

1290000806



TCC/UNICAMP R735c

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia



O CRASH NA BOLSA DE VALORES DE NOVA YORK EM 1987

Aluno: Rafael Negrão Rossi

Professor Orientador: José Pedro Macarini

Trabalho de Monografia apresentado ao
Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas-UNICAMP.

Campinas, novembro de 1992

TCC/UNICAMP
R735c
IE/806

CEDOC/IE

The past is in its grave
Though its ghost haunts us ...

Robert Browning (1812-1889)

ÍNDICE

Introdução	1
------------------	---

CAPÍTULO 1

A ECONOMIA NORTE-AMERICANA NA DÉCADA DE 1980	4
--	---

CAPÍTULO 2

A EVOLUÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS NOS ANOS 80	20
---	----

Parte 1: A Explosão do Crescimento dos Mercados de Valores	20
--	----

Parte 2: A Desregulamentação do Mercado Financeiro e as Fusões e Aquisições	28
---	----

CAPÍTULO 3

THE TRIGGERS: OS GATILHOS QUE DETONARAM O CRASH	36
---	----

- A Instabilidade do Dólar e o Aumento nas Taxas de Juros	36
---	----

- O Déficit Comercial Inesperado	42
--	----

- A Série de Declarações de Baker	44
---	----

- As Novas Leis de Impostos	45
-----------------------------------	----

CAPÍTULO 4

O CRASH E A INTERVENÇÃO DO FEDERAL RESERVE	50
--	----

CAPÍTULO 5

AS CAUSAS ESTRUTURAIS: O SOBRENDIVIDAMENTO E OS DÉFICITS GÊMEOS	59
---	----

CAPÍTULO 6

PORQUE A QUEDA FOI TÃO RÁPIDA? - OS MECANISMOS DE MERCADO	70
- A Informatização dos Mercados de Valores: Program Trading e Portfolio Insurance	70
- O Sistema de Market-makers e sua Atuação Durante o Crash	82
- A Globalização dos Mercados	85
- Ações, Futuros e Opções: Um Só Mercado	87

CAPÍTULO 7

CONCLUSÕES	91
- A Redução dos Déficits	92
- A Maior Regulamentação dos Mercados	93
- Os Mecanismos de Clearing e Crédito	95
- As Requisições de Margem	96
- Os Mecanismos de Quebra e Circuito	97
- Os Sistemas de Informação	97
- Uma Nota Final	98
BIBLIOGRAFIA	100

Introdução

"Can it happen again?" é a partir do título do livro de Hyman Minsky que as preocupações que deram origem a esse trabalho podem ser compreendidas, na medida em que tentou-se estudar um evento particular, o crash na Bolsa de Valores de Nova York em 1987, com a perspectiva de identificar suas causas e apontar fragilidades na estrutura financeira norte-americana, que podem estar mais ou menos evidentes dependendo do comportamento das demais variáveis econômicas que se interrelacionam.

Desde meados da década de 60, tem havido uma série de crises financeiras na economia americana. Dada a crescente interação e interdependência entre bancos, instituições financeiras e corporações, o sistema financeiro se torna extremamente vulnerável a alterações nas variáveis econômicas tais como a taxa de juros ou o vigor da atividade econômica real. Como ilustração, no início de 1987, o Federal Reserve aumentou as taxas de juros para defender o dólar, deteriorando a posição financeira de empresas que se encontravam altamente endividadas.

A instabilidade financeira é resultante de processos internos do capitalismo, que podem levar a crises e até a grandes depressões. Conforme a instabilidade se tornou

proeminente, instituições e mecanismos regulatórios foram e são crescentemente acionados. Essas instituições e mecanismos emergiram principalmente após a Segunda Guerra Mundial, como resposta aos acontecimentos da Grande Depressão e como meio para evitar novas crises.

A partir de então, bancos centrais passaram a intervir na esfera monetária, assim como surgiram autoridades para restringir os mercados e conter as concentrações de poder. Apesar desses mecanismos terem se mostrado relativamente eficazes para prevenir maiores pânico financeiros até os dias de hoje, abre-se a questão sobre a oportunidade de mecanismos regulatórios ainda mais rígidos para enfrentar as cada vez mais frequentes crises financeiras, principalmente tendo em vista a proliferação de instrumentos financeiros (alguns dando margem a grandes níveis de especulação) e a desregulamentação nos mercados financeiros, que se acelerou explosivamente na década de 80.

