiais do FED sobre as falências bancárias, segundo a qual estas seriam fruto de práticas especulativas abusivas, ou de más práticas gerenciais. Considerando cada evento de maneira isolada, o FED incorreu, segundo Friedman, em um grave erro de "abstração", ou, "subdimensionamento" dos fortes mecanismos perversos de retroalimentação (*feedback*) inerentes às falências bancárias.

Um dos fatores que ajuda a explicar a "omissão de socorro" do FED foi o fato da crise ter se concentrado, inicialmente, entre bancos de pequeno porte. A organização do sistema bancário americano da época (marcada pela atomização e, portanto, pela falta de articulação)[16] contribuiu para que as "quebras" se disseminassem com tanta força. A precariedade do sistema jazia no fato de que este padecia de uma força de liderança que pudesse assegurar a saúde financeira das instituições no caso de alguma situação adversa. Em

outras palavras, o problema do sistema bancário norte-americano poderia ser resumido à inexistência de um emprestador de última instância definido.

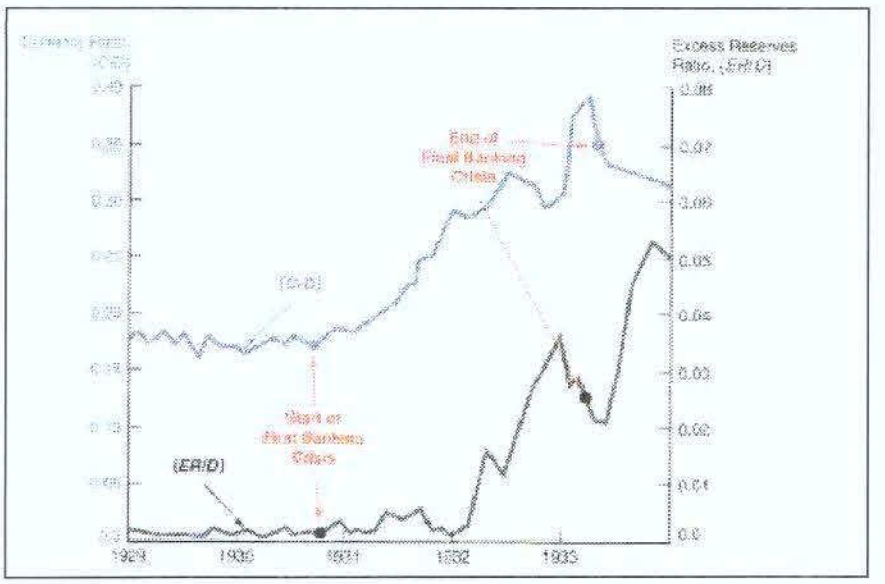
O pânico por parte dos agentes depositantes, uma vez desencadeado, propiciou a instauração de uma atmosfera de medo e incerteza na economia, fato que fez com que os bancos, receosos, aumentassem a sua taxa de encaixe (ou seja, de reservas não emprestáveis) com vistas a se prevenirem contra os eventuais acessos de pânico. Os clientes por sua vez resolveram, diante da incerteza econômica latente quanto à saúde das instituições bancárias nas quais suas riquezas se encontravam depositadas, aumentar a quantidade de moeda retida em seu poder (nas palavras de Keynes, os clientes aumentaram a sua 'preferência por liquidez').

Esses dois fenômenos em conjunto, na medida em que levaram à queda do multiplicador bancário, acabaram impactando diretamente e negativamente a oferta monetária na Economia.

Observa-se pelo **Gráfico 5** a evolução ascendente da variável C/D (isto é, a relação entre a quantidade de moeda em circulação e os depósitos bancários) como reflexo do aumento do "grau de entesouramento" dos agentes econômicos entre 1930 e 1933, e a evolução da variável ER/D (representa o montante de reservas dos bancos com relação ao nível de depósitos), para o mesmo período, explicitando uma postura conservadora das instituições bancárias em um contexto de incerteza na economia.

[16] Sobre a fragilidade do sistema bancário na época, ver Kindleberger (1989).

Gráfico 5



Fonte: Mishkin (1997), p. 451.

Diante da redução da oferta monetária na economia mediante o aumento das taxas de juros em 1930[17] (e malgrado o fenômeno expectacional extremamente negativo vigente) contata-se que a oferta disponível para os agentes realizarem suas transações correntes diminui consideravelmente.

A falência dos bancos representa, além do perigo da quebra da confiança dos agentes nas instituições, uma ameaça à "harmonia" dos investimentos na medida em que uma queda na disponibilidade de empréstimos dos bancos (na capacidade de intermediação financeira) reduz a capacidade de financiamento das empresas. Sem a possibilidade de se obter um financiamento alternativo mediante a emissão de ações, as empresas se vêem pressionadas a reduzir custos e a diminuir a produção e seus preços[18]. Esse fator contribuiu, sobremaneira, para que uma forte deflação fosse deflagrada

[17] O aumento dos juros fez parte de uma ampla estratégia econômica norte-americana, que teve como base a adoção de políticas comerciais retaliatórias (instituição do *Smooth Alley Act,* em 1930) como forma de se diminuir a saída de ouro do país.

[18] Segundo estimativas contidas na análise de Mishkin (1997) os gastos com investimentos nos EUA apresentaram em 1933 um valor 90% menor do que o observado em 1929.

pressionadas a reduzir custos e a diminuir a produção e seus preços[18]. Esse fator contribuiu, sobremaneira, para que uma forte deflação fosse deflagrada (entre 1930 e 1933 a queda no nível dos preços chegou a alcançar 25%)[19], contraindo ainda mais a atividade econômica e tendo reflexos extremamente negativos no nível de emprego da época (o desemprego chegou a atingir nessa época 25% da força de trabalho)[20].

A crise de confiança gerada a partir do aumento da inadimplência por parte das empresas se auto-alimentou, não sendo dissipada por ação governamental vigorosa alguma até meados da década de 30.

A análise do *crash,* sob o ponto de vista do efeito riqueza, permite-nos inferir algumas conclusões importantes. Como alguns teóricos enfatizaram, entre eles Galbraith, a magnitude do efeito riqueza em 29 foi significativa em grande parte pelo fato da economia se encontrar em uma situação de forte desigualdade no tangente à distribuição social entre lucros e salários.

Um estudo das estruturas de mercado vigentes na época nos oferece como objeto algo distante do ideal neoclássico de concorrência perfeita. Nota-se na década de 20 um alto grau de concentração industrial e monopolística por parte de muitas empresas.

O distanciamento do modelo neoclássico (apregoador da concorrência perfeita como forma natural da organização dos mercados) da realidade vivida na época abriu espaço, na década de 30, no campo da microeconomia, para a formulação de novos modelos de concorrência, tais como o de Jean Robinson e Chamberlin.

Do ponto de vista ideológico, percebe-se que a quebra da Bolsa coincidiu com um período de crise paradigmática (no sentido kuhniano) no qual as formas de gestão política e econômica baseadas nos preceitos da doutrina liberal e a tentativa de se governar lançando mão desta base teórica já

---

[18] Segundo estimativas contidas na análise de Mishkin (1997) os gastos com investimentos nos EUA apresentaram em 1933 um valor 90% menor do que o observado em 1929.
[19] Mishkin, 1997,p.120
[20] *Ibidem.*

impotente diante do novo contexto de instabilidade econômica se enfraqueciam diante de uma insatisfação social generalizada.

A interferência do Estado na economia, cogitada desde meados da década de 20 por alguns economistas de vertentes mais heterodoxas, era proclamada como solução para os problemas. Do mesmo modo que a intervenção se fazia necessária, fazia-se necessária, igualmente, a presença de uma teoria com bases sólidas, que fosse capaz de legitimar a ação estatal, conferindo-lhe um caráter de grande necessidade (mais do que isso: de essencialidade).

O responsável pela formulação desse corpo teórico completo e coerente capaz de dar suporte a uma nova forma de se praticar política econômica, que exorcizasse a presença estatal como algo negativo surgiu com Keynes e a Teoria Geral.

1.3- Do crash à Grande Depressão : as análises de Milton Friedman, John K. Galbraith e Charles Kindleberger.

1.3.1- O parecer monetarista: a análise de Milton Friedman

Um aspecto essencial que distingue a análise monetarista das outras vertentes teóricas é a ênfase dada nos aspectos monetários da economia como principal fator explicativo da contração econômica dos anos 30.

Como principal representante desta vertente teórica, tomar-se-á a visão de Milton Friedman (Friedman & Schwartz ,63)

Representando de longe a mais severa contração do ciclo de negócios do início do século, a crise de 29, apesar dos efeitos devastadores terem sido mais fortes nos EUA do que em muitos outros países, foi de escopo mundial, figurando como a mais severa e difusa contração internacional dos tempos modernos.

Tendo se exacerbado em um período de grande fragmentação mundial, a crise intensificou a incerteza latente quanto à estabilidade das moedas domésticas. A contração abalou a antiga crença, apregoada nos anos 20, de que as forças monetárias eram os principais elementos a serem analisados nos processos cíclicos e de que a política monetária era um instrumento potente para promover a estabilidade econômica.[21] As opiniões, diante do choque no mercado acionário, mudaram para o extremo oposto de que o "dinheiro não importava" , sendo um mero elemento passivo, reflexo de outras forças, e de que a política monetária era extremamente limitada para se promover a estabilidade.

Friedman contestará a validade desses julgamentos pós-crash, tentando mostrar que a reversão ocorrida em 29 foi monetária na sua origem. Para tanto, assumirá que o colapso monetário não foi conseqüência inevitável de outras forças econômicas, mas sim um grande e independente fator que exerceu influência decisiva no curso dos acontecimentos. Logo, a incapacidade do Federal Reserve em evitar o colapso refletiu não a impotência da política monetária diante da crise, mas sim o fato de que políticas particulares seguidas pelas autoridades e, em menor grau, os arranjos monetários existentes na economia norte-americana eram insuficientes para impedir a forte contração monetária subsequente.

É verdade que o declínio no estoque de moeda e o colapso eminente do sistema bancário que se seguiram poderiam e podem ser vistos como conseqüência de forças não monetárias nos EUA e no resto do mundo, forças estas de caráter essencialmente deflacionário, como por exemplo, a fraqueza do setor agrícola diante de um aumento na oferta mundial de alimentos, a contração, a partir de 1925, na construção civil (em função, basicamente, da diminuição do crescimento populacional nos anos 20, e da queda de crédito

[21] A afirmação feita não extingue da teoria keynesiana, ou de qualquer outra teoria, o papel dado às forças monetárias na análise dos determinantes das relações econômicas; pretende-se apenas enfatizar uma peculiaridade da teoria monetarista, que é a ênfase dada aos agregados monetários como determinantes da renda gerada na economia.

hipotecário em detrimento do aumento considerável nos empréstimos especulativos em 28-29), e o aumento contínuo do consumo de bens duráveis por parte das famílias, gerando um aumento significativo da demanda por crédito no sistema.

Porém, para Friedman, é igualmente verdade que diferentes e possíveis ações por parte das autoridades monetárias poderiam ter evitado o declínio no estoque de moeda , reduzindo o número de falências bancárias do período. A prevenção ou moderação do declínio no estoque de moeda poderiam ter atenuado a forte severidade inerente à contração, bem como a sua duração.

Usando como variável de análise a velocidade renda da moeda, Friedman mostrará que entre 29 e 33 o declínio desta foi amenizado pelas falências bancárias, que, reduzindo grandemente a atratividade de depósitos como forma de retenção da riqueza, induziram o público a reter mais dinheiro como parcela relativa da renda do que em outras situações de estagnação econômica.

Mesmo tendo evitado uma queda maior na Base Monetária (papel moeda em poder do público + depósitos à vista), o declínio da velocidade renda da moeda poderia ter sido menor, caso uma intervenção eficaz por parte das autoridades monetárias tivesse ocorrido reforçando a oferta de moeda, dado o aumento na demanda por depósitos dos agentes imediatamente após o crash, e contendo o declínio da renda [22].

O crash, como foi apontado por Friedman, não deixou marcas na moeda retida pelo público, sendo que o seu efeito direto financeiro estava confinado ao mercado acionário. O problema maior — e, para ele, aqui se encontra uma das causas, senão, a causa da Grande Depressão —, foi a coincidência existente

[22] Deve-se ter em mente, para fins de melhor compreensão, a tautologia usada pelos monetaristas como ponto de partida da análise quantitativista : M.V=P.T , onde M=quantidade de moeda da economia, V= velocidade renda da moeda, P= nível de renda da economia e T=volume de transações realizadas. Essa igualdade lógica adquiriu feições teóricas mais profundas a partir do momento em que as variáveis velocidade renda da moeda e nível de transações (e/ou nível de renda) foram dadas como constantes, e foi postulada uma relação de causalidade entre a oferta monetária e o nível de preços da economia.

CEDOC/IE

entre a crise da bolsa, e o aumento da taxa de declínio da produção e dos preços na economia, sendo que a crise financeira foi um sintoma das forças subjacentes que tendiam para uma severa contração na atividade econômica. A ocorrência do crash, ajudou, portanto, a aprofundar a contração econômica.

A contração foi, segundo ele, de fato, um testemunho trágico da importância das forças monetárias. Friedman (1963), diz que a queda na Bolsa foi um evento momentâneo, que não produziu a Grande Depressão, nem tampouco agravou - a . O que tornou a contração uma catástrofe foi, para ele, a política monetária mal administrada. Nas suas palavras: "O que quer que ocorra na Bolsa não pode levar a uma Grande Depressão, a não ser que produzido ou acompanhado por um colapso monetário. Políticas monetárias em períodos de pânico são irrelevantes. O importante é manter a oferta de moeda estável ao longo do tempo". [23]

Alterando significativamente a atmosfera na qual os homens de negócios e os consumidores tomavam as suas decisões de investimento e consumo, semeando incerteza onde "esperanças róseas" outrora triunfaram, acredita-se que o crash tenha reduzido a vontade de ambos, consumidores e capitalistas, de consumir, embora as taxas de juros a partir de 29 começassem a declinar, o que aumentou a quantidade de dinheiro que ambos passaram a adicionar aos seus balanços monetários . Com a queda brusca no mercado acionário, os agentes alteraram igualmente de forma brusca os seus balanços patrimoniais. Observou-se, por parte dos investidores uma saída maciça de "*stocks*" em direção aos "bonds", e das "securities" de todos os tipos em direção à retenção de moeda. A exacerbação de pressões baixistas sobre o nível de renda, dada a instabilidade da demanda por moeda em um contexto de turbulência econômica, no qual os agentes demandam a "liquidez por excelência", e a inércia do Federal Reserve em alterar a oferta monetária foram, segundo Friedman, os fatores "detonadores" da Grande Depressão. Segundo dados sobre o comportamento do estoque de moeda em outras situações de

contração do ciclo econômico tomadas como referência, o declínio deste em 29 superou todas as demais.

Friedman & Schwartz apontam que a ineficácia do FED durante a década de 20 foi notável, dado que este não foi restritivo o suficiente para brecar o mercado especulativo, ao reverter a sua política de taxas de juros em 1928/29, visando desaquecer a economia, e mais ainda, a especulação bursátil, nem tampouco expansivo o suficiente para promover o desenvolvimento de uma vigorosa expansão econômica.

1.3.2- Uma visão heterodoxa: John K. Galbraith

Segundo Galbraith (1988), em 29 a economia americana estava debilitada. Baseado nessa hipótese, ele enumerará cinco pontos fracos que parecem guardar uma relação mais estreita com o desastre que se seguiu. O primeiro deles está relacionado a uma piora na distribuição da renda durante a década de 20, com grande parte dos rendimentos recebida em forma de juros, dividendos e aluguéis.

O segundo ponto fraco diz respeito à má estrutura das empresas, comprometida pela má atuação dos administradores. Segundo Galbraith, a enorme estrutura formada pelas *holdings companies* e pelos consórcios de investimento era um fator agravante, na medida em que aumentava o perigo da ocorrência do fenômeno da alavancagem reversa.

A má estrutura bancária norte-americana, com sua fraqueza explicitada na grande quantidade de unidades independentes, fragmentadas, era outro fator negativo, que agia de modo a potencializar as falências bancárias.

Galbraith salienta, do ponto de vista internacional, o problema do superávit externo norte-americano, gerado a partir do saldo da Conta de Capitais. A forma de obtenção desse superávit foi um dos fatores, segundo ele, que fizeram com que os EUA "exportassem" a sua crise financeira interna para

---

[23] Friedman & Schwartz (1963).

outros países, dado que, diante do choque de crédito, os EUA deixam de financiar o resto do mundo.

No tocante à atuação governamental, o autor ressalta o papel da ineficiência econômica, com a insistência por parte das autoridades em se equilibrar o orçamento, lançando mão do princípio da austeridade fiscal via corte nos gastos. O uso de políticas fiscais e monetárias de cunho contracionista (idéia, principalmente, do orçamento equilibrado e de afastamento do perigo inflacionário) era parte da estratégia governamental de tentar restaurar o padrão ouro. Daí constata-se porque a desvalorização do dólar e a baixa dos juros se colocavam como decisões fora de cogitação, dado que feriam os princípios do padrão-ouro.

Galbraith conclui dizendo que o colapso de 29, ao retirar abruptamente da economia o apoio que advinha da aplicação dos lucros no mercado acionário, explorou os pontos fracos da subjacente estrutura empresarial. Assim, se a economia estivesse sólida em 29, a repercussão da queda no mercado acionário poderia ter sido pequena, sendo o desequilíbrio temporário, na medida que, em um período de tempo relativamente curto, poderiam ter sido superados os golpes na confiança e na perda de poder de compra dos agentes atingidos mais diretamente pelo crash.

1.3.3- A visão de Charles Kindleberger

Charles Kindleberger (1986) iniciará a sua análise questionando a relevância da baixa das taxas de juros em 1927 como fator responsável pela deflagração da especulação no mercado acionário.

Traçando um paralelo com a visão de Galbraith (1988) no que concerne aos efeitos que a política monetária mais permissiva de 1927 teve sobre a economia chega-se à seguinte conclusão: ao contrário de boa parte das visões mais tradicionais, Galbraith nega que um aumento do crédito tenha sido o grande causador da explosão dos empréstimos. Segundo ele, em muitos outros

momentos da história uma simples baixa dos juros não foi capaz de deflagrar um processo de intensa alavancagem por parte dos agentes econômicos. Assim, para que uma diminuição dos juros tivesse levado a um aumento no grau de endividamento das pessoas foi necessário, mais do que isso, uma pré disposição para os agentes se endividarem, o que ele chamou de "disposição de ânimo das pessoas". Pode-se dizer, portanto, que "para haver uma especulação em grande escala é necessário um ambiente generalizado de confiança, de otimismo e da certeza de que todo mundo vai ficar rico" (Galbraith, 1988) . Ademais, deve haver um alto nível de poupança, pois quando esta é abundante, damos um valor marginal mais baixo à sua acumulação, nos dispondo a arriscar mais na expectativa de colher rendimentos excepcionais no futuro (Galbraith, 1988).

Friedman & Schwartz (1963) inclinam-se a pensar que a diminuição dos juros tenha contribuído sobremaneira para o aumento da especulação na Bolsa, mas apontam que o verdadeiro erro do FED veio depois, quando ele tentou direcionar a política monetária , ao mesmo tempo, para o mercado acionário e para o lado real da economia (ligado ao nível de atividades, às decisões de produção). Esse conflito explica o porquê da ineficiência da política monetária nos anos pré e pós crash da Bolsa. O raciocínio lógico traçado pela análise monetarista apregoa que a profilaxia da Grande Depressão estava no direcionamento da política monetária para um único objetivo. Assim, se as autoridades monetárias tivessem ignorado o boom da Bolsa (como ignoraram o *land boom* na Florida em 1925) mantendo a política monetária a serviço da manutenção do nível de produção na economia, uma política mais expansiva de oferta de moeda poderia ter ocorrido de 27 a 29. Para Friedman, o cerne da problemática reside, portanto, na tentativa de se compatibilizar objetivos divergentes em uma única política.

Kindleberger (1986) não nega a hipótese de que a política monetária permissiva tenha sido relevante para o boom no mercado de ações, porém analisa outros fatores como prováveis deflagradores da crise. Segundo ele, o

mau funcionamento da economia internacional, decorrente das várias distorções financeiras resultantes da guerra, fez com que existisse, subjacente ao crescimento da economia norte-americana na década de 20, uma instabilidade latente, que foi exacerbada em 29.

A reversão da política monetária em 28, tornando-se mais restritiva, não foi capaz de reverter o ciclo de especulação intensa que havia se formado, pois o mercado já estava trabalhando em direção a um clímax especulativo desde 24 (Kindleberger, 1986) . Após uma mudança radical nos fluxos de capital de longo prazo, os bancos, com o terceiro aumento consecutivo dos juros em 29, retiraram suas posições do mercado, porém o mesmo não ocorreu com o setor não bancário. Companhias industriais, assim como casas de financiamento, deixaram de lado o investimento real para se voltarem para a esfera financeira da economia, sobretudo para as "*call loans*", acreditando que estas eram atrativas formas de financiamento por serem líquidas, seguras e altamente lucrativas (Kindleberger, 89). Aos poucos, contudo, a pouca segurança que restava do sistema financeiro foi sendo minada, mostrando que nada ficaria imune ao crash...

Kindleberger atentará para o fato de que um boom na Bolsa pode estimular os negócios, tornando, por exemplo, o financiamento do investimento mais fácil. O possível impacto negativo reside na forma de atuação da política monetária, como foi evidenciado no episódio da primeira metade de 1928, no qual pressões sobre o FED para a diminuição do crédito na economia deixaram transparecer a dificuldade em se distinguir o dinheiro usado essencialmente para financiar os gastos de consumo das famílias do dinheiro usado na especulação da Bolsa. Há um argumento que diz que o mercado bursátil não absorve crédito, deixando o volume de dinheiro imutável na economia. Entretanto, considerando que a circulação transacional absorva determinada quantidade de moeda, o mesmo valendo para a circulação financeira, um boom no mercado de ações pode vir a drenar, como apontou Kindleberger, uma determinada quantidade de fundos disponíveis para a produção, distribuição, e

consumo de bens, unicamente visando alimentar oportunidades especulativas. Coloca-se, então, a questão se um boom pode ou não reduzir a oferta de moeda disponível para sustentar determinados fluxos de renda.

O aumento nos juros, como forma de atenuar a "febre" especulativa na Bolsa, acabou diminuindo o volume de empréstimos de capital dos EUA para o resto do mundo, produzindo declínios de renda no exterior, que teriam repercussões no centro financeiro instável. Esse mecanismo de *feedback*, criado a partir da tomada de decisão unilateral norte-americana de alta das taxas de juros, mostrou que , naquele instante, diferentemente da Inglaterra, os EUA não estavam interessados em assumir uma posição de líder, de nação hegemônica, provedora de liquidez para o resto do mundo.

A conclusão de Kindleberger é de que a crise de subconsumo, nada mais foi do que contrapartida de sobreinvestimento. A atividade econômica estava enfrentando problemas bem antes do crash, porém os indicadores de incerteza não eram "aparentes" antes de 29. Assim, o aumento da especulação no mercado acionário pode ter contribuído para um enfraquecimento do nível de produção (lado real) da economia, porém o crash foi menos a causa da depressão, do que o sinal da necessidade de uma "pausa mundial" para o restabelecimento de uma hierarquia entre os países, de modo a instituir novas lideranças, possibilitando, com isso, a volta da estabilidade, ou seja, o retorno de uma convergência de políticas econômicas entre os países.

Capítulo 2 - A Crise de 87

Introdução

Este capítulo tem como principal objetivo fornecer ao leitor uma breve descrição das possíveis causas da crise de 87, com ênfase dada à questão do pós-crash.

A análise se restringe aos aspectos do *crash* considerados como relevantes no sentido de atenderem ao objetivo maior deste trabalho, que é o de realizar uma comparação entre duas crises (29 e 87) de modo a enfatizar suas semelhanças.

O capítulo está dividido em três itens. O primeiro, intitulado "Antecedentes Históricos", fornece um quadro explicativo do contexto histórico internacional dos EUA na década de 80. No item seguinte, são debatidos os vários pontos de vista teóricos acerca dos fatores que poderiam ser apontados como desencadeadores do crash na Bolsa de Valores de Nova York. Por fim, no terceiro item, são apresentadas as razões circunstanciais (e peculiares) que fizeram com que o crash de 87 fosse na direção de uma "não depressão".

2.1 - Antecedentes Históricos

O colapso na Bolsa de Valores de Nova Iorque ocorrido em outubro de 1987 pode ser visto como um marco na década de 80, marco este indicador de que a grande febre especulativa norte americana iniciada em 1982 chegara ao fim.

Os EUA, após o "choque monetarista"[24] do início da década de 80, entraram em um processo de grave crise econômica. A crise, reflexo do aumento desmesurado das taxas de juros internas, teve grandes repercussões externas, sobretudo nos países endividados do Terceiro Mundo. Entretanto, se, por um lado, a política de controle dos agregados monetários de Paul Volcker teve repercussões extremamente negativas sobre o nível de atividade econômica internacional, por outro, foi uma estratégia eficaz no sentido de ter conseguido "dar fim" à intensa especulação sofrida pelo dólar desde o início da década de 70.

As estimativas relacionadas às taxas de crescimento do produto interno bruto norte-americano desde a "ofensiva monetarista" (1979) até meados de 1982 apontavam para um "futuro sombrio". Entretanto, contrariando expectativas pessimistas acerca do nível de atividade econômica vigente nos EUA na década de 80, em 82 (ano considerado na literatura econômica como "crítico"), a economia americana já apresentava indícios da retomada do seu processo de crescimento.

Com o "afrouxamento" da estratégia monetarista de controle dos agregados monetários rumo a uma maior discricionalidade na formulação de políticas econômicas[25] e impulsionados pelos projetos de gastos estatais, fundamentalmente através do que se convencionou chamar de "keynesianismo bélico", os EUA experimentaram, a partir de 82, um período de intenso crescimento econômico compartilhado, em graus distintos, pelas demais economias centrais.