Esse trabalho tentará situar o crash de 1987 nessa análise e enquadrá-lo na conjuntura econômica norte-americana, identificando fatores persistentes e propondo soluções, sem perder de vista, entretanto, o caráter da monografia, que não pretende ser uma análise necessariamente inovadora, mas sim um estudo aprofundado e cuidadoso sobre o tema, que a meu ver, tem relação crucial com a estabilidade econômica mundial, quer seja em 1987 ou num futuro próximo. Tomando as palavras de George

Santayana, "aqueles que são incapazes de recordar o passado, estão condenados a repeti-lo".

Finalmente, gostaria de agradecer ao professor José Pedro Macarini, pela guia inestimável e paciência infinita e à Renata, que foi me buscar dos braços do incerto e me trouxe tudo o que eu sempre quis ...

CAPÍTULO 1

A ECONOMIA NORTE-AMERICANA NA DÉCADA DE 1980

Quando Ronald Reagan assumiu a presidência em janeiro de 1981, a situação econômica norte-americana era marcada pela persistência de um alto patamar inflacionário e falta de perspectivas de crescimento. Carter havia deixado como legado uma inflação superior a 12% e as taxas nominais de juros oscilavam ao redor de 20% ao ano, índices alarmantes para a economia norte-americana⁽¹⁾.

A inflação e o desemprego tenderam a se incrementar entre 1965 e 1979. A inflação havia passado de 5,1% anuais no último trimestre de 1965 a 12,6% anuais em 1979. No mesmo período, a taxa de desemprego aumentou de 3,5% a 6,0% da PEA⁽²⁾. Se tomarmos como referência o ano recessivo de 1981, essas diferenças se ampliam. A inflação apontava 9,4% anuais no terceiro trimestre de 1981 e nesse ano a taxa de desemprego civil foi de 9,2% da PEA. Por outro lado, tanto o crescimento do PNB, como o da produtividade mantiveram uma tendência decrescente desde o fim dos anos 60 até o início do governo Reagan, como se mostra no quadro 1.1.

⁽¹⁾ José Rangel. "La Reaganomics y la hegemonia estadounidense" em *Comércio Exterior*. México, janeiro de 1980.

⁽²⁾ Rangel, op. cit e William Greider. *Secrets of the temple*. Simon and Schuster, Nova York, 1999.

QUADRO 1.1
 PRODUTO E PRODUTIVIDADE MANUFATUREIRA
 (Taxas de Crescimento Anual por Períodos)

	Trimestres e anos		
	II de 1953 a IV de 1969	IV de 1969 a III de 1981	IV de 1973 a III de 1981
PNB	3,2	2,6	2,2
Produtividade	2,3	2,2	1,5

FONTE: Government Printing Office de Estados Unidos, Economic Report of the President, 1989, p. 255.

A vitória republicana nas eleições de 1980 significou uma importante mudança de direção na orientação da política econômica norte-americana. Reagan, analisando sob uma ótica conservadora, demonstrava a intenção de "recolocar o setor privado como líder do processo de acumulação de capital", diagnosticando a falta de incentivos, o crescente intervencionismo estatal e políticas governamentais equivocadas como responsáveis pela deterioração da hegemonia dos EUA. O crescimento se sustentaria com o maior desenvolvimento das indústrias mais competitivas, um aumento sustentado da produtividade e o fortalecimento do dólar, através de um corte em determinados itens do gasto público, reorientação desse gasto a setores tidos como prioritários, redução da carga fiscal de empresas e indivíduos afim de aumentar as taxas de poupança e investimento, eliminação de regulamentações governamentais e liberalização do mercado de trabalho⁽³⁾. Além disso, a manutenção de uma política monetária contencionista

⁽³⁾ "Los desequilibrios de la era Reagan" (1a. parte). Comercio Exterior, México, setembro de 1988.

que mantivesse estrito controle sobre a inflação e fortalecesse o dólar⁴⁴.

A política econômica norte-americana implementada pelo governo Reagan, que combinou a chamada economia de oferta (supply-side economics) na gestão do orçamento fiscal com um rígido monetarismo no controle da oferta de moeda, partiu da concepção de que, ao reduzirem-se os impostos, haveria um aumento na atividade econômica, sendo que o resultado líquido seria um aumento da arrecadação tributária. O governo Reagan, segundo esses princípios, promoveu um corte nas alíquotas de impostos e manteve o nível de despesas através de aumentos nos gastos militares não plenamente compensados por cortes em outros gastos⁴⁵.