Pode-se dizer que a forte valorização do dólar, decorrente da política monetária restritiva implantada no início da década, aliada às baixas taxas de inflação resultantes dessa valorização da moeda, acabou por constituir as

---

[24] Recomenda-se para uma análise breve e objetiva sobre o triunfo das políticas liberais na década de 80 (em substituição ao keynesianismo) e suas implicações para a economia dos países o texto de Plihon (1996).

[25] Para uma descrição mais aprofundada acerca dos rumos da política monetária na década de 80, ver Goodhart, C. (1991).

bases, ou, os "pré-requisitos" para que a economia pudesse crescer no período posterior.

Tendo sua hegemonia assegurada e legitimada pelo poder de emissão do dólar, os EUA conseguiram, durante a fase de intensa valorização da "divisa chave", amenizar as pressões que a moeda vinha sofrendo, principalmente durante a segunda metade da década de 70.

Além dos aspectos monetário financeiros, a valorização do dólar teve como principal virtude o fato de ter permitido a reestruturação do parque industrial norte-americano, "obsoleto" em vários setores que ainda contavam com uma tecnologia e modos de produção defasados em relação a formas de organização da produção mais modernas (ex.: sistemas de produção japoneses que trabalhavam com estoque mínimo e alta flexibilidade das plantas industriais).

As altas taxas de juros e a conseqüente valorização da moeda, todavia, permitiram ao país atrair capital suficiente destinado não apenas ao investimento produtivo, mas também, e, em boa parte, ao mercado financeiro. Detecta-se, aqui, uma das raízes, senão, a principal raiz do *boom* da década de 80.

Pode-se dizer que a recuperação norte americana pós-82 foi "alavancada" pela atmosfera de otimismo predominante na economia. A idéia de que o "fantasma da inflação" havia sido derrotado no início da década afastou das mentes dos investidores qualquer possibilidade de volta às políticas monetárias ortodoxas "à la Volcker". A euforia dos agentes se refletiu em crescimento econômico e, principalmente, em "aquecimento" no mercado de valores mobiliários.

O crescente volume de transações realizadas na Bolsa de Nova Iorque desde 84, assim como a obsessão pelas fusões e aquisições, a reestruturação empresarial, as absorções por alavancagem e o crescimento vertiginoso de inovações nas formas de financiamento, tais como os *junk*

bonds[26], foram os maiores reflexos do otimismo generalizado subjacente à economia (Galbraith, 1988).

Muito embora a valorização cambial do dólar tenha tido efeitos positivos sobre a economia, deve-se ressaltar que estes tiveram importância fundamental apenas no curto prazo. No longo prazo, como muitos manuais de macroeconomia têm ressaltado, "a perversidade" inerente a algumas formas de valorizações cambiais de grande intensidade e natureza prolongada acaba sendo explicitada mediante fortes desequilíbrios na Conta de Transações Correntes do Balanço de Pagamentos. Logo, sobretudo na Balança Comercial, o "fantasma dos déficits crescentes" se tornou o principal problema a ser combatido pelos formuladores de política econômica dos EUA em meados da década de 80.

Cientes da fragilidade norte americana em lidar com o problema de Balanço de Pagamentos de forma unilateral em um contexto de intensa globalização das finanças, a comunidade financeira internacional, representada pelos principais países centrais, "resolveu participar", a partir de 1985, de acordos de cooperação liderados pelos EUA, com o intuito de promover uma "desvalorização coordenada" do dólar, de modo a impedir um "hard landing" da moeda.

Em setembro de 1985, primeiros ministros e presidentes de Bancos Centrais do G-5 (grupo dos cinco países industriais desenvolvidos, formado por: EUA, Inglaterra, França, Alemanha Ocidental e Japão) resolvem se reunir em Nova Iorque a fim de estabelecer uma estratégia de desvalorização do dólar. Havia um consenso por parte dos *policymakers* dos países industriais de que a valorização do dólar não poderia "ir adiante" e de que uma reversão nas expectativas, num contexto de intensa globalização

[26] Designam títulos de alta rentabilidade, porém com alto risco e classificações de crédito muito baixas. Em geral, são emitidos por empresas de baixa credibilidade no mercado, oferecendo rendimentos elevados, porém com risco igualmente elevado (Sandroni, 1999, p. 315). São usados em fusões, como pagamento por uma empresa na aquisição de outra (substituição de valor líquido por débito).

financeira, poderia ter efeitos perversos sobre a economia norte-americana, e, conseqüentemente sobre o resto do mundo.

O Acordo de Plaza (como ficou conhecido) obteve sucesso, na medida em que conseguiu promover uma desvalorização do dólar de forma ordenada e gradual (Guttmann, 1994 : 380).

Alguns fatores apontados por Guttmann (1994) como prováveis responsáveis pela bem sucedida iniciativa de cooperação entre os países no tangente a uma maior coordenação das taxas de câmbio são: a apreciação "dramática" do dólar entre 81 e 85, impactando negativamente na Balança Comercial norte-americana e despertando um sentimento protecionista na economia, capaz de gerar futuras guerras comerciais ; e o fato do dólar ter atingido no início de 85 (fevereiro) um "valor de pico", passando a sofrer, após esse fato, um substancial e continuado declínio, que aparentava fugir ao controle dos EUA.

Em 1986, como forma de sinalizar para os mercados financeiros quão comprometidos estavam os Bancos Centrais dos países industriais com a desvalorização "organizada" do dólar, EUA, Japão e Alemanha realizaram dois acordos de reduções de juros simultâneas.[27]

Após um período de intensos debates acerca de uma maior formalização dos mecanismos de coordenação e cooperação econômicos (inclusive da instituição de "bandas" de flutuação cambial para as principais moedas) e de pouco se ter caminhado, do ponto de vista prático, neste sentido, a partir da segunda metade de 86 a estratégia de desvalorização do dólar parecia apresentar problemas.

Passados 18 meses de depreciação constante, no início de 87, o valor do dólar apresentava uma queda média de 35% em relação a outras moedas (Mishkin, 1997: 494). Nesse instante, questionou-se se a moeda

[27] Para uma explicação mais detalhada acerca dos motivos que levaram Japão e Alemanha a assinarem esses acordos, ver Guttmann (1994) : 380, 381.

americana ainda se encontrava valorizada, e, sobretudo, qual era a opinião geral dos investidores sobre a persistência do processo de desvalorização.

Diante da enorme controvérsia sobre o tema, realizou-se em fevereiro de 1987, no Museu do Louvre (Paris), uma nova reunião com os representantes dos países industriais (G-7 agora, pois contava com Canadá e Itália). O conhecido "Acordo do Louvre" postulou a imposição de "bandas de flutuação" para as principais divisas , de modo a conter o declínio do dólar mediante um mecanismo de intervenção cambial coordenada (Guttmann, 1994: 314).

O Acordo, por envolver fundamentalmente uma intervenção direta por parte dos Bancos Centrais dos países do G-7, e, por conseguinte, um comprometimento alto das políticas macroeconômicas internas desses países com a estabilidade do dólar, acabou por não obter o mesmo grau de sucesso de seu predecessor.

Portanto, os interesses monetários domésticos dos países acabaram por prevalecer frente ao alto custo intrínseco à estabilização da moeda norte-americana, o que acabou "minando", meses depois, as bases estabelecidas no Acordo do Louvre. Soma-se aos fatores responsáveis pela erosão deste Acordo a aparente "despreocupação" do, teoricamente, "principal país interessado" em tentar se evitar uma crise.[28] A "despreocupação" norte-americana estava assentada no profundo processo de globalização financeira iniciado nos anos 70 e rapidamente difundido na década de 80.

Gerada a partir do acirramento do processo de globalização financeira mundial (processo que pode ser traduzido pelo desenvolvimento de determinados instrumentos e atores financeiros outrora inexistentes, tais como o mercado de derivativos, a presença forte de investidores institucionais

[28] O aumento do déficit fiscal norte-americano foi, nesse período, extremamente mal visto pelos outros países do G-7.

e o desenvolvimento de novas tecnologias de informação [29]), a maior interdependência dos países no tocante à formulação de políticas macroeconômicas foi o principal fator responsável pela criação de um foco de tensão entre os países. O conflito criado, então, se exacerbou diante da dificuldade de se compatibilizar as estratégias de políticas macroeconômicas do conjunto dos países centrais com a necessidade de um único país em manter estável sua moeda (moeda esta que denominava a quase totalidade dos ativos financeiros mundiais).

O fato dos EUA, durante a administração de Ronald Reagan, terem dado, explicitamente, prioridade ao setor interno da economia, adiando, por muitas vezes, a implantação de medidas eficazes de controle dos gastos governamentais (déficit fiscal) e do déficit comercial (teoria dos déficits gêmeos), repercutiu de forma extremamente negativa do ponto de vista internacional. O caráter "keynesiano" da administração Reagan (uma espécie de *'benign neglect'*) acabou alimentando ainda mais a profunda insatisfação de países como a Alemanha[30], que abaixara a sua taxa de juros conjuntamente com os EUA como forma de sustentar a estratégia norte-americana de manutenção do dólar, mesmo sabendo que internamente isso poderia gerar um aumento das pressões inflacionárias na sua economia.

Em um contexto de disputa latente entre os países, e diante de desequilíbrios de Balanço de Pagamentos e rumores acerca de um sobreaquecimento da economia americana, os investidores passaram a temer a volta da inflação, e, sobretudo, o modo pelo qual as autoridades monetárias reagiriam diante deste perigo (Smithin, 1990).

A partir do momento em que o medo e a incerteza, no que tange ao crescimento futuro da economia, ganharam força e se "generalizaram" no

---

[29] Para um estudo mais detalhado sobre o processo de globalização financeira, bem como das diversas inovações financeiras criadas na década de e sua importância sobre a economia ver: Cintra & Freitas (1998) e Plihon (1996).

[30] Um estudo do comportamento da taxa de câmbio entre o marco e o dólar que cobre o período considerado é feito em Schulmeister (1988).

mercado, não foi preciso a eclosão de um grave acontecimento econômico para que a "bolha" estourasse. Isso explica porque alguns fatos, aparentemente sem grande peso em épocas de maior "calmaria" no mercado financeiro, tiveram a enorme repercussão negativa que tiveram, a ponto de alimentarem a crença dos investidores de que uma nova "política do dólar forte" estava por vir, desta vez liderada por Alan Greenspan.

2.2- Causas da crise de 87

Qualquer análise, mesmo que seja pouco aprofundada, sobre as causas da crise de 87 leva, inevitavelmente, um leitor atento à conclusão de que este episódio guarda inúmeras semelhanças com a crise de 29.

Desconsiderando-se a "coincidência temporal" (ambos os episódios ocorreram no mês de outubro e em datas bastante próximas), percebe-se uma série de características comuns aos dois momentos, principalmente no que tange à formação de um ambiente econômico favorável ao aumento dos gastos dos indivíduos.

A "segunda feira negra" de 87, embora tenha presenciado em um único dia uma queda abrupta de 23% no índice Dow Jones (valor muito superior ao do episódio de outubro de 1929, cuja pior queda em um único dia foi de 13%)[31] e comprometido um volume de recursos financeiros bem superior a 29[32], pode ser lembrada, e, por vezes corre o risco de ser citada como o maior "não evento" da história econômica. Isso porque, apesar do crash ter tido uma maior "intensidade" em 87, sua duração foi mais curta e a intervenção governamental, como demonstrado, foi bem sucedida.

---

[31] Publicação do FMI : *International Capital Markets* jan/1988, p.21.

[32] Segundo informações contidas no *Economic Report of the President* de fev/1988, em um único dia o valor total das ações transacionadas na Bolsa caiu em termos absolutos, aproximadamente, maio trilhão de dólares.

A tabela a seguir (**Tabela 1**) mostra os valores do Índice Dow Jones para a indústria referentes à Outubro de 87. A terceira coluna mostra a taxa de variação do índice em relação ao dia anterior.

Tabela 1

Date (1987)	Close	Change	%
Oct 5	2640.18	-0,81	-0,03
Oct 6	2548.63	-91,55	-3,47
Oct 7	2551.08	2,45	0,1
Oct 8	2516.64	-34,44	-1,35
Oct 12	2471.44	-10,77	-0,43
Oct 13	2508.16	36,72	1,49
Oct 14	2412.70	-95,46	-3,81
Oct 15	2355.09	-57,61	-2,39
Oct 16	2246.74	-108,35	-4,6
Oct 19	1738.41	-508,32	-22,62
Oct 20	1841.01	102,27	5,88
Oct 21	2027.85	186,84	10,15
Oct 22	1950.43	-77,42	-3,82
Oct 23	1950.76	0,33	0,02

Fonte: Yee (*)

Os gráficos a seguir mostram quão acentuada e súbita foi a queda do Índice Dow Jones em outubro de 87. O primeiro **(Gráfico 6)** apresenta, de forma mais detalhada, as variações do índice ao longo do ano de 87 (a partir de julho); enquanto o segundo **(Gráfico 7)** apresenta um maior panorama da crise, explicitando as trajetórias do índice nos períodos pós e pré-crash.

Gráfico 6

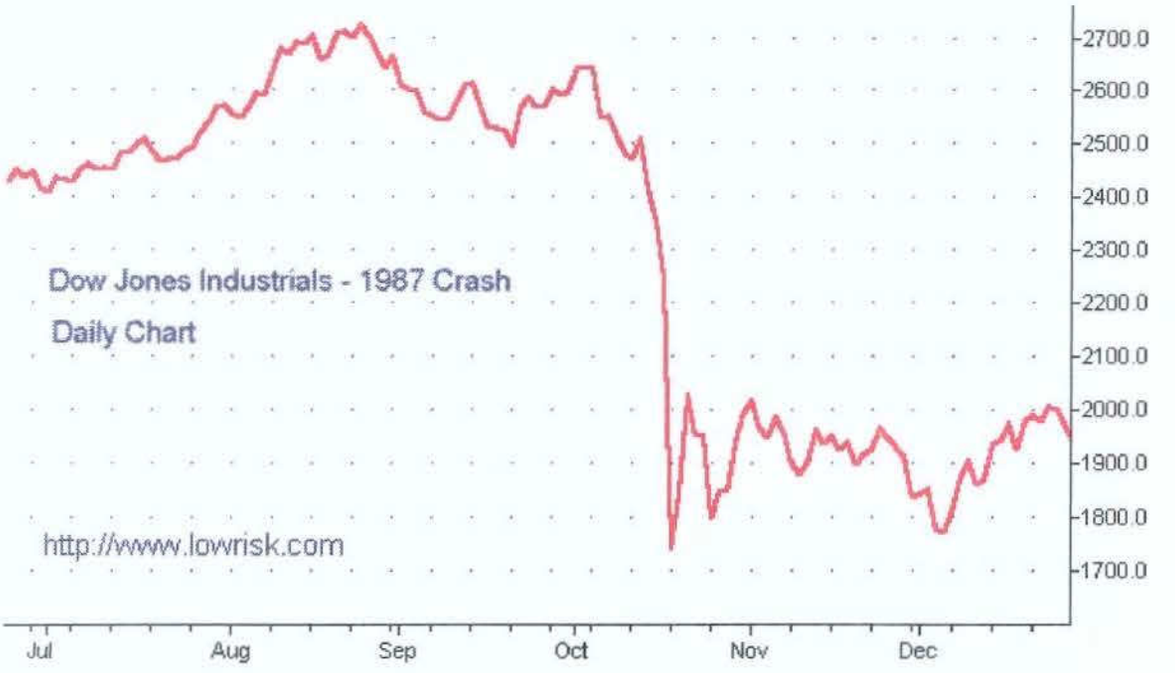
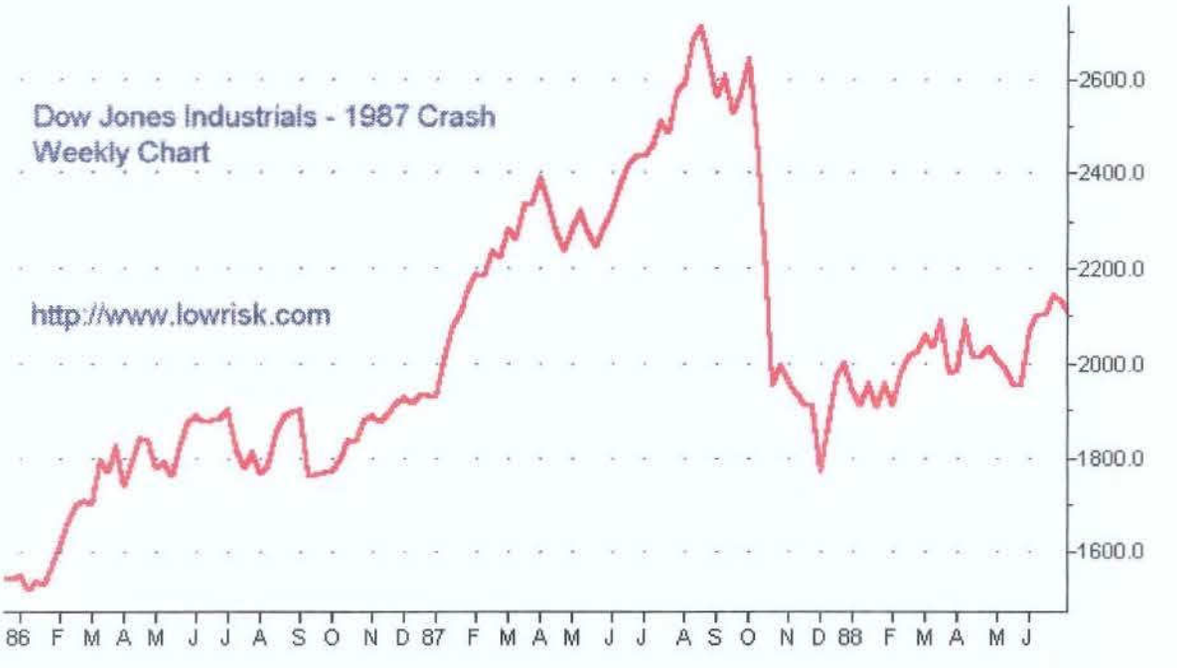


Gráfico 7



As conseqüências da acentuada e súbita queda no índice Dow Jones foram desastrosas, sobretudo para os investidores que perderam somas consideráveis na Bolsa; porém, em 87, o Governo, diferentemente da estratégia política adotada em 29, se comprometeu a prover a economia de toda a liquidez necessária a fim de se evitar uma catástrofe de proporções maiores, como a ocorrida nos anos 30.

Estudando as causas do crash, percebe-se a existência de uma série de visões, que podem ser consideradas mais complementares do que divergentes. Alguns teórico acreditam que o *crash* de 87 teve, essencialmente, um "papel corretivo" na economia. As bases que justificam tal argumentação estão assentadas, do ponto de vista histórico, na euforia generalizada presente na economia desde meados da década de 80, e, do ponto de vista teórico, nas características de uma trajetória de *boom-crash* econômico financeiro.

Helleiner (1995) acredita que o *crash* tenha trazido à tona uma vulnerabilidade já presente nos mercados de *securities*. A sua visão é de que a crise surgiu de uma perda de confiança do mercado na sustentabilidade de grandes desequilíbrios econômicos entre os estados industriais avançados, principalmente por parte dos EUA, que, depois de 1982, presenciaram um período de forte expansão econômica atrelado à valorização da moeda, e à existência de grandes déficits em Conta Corrente. O financiamento dos déficits norte-americanos com capital privado internacional agravou, segundo Helleiner, a vulnerabilidade do país, tornando-o um alvo fácil de "ataques" por parte dos próprios investidores, assustados com o crescimento dos déficits comercial e fiscal americanos, e, principalmente, com o aumento das expectativas inflacionárias na economia.

A visão de Helleiner, bem como a de outros teóricos, deixa implícita a idéia de que a "irracionalidade" econômica dos mercados presente no pré-

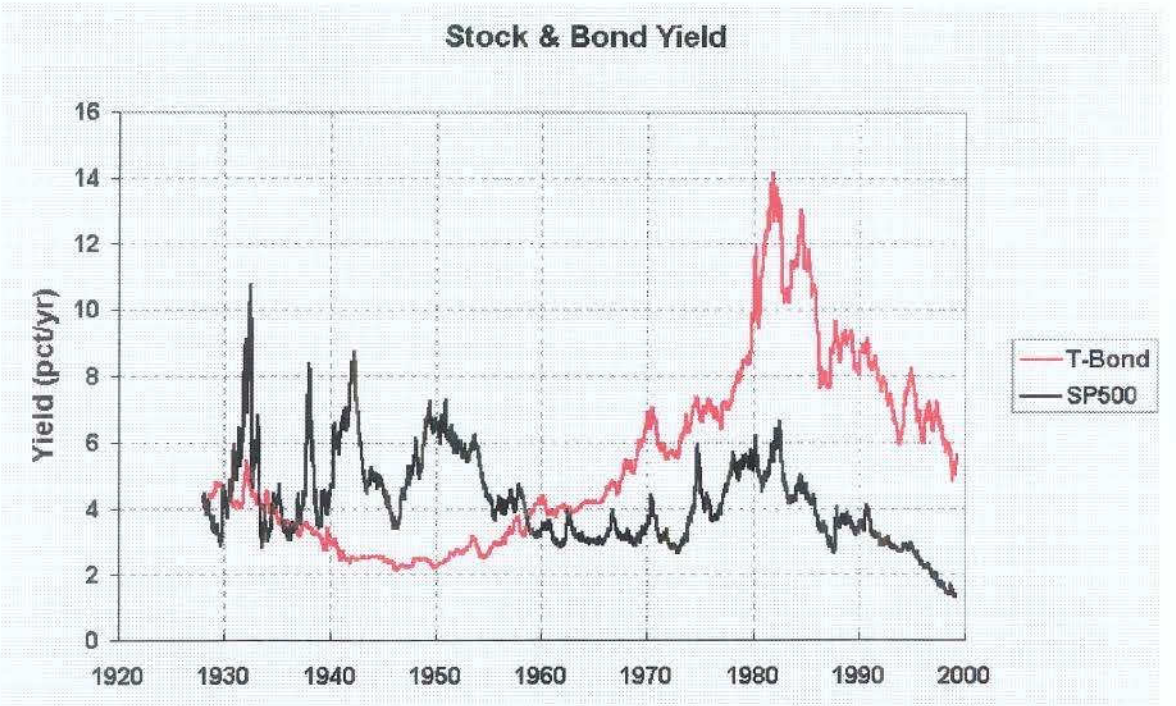
crash deveria, em algum momento, ser substituída pela atividade otimizadora dos investidores. Logo, a crise, iniciada no dia 19 de Outubro de 1987, foi o momento no qual o mercado, dando-se conta do "descompasso" existente entre o crescimento das esferas real e financeira da economia, finalmente, resolvera "funcionar racionalmente", obedecendo aos limites impostos pela produção à valorização dos preços das ações.

Neste trabalho, o crash de 87 é visto como momento no qual os investidores, subitamente, receosos de suas posições, e levados por um pânico (contrário à euforia precedente, característica do período de boom econômico) resolvem "fugir" das ações, e de outros títulos de maior risco em direção a formas de manutenção da riqueza mais seguras, tais como os títulos do Tesouro norte americano.

Nos relatórios do Fundo Monetário Internacional de 87 e 88 (*World Economic Outlook* e *International Capital Markets*) podem-se encontrar várias referências sobre a crescente divergência existente entre as taxas de retorno (ou rendimentos) das ações e as taxas de retorno dos títulos do governo durante o ano de 87.

Os textos apontam para o fato de que a queda continuada durante 87 nas taxas de retornos das ações, paralelamente ao aumento nos preços dessas ações, e ao aumento das taxas de retorno sobre os títulos governamentais, tenha sido uma das principais causas do colapso nos preços das *equities* em outubro do mesmo ano. O **Gráfico 8** atenta para o *"gap"* existente entre os rendimentos das ações e as taxas de retorno dos títulos governamentais, fator apontado pelo FMI como uma das principais causas do crash.

Gráfico 8

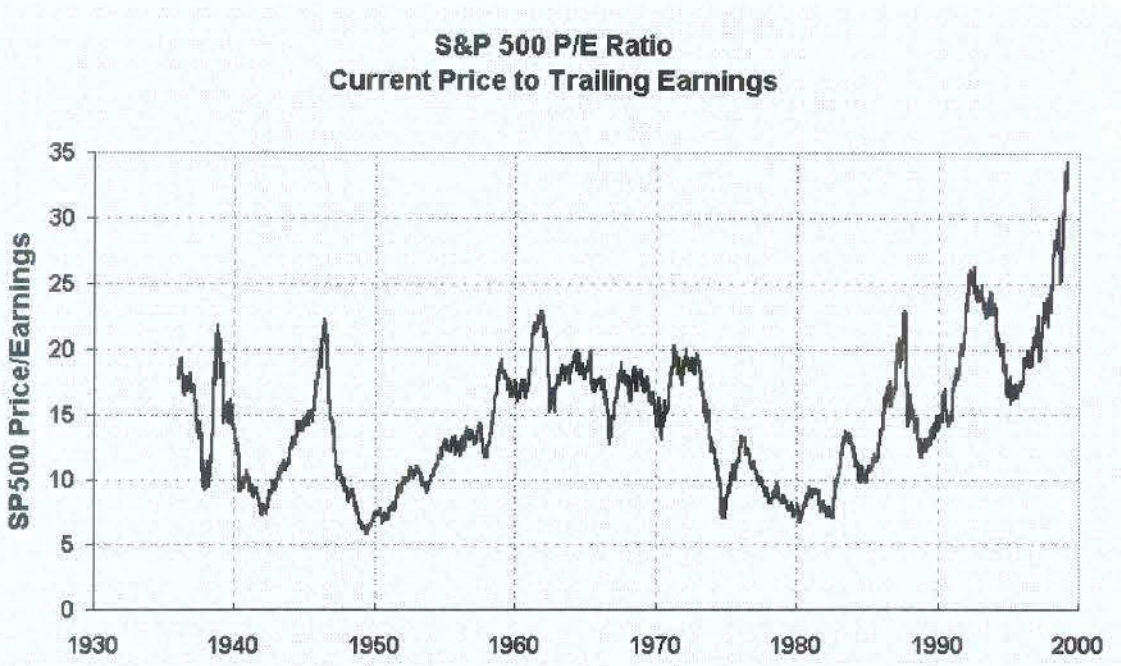


Fonte: HRConsultants.

Assim, outubro de 87 representa um período de mudança brusca nas expectativas e no comportamento dos agentes econômicos, mudança esta que caracteriza a necessidade de se reequilibrar a relação existente na economia entre os vários ativos, seus preços e seus retornos. A realocação das diversas formas de manutenção da riqueza dos agentes (dos seus *potfólios*, ou, carteiras de investimento) coincidiu, temporalmente, com o rompimento de uma bolha especulativa existente na economia norte americana.

Para que se possa ter uma idéia, em valores, do que ocorria no mercado acionário antes e depois do *crash*, lançar-se-á mão de um gráfico representativo das relações Preço/Rendimento das ações.

Gráfico 9



Fonte: HRConsultants

Nota-se, com base no gráfico, uma tendência de crescimento constante da relação P/E para o índice S&P 500[33] a partir da década de 80. Em outubro de 87, os valores alcançados (em média superiores a 20), mostravam-se bastante altos em relação às médias históricas, o que demonstra quão valorizadas estavam as ações, e quão instável era essa valorização.

O alto grau de otimismo que permeou os anos da "gestão Reagan" foi, em grande parte, resultado das políticas "*supply-side economics*" baseadas na redução dos impostos visando um aumento da poupança e do investimento, com conseqüente expansão da atividade econômica e da renda nacional. Essas políticas, entretanto, ao permitirem um aumento da renda disponível para consumo na economia, acabaram por gerar uma nova fonte

[33] O índice *Standard & Poor's* 500 é constituído de 500 ações de grandes empresas dos setores industrial, de serviços e financeiro (*blue-chip stocks*). Por abranger uma quantidade grande de ações, representa um bom indicador de análise da performance do mercado (Henwood, 1997, p.21)

de recursos, que foi "drenada" pelo mercado financeiro, sendo usada como uma nova forma de financiamento pelos agentes econômicos.

Uma das várias visões acerca das causas do crash postula que o mesmo teria sido um veredicto dos mercados sobre os problemas da administração Reagan. Apesar de muitos fatos corroborarem-na, nota-se, nesta visão, a presença de uma certa dose de "subjetividade" inerente aos indivíduos que trabalham no mercado financeiro e que são, de uma forma ou de outra, adeptos da doutrina de primazia permanente dos mercados. Assim, ao apontar um fator externo como o maior causador da grande catástrofe (no caso, as políticas governamentais), essa visão retira do mercado e da sua dinâmica interna de funcionamento, toda e qualquer responsabilidade pelo ocorrido (*Smithin, 1995*). Ignora-se, a partir daí, o simples fato de que desde 84 os EUA haviam se tornado "devedores mundiais", ou seja, importadores líquido de capital (fato inédito desde 1914), e no entanto a crise só ocorreu em 87. Além disso, pode-se dizer que a queda substancial e continuada das taxas de juros realizada durante o governo Reagan e a implementação de uma estratégia econômica governamental baseada no que se convencionou chamar de "keynesianismo bélico", aumentaram o déficit orçamentário dos EUA, porém , ao que tudo indica, nenhum "valor excepcional" (distante dos números já conhecidos) teria sido divulgado dias, semanas ou até mesmo meses antes de 19 de outubro de 87.

As críticas com relação ao déficit fiscal e à política cambial norte americana (de intensas desvalorizações desde o Acordo de Plaza assinado em setembro/1995) fazem sentido, porém não são capazes de elucidar o porquê do crash ter ocorrido em 87, quando na verdade o problema dos desequilíbrios interno e externo norte americanos data de 85. Além disso, a visão dos teóricos que apontam o problema dos déficits comercial e fiscal (teoria dos déficits gêmeos) como principais causadores da crise não é capaz de explicar a recuperação da economia em 88, ano em que estes déficits apresentaram crescimento.

Com algum grau de certeza, os fatos apontam para a visão de que o crash nada mais foi do que a explosão de uma "bolha especulativa" no mercado de ativos. Esse fenômeno, já "detectado" e pormenorizado em vários livros texto de macroeconomia, diagnostica que durante uma febre especulativa os preços crescentes dos ativos são levados pelas expectativas de futuros aumentos nos preços dos mesmos, o que cria um mecanismo de retroalimentação, no qual os preços dos ativos se distanciam cada vez mais dos seus valores econômicos reais (ou, dos seus 'valores fundamentais', baseados nos fundamentos macroeconômicos subjacentes). Em outras palavras, há um aumento da relação preço/ rendimento dos ativos.

A perda de contato com os fundamentos, ou, com os fatores reais determinantes dos preços de um ativo, faz com que o processo de inflação nos preços dos ativos padeça de uma base forte que lhe dê sustentação suficiente (dado que a sua base de sustentação é meramente psicológica) e, portanto, o torna extremamente vulnerável a reversões bruscas nas expectativas dos agentes. Logo, em algum instante, guiados por alguma notícia ou acontecimento no mundo das finanças (este não precisa nem mesmo ser muito relevante...), os investidores podem decidir vender suas ações e, nesse momento, o pânico se espalha.

Em 87 (diferentemente de 29), a existência de toda uma estrutura formada por inovações financeiras, e , entre essas inovações pode-se citar a presença de grandes investidores institucionais no mercado, foi um fator que contribuiu para aumentar a vulnerabilidade sistêmica inerente às Bolsas de Valores. Na medida em que esses investidores (fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras...) manuseiam grandes lotes de ações, suas atitudes podem influenciar significativamente não apenas os índices (de forma direta), mas também o mercado e o estado das expectativas deste como um todo.

As operações internas e as regras estabelecidas nas instituições dos mercados financeiros revelam uma certa fraqueza nos novos dispositivos técnicos destes próprios mercados em poder reverter alguma situação de

pânico generalizado. Assim, a imensa computadorização do processo de compras e vendas, aliado ao desenvolvimento de um mercado de derivativos, fizeram com que as operações de arbitragem financeira e entre índices (como muitos artigos da imprensa apontam como sendo os verdadeiros culpados pelo crash), se desenvolvessem consideravelmente, a ponto de aumentar o risco sistêmico e impor aos governos a necessidade de se estabelecer regras para o funcionamento desses novos mercados.

O contexto macroeconômico da década de 80, marcado pela existência de taxas de câmbio flutuantes e pelo acirramento do processo de globalização financeira dos mercados lançou as bases para o desenvolvimento de mecanismos de *"hedge"* e novas formas de aplicação financeira que buscassem lucros através do diferencial existente entre taxas de juros entre os países (taxas estas altas, diferentemente da época de Bretton Woods, na qual as políticas monetárias eram meras peças de ajuste da economia , voltadas sobretudo para a expansão da demanda agregada, e que assim, privilegiavam os tomadores de empréstimos), e principalmente das taxas de câmbio futuras.

Smithin, ao tratar da influência que as inovações financeiras tiveram no crash de 87, critica a visão que privilegia as inovações como sendo as principais causadoras do crash. Ele alega que esta visão acaba por "perder a floresta para as árvores", dado que crashes semelhantes já ocorreram em épocas nas quais as inovações financeiras não existiam, nem tampouco eram relevantes. Sem dúvida, não se pode negar o fato de que crises ocorridas em diferentes épocas apresentam um perfil de desenvolvimento semelhante, independente do estágio de desenvolvimento dos mercados financeiros. Não obstante, a maior sofisticação dos mecanismos de alavancagem é um fato presente em 87 e que, de alguma forma, influenciou significativamente o crash, na medida em que implicou em um maior montante de riqueza perdida, e , ao que parece, foi um importante fator

determinante da velocidade de propagação da crise para as outras praças financeiras do mundo.

Segundo Smithin, o mais plausível fator causador da crise de 87 está ligado ao contexto econômico no qual se encontrava a economia norte americana durante o outono do mesmo ano. Depois de cinco anos de expansão econômica ininterrupta (iniciada em 82), reforçada pelas políticas fiscais expansivas do governo Reagan, e diante das indicações de que a taxa de inflação estava crescendo novamente, os mercados começaram a temer um retorno às políticas monetaristas do início da década (políticas de forte controle dos agregados monetários da economia). Assim, os investidores diante de uma "remota" possibilidade de "retorno à ortodoxia pura", representada pela preocupação monetarista em manter a inflação sob controle, reagiram antecipadamente, e, negativamente.

Ao medo de que uma nova política do dólar forte ('a la Volcker') pudesse levar a altas substanciais das taxas de juros, e assim refletir negativamente no mercado acionário na medida em que elevaria o custo do crédito e diminuiria os preços das ações, (dado o efeito desastroso que têm as políticas que visam baixas taxas de inflação para a produção industrial e para os lucros dos acionistas), somaram-se alguns acontecimentos, como a substituição do chairman do Federal Reserve semanas antes do crash (04 de setembro) e a sua decisão imediata de subir as taxas de juros (mantidas desde 84) como forma de "desaquecer" a economia moderadamente, impedindo também uma desvalorização maior do dólar. Pode-se dizer que essa pequena subida nos juros em menos de um ponto percentual teve uma influência bastante negativa sobre os investidores, na medida em que estes interpretaram a decisão de Alan Greenspan como sendo um sinal (forte 'efeito de anúncio' da sua decisão) de sua estratégia para a política monetária. Porém, esse fato só teve importância num contexto já fragilizado psicologicamente e dominado por uma atmosfera de especulação na qual os

preços das ações e suas oscilações estavam longe de representar a performance subjacente na economia (o seu lado real).

Portanto, a sua base para os aumentos dos preços das ações (a crescente rentabilidade/lucratividade das firmas cuja posse as ações representavam), dependente da prosperidade macroeconômica, estava frágil, dando sinais de que o otimismo consecutivo à recessão de 82 estava se exaurindo diante do retorno em pauta do temporariamente esquecido problema da inflação.

Havia, meses antes do crash, por parte da opinião pública (opinião formada por economistas e alguns acadêmicos) uma forte "demanda" por políticas monetárias e fiscais mais restritivas, que pudessem desaquecer a economia aos poucos, impedindo uma provável "queda brusca".

As evidências de que havia um sobreaquecimento no nível de atividades e que este estava sendo assimilado pelo mercado bursátil eram muitas. Logo, malgrado o fato de George Soros ter declarado meses antes do crash em entrevista à *Fortune Magazine* (28/set./1987) que a Bolsa estava crescendo em bases sólidas e que a tendência futura era de mais crescimento, não havendo motivos para as autoridades monetárias e a opinião pública se preocuparem[34], as expectativas dos agentes não se revelaram tão otimistas quanto às do mega investidor (tampouco as mesmas se mostraram "influenciáveis", sensíveis, ao parecer de Soros...).

Além do aparente "descaso político" (decorrente dos interesses em se preservar a popularidade do presidente Reagan) e das dificuldades inerentes a todo e qualquer governo que deva "acalmar a euforia" existente na economia, desaquecendo-a usando como justificativa a presença "hipotética" de um crash no curto prazo (dificuldades essas presentes ao longo de toda a história,

[34] No artigo de John Curran (1987) Soros disse: " *Just because the market is overvalued does not mean that it is not sustaineable. If you want to know how much more overvalued American stocks can become, just look at Japan* "; e completou de forma otimista: "*The American market has only recently gotten carried away, and it can still correct these excesses in a mild, orderly fashion.*"

inclusive na crise asiática mais recente...), existia, no caso de 87, o problema de como se controlar uma economia cada vez mais "globalizada", sujeita às flutuações impostas pelo mercado mundial e pela movimentação dos fluxos de capital, e com um raio de manobra no que tange às políticas fiscal e monetária cada vez menor.

É importante ressaltar, como o fez Smithin, que os mercados estavam preocupados com a possível reação das autoridades monetárias diante de um aumento da inflação e não com o problema da volta da inflação *per se*. O medo dos investidores era de que, semelhantemente ao ocorrido em 80, a resposta se desse sob a forma de desinflação na economia.

Conclui-se, portanto, que a mudança da política monetária de Paul Volcker para Alan Greenspan, aliada aos vários outros fatores de ordem econômica presentes na economia norte americana desde 82, foi o "estopim" do crash, ou seja, foi um dos fatores, senão, o fator principal detonador do pânico de outubro de 87. É fundamental ressaltar que, embora possa ser apontada como uma das principais "causas" do crash de 87, a mudança das autoridades monetárias apenas teve relevância em um ambiente macroeconômico, político e internacional já bastante fragilizado, tomado pela incerteza em relação ao futuro da economia norte americana, e pelos impasses e disputas existentes entre as maiores potências mundiais (EUA, Alemanha e Japão).

2.3 - Do crash à não depressão

Um dos aspectos mais importantes, senão o aspecto principal, que, curiosamente, faz com que o crash de 87 não seja tão "lembrado" na literatura econômica tal qual a crise de 29, foi o fato de seus efeitos deflacionistas terem se restringido, basicamente, à Bolsa de Valores, não impactando sobre a economia real como um todo. Como foi ressaltado por Smithin , o crash de 87 correu o risco de ser lembrado como o maior "não-evento" da história econômica, justamente pelo fato de nenhuma catástrofe

da escala, e nos moldes da Grande Depressão dos anos 30 ter ocorrido no imediato horizonte de tempo subsequente à quebra da Bolsa.

O fato das autoridades monetárias terem sido eficientes no controle do crash acabou por fazer com que as previsões catastrofistas de muitos analistas se "evaporassem" *pari passu* à retomada do crescimento econômico nos EUA. Com isso, ganhou força o argumento de que o crash era uma prova de que o sistema econômico, quando gerido unicamente pelas forças de mercado, não tendia a uma harmonia. As explicações sobre o porquê da não depressão em 87, portanto, têm suas raízes na forma como foi conduzida a política monetária governamental.

Observando quais os canais através dos quais uma crise na Bolsa de Valores pode, potencialmente, afetar a economia real, chegamos à conclusão de que estes são basicamente três: o efeito riqueza sobre os gastos em consumo dos agentes econômicos; o "efeito confiança" sobre os planos de gastos em investimento do setor privado; e a forma de atuação das autoridades monetárias diante da brusca e súbita queda nos níveis de liquidez da economia (Smithin, 1990).

Iniciando a análise pelo efeito riqueza (do consumo), pode-se dizer que este tem impacto pouco relevante sobre a economia real, dado que sua ação contracionista se restringe, basicamente, à queda no nível de riqueza dos agentes participantes do mercado, sendo um pouco difícil "extrapolá-lo" para o restante da economia. Além de ter um "poder de alcance", o efeito riqueza é algo de difícil mensuração, o que nos impede de saber, exatamente, até que ponto a queda dos gastos de consumo dos afetados pelo crash impacta negativamente os níveis de renda e emprego de toda a economia.

O outro canal de transmissão citado, relativo à forma como o crash altera as expectativas dos capitalistas em relação ao futuro, tem um poder explicativo maior que o efeito riqueza. Podendo ser apontado como um forte transmissor de impulsos negativos para a economia, a mudança nas expectativas dos agentes, como ressaltara Keynes na Teoria Geral, acaba

por potencializar uma instabilidade inerente às decisões de investir, fazendo com que diante de uma atmosfera de incerteza, as empresas reduzam os seus gastos de investimento, em parte, pela retração do mercado ao financiamento de novos projetos. Assim, por mais que o empresário individual acredite que o futuro será promissor, e de que a economia crescerá, as suas decisões microeconômicas estarão sujeitas à "chancela" macroeconômica, esta influenciada, fortemente, pela opinião geral do mercado.

Dos três elementos apresentados, deve-se ressaltar, entretanto, que o mais importante (pelo fato de ter conseqüências fundamentais na economia) numa atmosfera pós-crash é o relativo à ação das autoridades monetárias. O argumento que diz ser uma rápida resposta das autoridades monetárias o único método para se evitar que uma depressão "venha à tona" logo após uma queda na Bolsa explica o porquê da principal diferença existente entre os dois episódios estudados: 29 e 87.

As autoridades monetárias (Bancos Centrais), em 87, ao exercerem o papel de emprestadoras de última instância fornecendo liquidez emergencial para o mercado de modo a prevenir o indesejável colapso de alguns "jogadores chave", conseguiram fazer com que os efeitos deflacionistas do crash, ocorridos na esfera financeira da economia, fossem "represados", ou seja, "contidos". Especificamente nos EUA, logo depois do crash, os bancos, sob o comando do Federal Reserve, se incumbiram de fornecer toda e qualquer liquidez necessária e requisitada pelo mercado. As preocupações em não se espalhar mais pânico na economia se traduziram na queda da taxa de juros de curto prazo em um ponto percentual.

A ação rápida e eficaz do FED como provedor de liquidez em 87, impediu com que um pânico maior se instaurasse na economia, diferentemente do que ocorreu em 29, quando forças mais conservadoras no FED prevaleceram e exacerbaram uma crise sobre o já frágil sistema bancário americano.

Diante do trauma de 29 e das perspectivas de que uma recessão estava por vir, o Governo resolveu "afrouxar" ainda mais a política monetária visando "acalmar" o mercado, e com isso, o ânimo dos investidores.

O medo de uma volta da inflação e as preocupações em não se desvalorizar ainda mais a moeda americana, inseguranças presentes no pré-crash, foram momentaneamente esquecidos diante de uma nova prioridade: evitar a recessão. Assim, embora no fim de 87 o Governo tivesse aumentado as taxas de juros, este aumento não escondia o aparente "afrouxamento" da política monetária.

A preocupação em tentar se evitar uma depressão residia, entre outros fatores mais "óbvios", no fato dos EUA, diferentemente do que eram em 29, terem se tornado uma potência absorvedora de liquidez mundial, e de Nova Iorque ter se transformado em um grande centro financeiro. A hegemonia do dólar concedia aos EUA posição de destaque no mercado financeiro internacional, em virtude do privilégio (exclusividade) de emissão da divisa chave.

O fato de países como Japão e Alemanha terem grandes montantes de riqueza aplicados na Bolsa de Valores norte americana fez com que o crash de 87 pudesse ser caracterizado como um fenômeno mundial. Isso deixou em evidência a grande interdependência existente entre os países numa era de globalização financeira na qual a volatilidade dos fluxos de capital é exacerbada. A instabilidade das taxas de juros e câmbio, aliada à presença de inovações financeiras, exigiu, em 87, uma maior cooperação por parte das autoridades monetárias dos diversos países. Logo, a preocupação em tentar se evitar uma depressão não era algo restrito aos EUA, mas um objetivo comum aos países industrializados, sobretudo aos que tinham grandes volumes de riqueza financeira aplicados nos EUA (Japão, principalmente).

Com a crise de 87, percebe-se uma maior cooperação entre os países em nome da preservação da integridade (saúde) do sistema financeiro norte americano (que era, em grande parte, dominado pelo capital dos investidores

estrangeiros; daí depreende-se o porquê da 'solidariedade' das outras nações...).

Pode-se apontar as eleições presidenciais norte americanas no fim de 88 como sendo um dos principais porquês da não-depressão subseqüente ao crash. Do ponto de vista econômico, qualquer ação de política monetária mais vigorosa (restritiva), no final de 87 e durante 88, foi suprimida pelo fato de se buscar manter um alto grau de popularidade do partido conservador republicano. Distante de querer comprometer a sua gestão com uma política monetária restritiva no fim do mandato, ou, com medidas que pudessem causar maior pânico entre os investidores, Ronald Reagan se ateve a, meramente, evitar a depressão.

O medo de que uma rejeição do mercado à subida da taxa de juros (como a ocorrida no verão de 87) e ao aumento na tributação (no caso da tributação, apenas 'rumores') pudessem se repetir levou, juntamente com o fato de 88 ser um ano de eleições presidenciais, à condução de uma política monetária mais frouxa (relaxada) por parte do Governo até 89. Evitou-se, assim, com sucesso, a recessão em grande parte pelo fato dos mercados terem desviado, temporariamente, o seu foco de preocupação da inflação e dos perigos do "*tight money*" para a atividade econômica e seu crescimento.

Capítulo 3 - Crise de 29 *versus* Crise de 87

Introdução

O objetivo deste capítulo é o de traçar um paralelo entre as duas crises, levando em conta os aspectos tratados nos capítulos anteriores. A tarefa de se confrontar dois momentos tão díspares do ponto de vista dos "aprendizados" econômico e político é, evidentemente, de grande complexidade.

Longe de tentar fazer uma exaustiva descrição dos aspectos de cada episódio, o objetivo maior do capítulo é de ressaltar os aspectos considerados "semelhantes" em ambos os casos (sempre tendo em mente que as "semelhanças" têm como limite o fato de integrarem universos econômicos e políticos distintos).

Após a comparação dos dois episódios, no último item, são tecidas as conclusões do estudo.

Tem-se pleno conhecimento de que não se exauriu todas as fontes bibliográficas sobre o assunto (e nem haveria como, dada a extrema vastidão destas, sobretudo para a crise de 29, e às restrições temporais impostas...), porém, como já foi ressaltado anteriormente, acredita-se ter conseguido realizar um estudo que considerou, ao menos, os principais autores e opiniões acerca dos dois crashes.

3.1- Algumas "coincidências históricas"

Iniciando a análise pelo prisma da conjuntura mundial, percebe-se uma similaridade entre 29 e 87 : em ambos os casos, nota-se a presença de uma instabilidade nas relações internacionais entre as principais nações.

Comecemos por 29. Na década de 20, a tentativa de se restabelecer, sobre bases precárias, um regime monetário que até o pré guerra era sinônimo de estabilidade, fragilizou as principais economias mundiais, tornando-as mais vulneráveis a choques externos, como a quebra na Bolsa.

As assimetrias geradas no pós primeira guerra, aliadas à ausência de uma nação líder que agisse como provedor de liquidez mundial aumentaram o grau de precariedade das relações internacionais.

Em ambos os casos a conjuntura internacional se encontrava sobremaneira instável; porém, em 29, a "inexistência" de uma nação líder que pudesse agir como estabilizadora dos choques internacionais, e assumisse o papel de "*lender of last resort*", preenchendo a lacuna deixada, involuntariamente, pela Inglaterra, agravou a instabilidade econômica latente.

Em 87, a instabilidade econômica - financeira encontrava suas raízes no processo de globalização das finanças iniciado na década de 70. Esse processo impôs aos Estados Nacionais regras para a formulação de políticas econômicas baseadas na órbita financeira dos mercados de capitais, fato que gerou uma maior interdependência entre as variáveis macroeconômicas dos vários países.

Assim, se na década de 20 os países estavam atados às regras do padrão ouro, em 87 o compromisso maior residia na manutenção de políticas por parte dos Estados Nacionais de modo a não comprometer a lógica vigente nos mercados financeiros mundiais. Na verdade, na década de 80, os países estavam subordinados à lógica dos mercados globalizados imposta pelo processo de desregulamentação das finanças iniciado na década de 70.

Helleiner (1995) alega que em 87 a hegemonia norte-americana teria sido desafiada pela superioridade japonesa nos mercados financeiros. Tal afirmação parece desconsiderar o fato de que boa parte dos ativos da *NYSE* e, conseqüentemente, ativos denominados em dólar, eram de propriedade japonesa, logo, a "soberania financeira" japonesa estava assentada em bases norte-americanas.

A superioridade do Japão no que tange ao desenvolvimento dos mercados financeiros mundiais e a sua situação particular como principal credor do mundo, não conseguiram, entretanto, assegurar a esse país uma posição de liderança mundial, o que acabou "frustrando" muitas previsões de analistas econômicos da época. Como depois seria explicitado, os EUA, apesar de todos os "percalços" econômicos, ainda eram o grande centro hegemônico mundial.[35]

Em linhas gerais, pode-se dizer, portanto, que em ambos os momentos havia problemas no tangente ao contexto internacional, no sentido de que, de uma forma ou de outra, a hierarquia estabelecida se encontrava fracamente definida, ou, inadequada. Há que se ressaltar a precariedade maior no caso de 29, dada a inexistência de uma vontade por parte da nação líder (EUA) em assumir o papel antes exercido pela Inglaterra (Kindleberger, 1986).

O intenso movimento de globalização financeira[36] (nos anos 20 deve-se ter em mente que a liberdade de circulação dos capitais era alta) iniciado na década de 70 acabou adquirindo feições fortemente políticas e muita força com a ascensão do neoliberalismo. Para tanto, a adoção de políticas monetaristas foi fundamental, na medida em que esta escola de pensamento apregoava a mínima intervenção estatal na economia (idéia da inevitável trajetória econômica em direção a um equilíbrio), algo intrínseco ao movimento de liberalização das finanças. Caminhou-se, portanto, ao longo da década, para formas de intervenção estatal cada vez mais parcas, em comparação com o período keynesiano anterior, com o enfraquecimento simultâneo dos sindicatos.

---

[35] Para uma maior descrição dos aspectos que poderiam ter levado os EUA a uma perda de hegemonia e à ascensão japonesa na época, ver artigo de Tavares, M. C. (1995).

Galbraith, ao tratar da desestruturação da ação sindical nos anos 20, atentou para questão da piora na distribuição de renda ao longo da década, fato decorrente das enormes distâncias existentes entre os lucros das empresas monopolistas e os salários no final dos anos 20.

Para se ter uma idéia do grau de distribuição de renda na economia em 1929 lancemos mão de uma informação: 1% da população do topo da pirâmide social tinha renda 650% maiores do que os 11% de americanos da base da pirâmide.[37] Além da desigual distribuição da renda e da riqueza, havia uma concentração extrema por parte das firmas no mercado, de modo que em 1929, duzentas das maiores empresas americanas, controlavam 50% de toda a riqueza gerada pela empresas nos EUA (o processo de fusões ocorrido no início do século acabou tornando a competição praticamente inexistente).[38]

Ainda sobre a década de 20, torna-se fundamental uma referência adicional à forte concentração industrial existente na época. No início do século, em uma conjuntura de segunda Revolução Industrial, as empresas passaram por um intenso processo de fusões, que deu origem às grandes corporações e às estruturas industriais concentradas da década de 20. Isso gerou a partir de m descompasso estrutural na economia entre salários e lucros, dado que o aumento da produtividade presenciado na década de 20, gerado a partir do uso de novas tecnologias de produção e novos produtos, não pode ser repassado para os salários, não fomentando, assim, o mercado consumidor de bens essenciais (Galbraith, 1988).

Em 87, antes de outubro, houve também um processo de fusões e aquisições na economia americana, porém este não foi tão pronunciado, seja do ponto de vista temporal, seja do ponto de vista de intensidade, quanto o processo do início do século.

---

[36] Ver Plihon (1996).

[37] Dado coletado na Internet,: www.arts.unimelb.edu.au/amu/ucr/student/1997/Yee/depression.htm

[38] *Ibidem*

Assim como em 29 havia um processo de restruturação industrial baseado na eletricidade e nos bens de consumo duráveis , em 87 o processo de reestruturação industrial tinha por base a tecnologia da informação.

Do ponto de vista político, nota-se que ambos os crashes ocorreram em períodos marcados pela vigência da ortodoxia no poder. Em 29, os neoclássicos e o *laissez faire* puro impediram uma maior atuação governamental, bem como o socorro imediato e efetivo do FED na economia. Em 87, nos EUA, tínhamos uma administração republicana (Ronald Reagan) na qual era claro o caráter simpatizante com as doutrinas neoliberais e monetaristas de não intervenção estatal na economia.

Em ambos os casos, portanto, havia uma tendência ortodoxa que permeava a tomada de decisões por parte dos *policymakers* da época; entretanto, em 87, diferentemente de 29, a Teoria Geral já havia sido escrita e ao economia contava com um "aprendizado keynesiano" (dos anos 50 e 60) na formulação de políticas econômicas inexistente na década de 20.

Em 29, a intervenção estatal era considerada perversa para a economia como um todo. Em 87, esse "preconceito" já havia sido atenuado. Digamos que, em 87, embora houvesse um "renascimento" das doutrinas não intervencionistas, sabia-se quão importante a ação estatal poderia ser em um ambiente de incerteza econômica, ou diante de choques externos, como o choque de liquidez detonado com a quebra da Bolsa.

3.2- As causas apontadas nas duas épocas

Em ambos episódios, várias foram as explicações sobre os possíveis causadores do crash. Deve-se ter em mente, contudo, que nenhuma delas, tomada como única explicação, responde satisfatoriamente ao colapso ocorrido no mercado bursátil, ou seja, nenhuma pode ser apontada como "a" causa *per se* do crash.

Entre as causas explicitadas, uma delas é apontada nos dois casos como possível fator causador do crash: o fato das ações estarem sobrevalorizadas.

Em ambos os casos é clara a referência feita aos valores Preço/ Rendimento das ações, sendo que estes são apontados como extremamente altos.

Em 29, além deste fator, são apontados igualmente: a existência de fraudes e atividades ilegais na Bolsa e a questão das compras de ações feitas com base no mecanismo das "margens" , ou, "*margin loans*" (a justificativa para tal causa reside na alta alavancagem dos agentes que esse mecanismo proporciona, tornando-os susceptíveis à eventuais oscilações bruscas nos preços das ações).

Em 87, grande parte das críticas no pós-crash foram direcionadas para a alta tecnologia da informática existente na Bolsa, ou seja, para o que se convencionou chamar de *Program Trading.* O *Program Trading* consiste em uma prática do mercado bursátil na qual, grosso modo, os computadores estariam programados para automaticamente comprar/vender ações de acordo com a tendência prevalecente no mercado. Há ainda, entretanto, muitas controvérsias acerca da questão da culpa ou não do *Program Trading* no crash de 87. Muitos analistas dizem ter sido este um dos principais fatores catalisadores do crash para outras praças financeiras mundiais (FMI: *World Economic Outlook, International Capital Markets*); isso porque, ao permitir o acesso *on line* de informações, este dispositivo faz com que as operações de arbitragem se façam em um único momento, com todos os investidores apostando em um único resultado, o que reforçaria os efeitos perversos de uma queda nos índices (em 87, deve-se esclarecer, além da Bolsa de Nova York, o mercado de futuros foi igualmente afetado, em função das operações de hedge, e da proteção que este oferecia contra as eventuais perdas no mercado acionário).

Além do *Program Trading,* outro fator apontado como possível causador do aumento da volatilidade nos mercados financeiros foi a presença de determinadas inovações financeiras (como instrumentos, pode-se citar os derivativos). Coloca-se, porém, a seguinte observação: em décadas anteriores essas inovações não se faziam presentes, no entanto crashes e depressões ocorreram de forma similar, e por vezes, de forma mais devastadora do que em 87...

Colocou-se, ainda, como possível causa do crash de 87, a questão da insegurança existente na economia americana no tangente às eventuais reações governamentais (principalmente da política monetária) diante de um aumento da inflação, do acirramento das pressões internacionais para a desvalorização do dólar e do crescimento dos déficits gêmeos. Alega-se que em 87 esse fato acabou assustando os investidores, pois evidenciou-se a partir daí, a fragilidade dos EUA dos pontos de vista interno e externo, colocando-se o perigo de um aumento drástico na taxa de juros como ameaça crível.

Nota-se que em ambas as crises uma atmosfera política e econômica incerta permearam o pré crash. Em 87, porém, a economia estava crescendo, não havendo indícios de super produção como em 29. O crash de 87 nasceu, em linhas gerais, a partir de uma reação defensiva dos investidores diante da possibilidade de que uma política de cunho monetarista pudesse ser implantada pelo recém presidente do FED na época, Alan Greenspan.

Em ambos os casos, houve uma alta dos juros semanas antes do crash. Em 29, visando diminuir a "febre especulativa" no mercado acionário, Hoover aumentara os juros; esse aumento acabou por deflagrar a crise, dada a fragilidade do sistema bancário sobre o qual se alicerçava todo o mecanismo de financiamento da economia. [39]

---

[39] Entre 1923 e 1929, em função da grande instabilidade, muitos bancos se tornaram insolventes, sendo fechados numa taxa de dois ao dia. Até o crash, a prosperidade econômica "disfarçava" esses incidentes (Fonte: *Yee, T.*). As falências podem ser explicadas pelas poucas restrições às quais os bancos estavam sujeitos no que tange a determinação de valores mínimos de "capital inicial", ou do volume máximo de reservas "emprestáveis".

Na década de 20, os bancos, não obedecendo a legislação alguma (ou, podendo burlar as poucas leis que regulavam seus empréstimos), estavam inseridos consideravelmente na trajetória especulativa da Bolsa. Por adquirirem, subscreverem e participarem ativamente do processo existente no mercado bursátil via empréstimos concedidos às corretoras, eles podiam manipular a demanda especulativa mediante o aumento dos empréstimos para os *brokers*.[40] Os brokers, por sua vez, emprestavam esses fundos para seus clientes, que compravam as ações com base num sistema de crédito. Com as margens requeridas abaixo de 10%, os investidores poderiam movimentar uma grande quantidade de ações com muito pouco capital próprio. Esse circuito que tinha como ponto de partida os empréstimos bancários acabou por aumentar a instabilidade sistêmica, dado o forte grau de "alavancagem" econômica existente.

A alta dos juros de 3.5% em fevereiro de 28 para 6% em agosto de 29 acabou, portanto, por pressionar ainda mais o já debilitado mecanismo de financiamento realizado pelos bancos comerciais (crédito na margem), deflagrando um processo de 800 falências bancárias só em 1930.[41]

Em 87, a alta dos juros foi feita primordialmente com o propósito de se atenuar a desvalorização sofrida pelo dólar. Acreditava-se, como em 29, que havia um aquecimento da economia e a existência de uma bolha especulativa na Bolsa porém, o que levou as autoridades americanas a aumentarem os juros foram as pressões internacionais sofridas a partir da divulgação de resultados desfavoráveis da Balança Comercial dos EUA em setembro ,semanas antes do crash, e o acirramento das pressões de desvalorização sobre a moeda americana.

Em ambos os casos, a alta dos juros significou o "estopim" dos crashes. Deve-se ressaltar o fato de que, em um contexto econômico e financeiro marcado pela instabilidade e pela especulação, no qual a valorização dos

[40] De $800 milhões em 1921 para $2.6 bilhões em 1929
[41] Guttmann (1997).

preços das ações se "descolara" dos seus valores fundamentais, tal decisão governamental (tal como a alta dos juros) adquire, e adquiriu, nos dois momentos, feições de "choque", "enganando os olhos dos mais leigos" ao "camuflar" problemas econômicos estruturais.

3.3- As reações do governo norte-americano

Em 29, a reação do FED pode ser dividida em dois períodos: o primeiro, logo após o crash, que vai de outubro de 1929 a fevereiro de 1930, durante o qual a taxa de juros baixou 2 pontos percentuais (de 6% para 4%); e o segundo, entre fevereiro de 1930 e 1932, período no qual a política monetária sofreu uma drástica reversão, com as compras do governo no *open market* declinando continuamente em função dos interesses americanos de se impedir uma saída de ouro do país mediante o aumento das taxas de juros.

A redução de liquidez, no segundo período, se deu através da queda do nível de reservas não emprestáveis na economia (só em 1931 a taxa de juros subiu duas vezes). Como saldo do período compreendido entre 1929 e 1933, temos um resultado negativo, no qual a oferta monetária caiu 31%,[42] impactando de forma perversa o nível de atividade econômica.

Em 87, ao contrário de 29, o FED se mostrou forte na sua postura de defesa da integridade econômica: a liquidez, suprida por meio da realização de compras de títulos governamentais no *open market*, adicionou $2.2 bilhões em reservas não emprestáveis entre 7 de outubro e 4 de novembro (Guttmann, 1997). Além disso, o FED ainda forneceu ajuda adicional aos bancos comerciais, deixando disponível o mecanismo da "janela do redesconto" em caso de maiores necessidades de liquidez. As taxas de juros de curto e longo prazo[43] declinaram, e houve um compromisso público assumido por Alan

---

[42] Guttmann (1997)

[43] Por exemplo: a taxa dos títulos de três meses da dívida pública norte-americana (Treasury Bills) caíram de 6.74% em 13 de outubro, para 5.23% em 30 de outubro; enquanto os títulos do Tesouro (Treasury Bonds) caíram de 9.92% para 9.03%. Fonte: *Ibidem*.

Greenspan de suprir o mercado com a quantidade de liquidez que este demandasse.

Essa diferença crucial no tocante à ação do FED foi um dos fatores determinantes da recuperação posterior dos preços das ações e da não depressão no caso de 87.

Deve-se, entretanto, atentar para o caráter insuficiente da tese de Friedman ao postular que a ação do FED em 29 foi o único, senão, **o** fator responsável pela Grande Depressão. Isso porque a explicação de Friedman, embora seja verdadeira, mostra-se incompleta.

Sem dúvida, o aumento da taxa de redesconto em um período de grande fragilidade financeira por parte dos agentes econômicos aguçou os fatores desestruturantes presentes na economia, porém, não se pode apontar este fator como sendo o único causador do crash.

Assim, no caso de 87, a não - depressão foi fruto não apenas da ação prudente do FED que cumpriu de forma eficiente o seu papel de emprestador em última instância, mas de outros fatores mais gerais, relacionados às características institucionais, políticas e econômicas de cada período.

3.4- A instituição de novas formas de regulamentação dos mercados

Antes de 29, os investidores não estavam protegidos, ou, amparados por lei alguma que coibisse a existência de fraudes ou qualquer outra irregularidade presente nos mercados acionários. Não havia, portanto, formas de regulação adequadas, normas que permitissem aos investidores o acesso a informações básicas sobre a saúde financeira das companhias as quais se detinha um capital em ações. Alguns anos depois do crash, no início da década de 30, surgiu a *Securities and Exchange Comission*, organismo responsável pelo controle e regulamentação do mercado acionário.

Além disso, foi instituído o *Glass Steagall Act*, que estabeleceu a diferenciação entre os bancos comerciais e os bancos de investimento. Essa medida visava evitar com que novos excessos especulativos por parte dos bancos comerciais voltassem a ocorrer, como ocorrera na década de 20.

Em 87, assim, como em 29, o crash também "inspirou" a tomada de algumas decisões por parte das autoridades monetárias nos mercados financeiros. A mais conhecida delas foi a instalação, primeiramente na *NYSE* , em 1988, de "*Circuit Breakers*", como forma de se restringir algumas formas de *Program Trading*.

A *NYSE* e a Bolsa de Mercadorias de Chicago foram as pioneiras na instauração deste mecanismo pelo qual as transações devem parar por uma hora caso o Dow Jones caia mais de 250 pontos em um dia, e por duas horas se a queda ultrapassar os 400 pontos.[44]

Em 87, além dos *circuit breakers*, outra medida visando a redução da volatilidade nos mercados de ações, futuros e opções foi a uniformização dos requerimentos de margem (*margin requirements*), de modo a diminuir o grau de arbitragem entre os índices desses mercados. Acrescentam-se, igualmente, mudanças no que tange aos sistemas computacionais das Bolsas, de modo a atender de forma mais eficiente o mercado, evitando, assim, segundo alguns especialistas, pânicos no caso de eventuais crashes .[45]

3.5- Efeitos sobre a economia

---

[44] Para uma explicação mais detalhada sobre os vários tipos de *circuit breakers*, ver: Morton (1997)

[45] O aumento na capacidade do volume de transações na *NYSE* foi fruto de problemas ocorridos em 19-20 de outubro de 87. Nesses dias, o volume diário de transações foi além dos 600 milhões de ações, enquanto a capacidade dos computadores não ultrapassava 420 a 440 milhões de ações. Isso gerou atrasos nas transações, prejudicando as avaliações dos investidores (gerando maior incerteza). Atualmente as melhoras propiciaram um aumento da capacidade diária de 2.3 a 2.7 bilhões de ações (cinco vezes a média atual de 510.8 milhões de ações por dia). Fonte: *Ibidem*

Os efeitos da crise de 87 sobre a economia como um todo foram quase imperceptíveis. Diferentemente de 29, pelos fatores já apontados, não houve uma Grande Depressão em 87, tampouco em 88. A economia cresceu nesses anos, impulsionada pelas eleições norte-americanas no fim de 88, e demonstrou taxas de desemprego estáveis ao longo do tempo.

No tocante à crise de 29, pode-se dizer que os efeitos da Grande Depressão na economia foram devastadores. Embora não se possa tecer uma relação de causalidade direta entre ambos os acontecimentos, acredita-se, como já fora explicitado no Capítulo 1, que a crise na Bolsa tenha deflagrado uma instabilidade econômica latente, o que, aliado à ação governamental "inadequada" , entre outros fatores, acabou gerando a Grande Depressão.

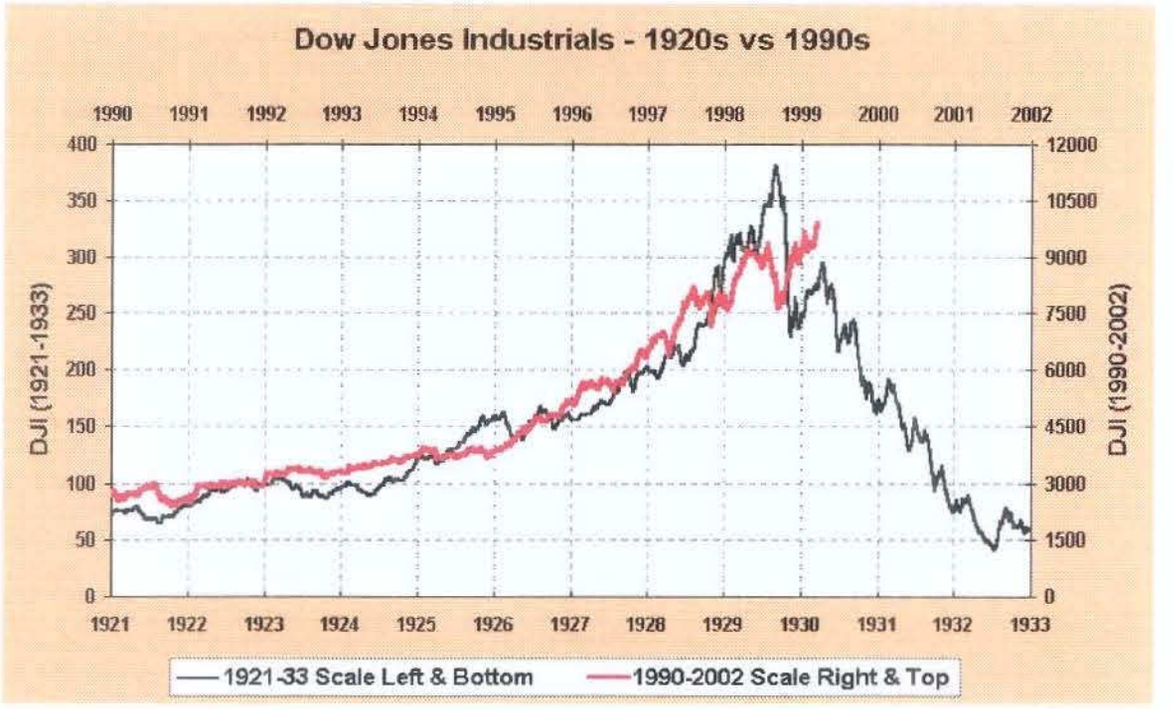
O índice Dow Jones, no pós-crash, só voltou a atingir os mesmos valores de 29 (valores de pico) em meados da década de 50. Em 87, o retorno aos níveis pré - crash ocorreu em Janeiro de 1989, apenas quinze meses após a segunda feira negra, sendo que o mais abrangente índice S&P 500, levou 21 meses para se recuperar do crash.

De um modo geral, nota-se que a peculiaridade de 87 reside justamente no fato desta ter sido a primeira crise[46] que foi sucedida por um período de crescimento econômico, e não por uma recessão.

Olhando-se o **Gráfico 10**, percebe-se, através da análise do Índice Dow Jones, quão próximos dos valores pré - crash de 29 estão os valores das ações atuais, e pergunta-se se um novo crash não estaria por vir...

[46] Out./ 87 apresentou a maior queda absoluta do índice Dow Jones em um único dia, comprometendo um volume de riqueza financeira da ordem dos trilhões de dólares.

Gráfico 10



Fonte: HRConsultants.

3.6- Conclusões

Com base no apresentado ao longo dos três capítulos, conclui-se que o episódio ocorrido em outubro de 1929 significou muito, do ponto de vista do aprendizado econômico, para os *policymakers* de épocas ulteriores, sobretudo quando se considera a postura assumida pelas autoridades norte-americanas no imediato pós - crash de 87.

Malgrado todo o arcabouço teórico e de aprendizado que a crise de 29 e a Grande Depressão representaram para os governos do século XX, percebe-

Malgrado todo o arcabouço teórico e de aprendizado que a crise de 29 e a Grande Depressão representaram para os governos do século XX, percebe-se que o sistema capitalista não se encontra imune a novos crashes ou depressões nos moldes dos anos 30.

O perigo da reincidência de depressões é algo real, fruto da dinâmica do modo de produção capitalista. Assim como as depressões são possíveis de se repetirem, "Os Anos Dourados" também o são, pelo simples fato de que a dinâmica do capital necessita de momentos de expansão e de contração ('queima').

A intensidade de cada uma dessas etapas dependerá de uma série de outros fatores bastante complexos e que dizem respeito ao grau de organização social vigente em determinado período histórico. O aprendizado, dada a sua natureza cumulativa, contribuiria para o aperfeiçoamento das reações dos agentes econômicos às crises, porém, não seria capaz de impedir as mesmas por não ser capaz de mudar algo intrínseco ao modo de produção vigente e, de um ponto de vista mais filosófico, por não conseguir mudar a natureza humana.

A referência filosófica diz respeito, essencialmente, ao comportamento humano capaz de alimentar os processos especulativos. Galbraith consegue, em sua descrição da crise de 29, retratar claramente esse aspecto.

A conclusão maior a que se chegou o trabalho está alicerçada na evidência empírica atual; nesta pairam dúvidas acerca da sustentabilidade ou não de uma continuidade na trajetória de crescimento das Bolsas de Valores, sobretudo da Bolsa de Nova York.

Embora as evidências e o aprendizado nos ensinem muito acerca da sustentabilidade das variáveis preço e rentabilidade das ações, nota-se que as experiências voltam a se repetir, sob contextos macroeconômicos distintos.

Com a crise de 87, ficou explicitado um "aperfeiçoamento" das autoridades monetárias no que tange às formas de se impedir que os efeitos contracionistas decorrentes do crash "transbordassem" para o restante da

economia. Se, por um lado, a "medicação" concernente ao tratamento de crises financeiras sofreu melhoras, o mesmo não se pode dizer da profilaxia.

O estudo de dois episódios marcantes de crises financeiras, permitiu inferir que a presença de interesses políticos acaba, por vezes, fazendo com que haja uma certa "resistência" das autoridades monetárias em se "brecar" uma trajetória especulativa nos seus estágios mais avançados.

É certo, portanto, que as crises têm em si mesmas um componente cíclico, estrutural, porém, é fato a inexistência de ajustes econômicos mais profundos no que tange à organização econômica dos países de modo a tentar se impedir a reincidência das mesmas. O crescimento vertiginoso do volume de operações realizadas na Bolsa na década de 90, malgrado o "susto" de 87, é o maior reflexo disso.

Finalmente, conclui-se que a "conivência" das autoridades monetárias na década de 90 diante do aumento da especulação, aliada ao aumento do risco moral gerado a partir de 87 em função do socorro prestado aos agentes econômicos, coloca a questão da ameaça de novos crashes se repetirem "na ordem do dia". Resta saber, agora, se o aprendizado adquirido até então será suficiente para se evitar uma nova depressão; grosso modo, trata-se de saber se teremos agora um "novo crash de 29" (seguido de depressão), ou um "novo crash de 87"....

Referências Bibliográficas

Aldcroft, D. H. (1987) *" From Versailles to Wall Street 1919 - 1929 ".* Middlesex: Penguin.

Auerbach, R. D (1983) *"Financial Markets and Institutions".* London: Mac Millan.

Block, F. (1980) " *Las origenes del desoden económico internacional*". México, Fondo de Cultura (reeditado em 1987).

Cintra, M. A . M. & Freitas, M.C.P (1998) "*Transformações Institucionais dos sistemas financeiros".* São Paulo: Edições Fundap/Fapesp.

Curran, J. (1987) *"Are stocks too high?".* In: *Fortune Magazine*, 28/Setembro/1987.

Davis, P. E. (1995) "*Debt Financial Fragility and Systemic Risk*". Clarendon Press, Oxford.

Economic Report of the President (February, 1988). United States Printing Office: Washington.

Eichengreen, B. (1996) *"Globalizing Capital*", Princeton University Press

Friedman, M. & Schwartz, A . J. (1963) " *A monetary history of the U.S.: 1867 - 1961*". Princeton: Princeton University Press.

Galbraith, J. K. (1988) "1929: O colapso da Bolsa". São Paulo: Editora Pioneira.

Goodhart, C. (1991) *" The conduct of monetary policy"* . In: Green, C. & Llewellyn, D., "Surveys in monetary economics", v.1. Oxford, UK: Basil Blackwell.

Guttmann, R. (1994) "*How credit-money shapes the economy : the U.S. in a global system*". NY: M. E. Sharpe.

Helleiner, E. (1994) "*States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990's*". Cornell University Press.

Henwood, D. (1997) " *Wall Street: how it works and for whom*". London: Verso.

HRConsultants: *http://cpcug.org/user/invest/stkprice.html*

International Capital Markets: *Developments and Prospects* (January, 1988). By: Maxwell Watson, Donald Mathieson, Russell Kincaid, David Folkerts - Landau, Klaus Regling, and Caroline Atkinson. Washington, D. C.

Keynes, J. M. (1996) "*A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*" São Paulo: Editora Nova Cultural; Coleção "Os Economistas".

Kindleberger, C. (1989) *"Manias, panics and crashes, a history of financial crises*". New York: Basic Books.

_____ (1986) "*The world in depression 1929- 1939".* California: University of California Press.

Maddison, A . (1981) "*Les phases du developpement capitaliste".* Paris: Economica.

Mishkin, F. S. (1997) "*The Economics of money, banking, and Financial Markets".* Fifth Edition. Columbia University: Addison - Wesley.

Morton, W. (1997) *"Can it happen again?"*, in : www.cnnfn.com/markets/9710/13/crash_again/

New York Times on the web (Out/99): *"Looking back at the crash of '29: then, as now, a new era".* In: *www.nytimes.com/library/financial/index-1929-crash-2.html*

Plihon, D. (1996) *"Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira (A responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista keynesiano)*", Economia e Sociedade n. 7,p. 85-127, Campinas.

Sandroni, P. (1999) *"Novíssimo dicionário de economia".* São Paulo: Editora Best Seller.

Schulmeister, S. (1998*) "Currency Speculation ande Dollar fluctuations*", Quaterly Review n. 169.

Smithin, J. N. (1990) "*Macroeconomics after Thatcher and Reagan".* England: Edward Elgar.

Tavares, M. C. (1992) *" Ajuste e restruturação nos países centrais".* Revista Economia e Sociedade (publicação do Instituto de Economia da UNICAMP), n.1: Campinas.

World Economic Outlook (1988), *A Survey by the Staff of the International Monetary Fund*. Washington, D. C., April.

Yee,T.(1997). Site na Internet:
http://www.arts.unimelb.edu.au/amu/ucr/student/1997/Yee/1987.htm#info

Yee, T. (*). *www.arts.unimelb.edu.au/amu/ucr/student/1997/Yee/Dchart.htm*