Sustentava-se que a origem da crise estava na falta de poupança interna, que por sua vez, determinava baixas taxas de investimento. A insuficiência da poupança seria causada por uma tributação exagerada e o governo estaria absorvendo uma parte crescente da riqueza mediante altas taxas tributárias que desalentavam os investidores privados.

A caminhada conservadora de Reagan, iniciada já nos últimos anos do governo Carter, buscava mudar a estrutura

⁴⁴ Uma política monetária restritiva já vinha sendo implementada por Paul Volcker, no Federal Reserve, desde o fim do governo Carter.

⁴⁵ André Lara Resende. "A Ruptura do Mercado Internacional de Crédito". In: Arida, P. Dívida Externa, Recessão e o Ajuste Estrutural. Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1982.

institucional da economia. Para isso, se tomaram medidas fundamentais em quatro esferas: a reforma tributária, a reorientação do gasto federal, a política monetária restritiva e a flexibilização do funcionamento econômico por meio de uma crescente desregulamentação.

A política de rígido monetarismo do Federal Reserve deixava de se preocupar com flutuações nas taxas de juros no mercado monetário e partia para um rigoroso controle de agregados monetários. O déficit orçamentário do governo aumentava rapidamente e para evitar que esses déficits se transformassem em emissões de moeda acima das metas de crescimento, o Federal Reserve fazia uma política de open market na venda de títulos do governo, e a oferta de maiores volumes de títulos aumentava o déficit por meio das necessidades de pagamentos de juros e implicava em volumes de títulos e taxas de juros cada vez mais elevados. Além disso, os déficits projetados do governo criavam expectativas de uma maior quantidade de títulos no mercado no futuro, visando enxugar a liquidez, o que contribuía para pressionar as taxas de juros.

Com o governo americano concorrendo por recursos no mercado para financiar o elevado déficit fiscal e reduzir o crescimento da oferta de moeda, todos os demais títulos privados, incluindo os depósitos bancários, foram obrigados a elevar as taxas para continuar atraindo recursos.

A desregulamentação financeira desempenhou um papel importante na ofensiva liberal. Os bancos e instituições financeiras fizeram dessa desregulamentação um dos principais meios de elevar a rentabilidade de seus capitais e enfrentar a acirrada concorrência internacional. Foi possível oferecer taxas de juros mais altas para elevar a captação de recursos e assim partir para investimentos e empréstimos de alto risco para tornar rentáveis as operações e compensar os custos mais altos de captação. A explicação para as altas taxas de juros, além de decisões de política econômica e a necessidade de financiamento do déficit fiscal, reside também na liberalização acelerada do sistema financeiro internacional que se deu entre 1980 e o crash na Bolsa em 1987⁴⁶⁷.

Entre as principais características da desregulamentação estão:

1. O desenvolvimento de instituições financeiras não-bancárias.

2. A perda de importância relativa dos bancos frente a outros intermediários financeiros, o que implicou num abandono gradual das funções de captação e crédito dos bancos e se refletiu numa menor participação do papel-moeda e depósitos

⁴⁶⁷ Paul Sweezy e Harry Magdoff. "La teoría del ofertismo y la inversión de capital". In: "Estancamiento y explosión financeira dos EUA". Siglo XXI Editores, México, 1988.

à vista (M1) no dinheiro em circulação em relação a outras formas, que se incluem em outros agregados (M3 e M4).

3. Criação de novos instrumentos financeiros de alto risco, como junk bonds, mercados de futuros, divisas e títulos, ordens de recompra, etc. Se calculava que, à época do crash, existissem cerca de 600 instrumentos financeiros, contra algumas dezenas no princípio dos anos 80.

4. A internacionalização crescente das operações bancárias¹⁷⁾.

Os ofertistas, anti-keynesianos, ironicamente tiveram que assistir à reativação da economia norte-americana a partir de novembro de 1982, motivada por mecanismos tipicamente keynesianos: o impacto do déficit governamental e a flexibilização da política monetária a partir do segundo semestre de 1982. Os números da recuperação econômica indicam um elevado crescimento econômico nos dois anos seguintes à posse de Reagan (3,5% em 1983 e 6,5% em 1984, contra uma redução do PIB de 2,5% em 1982). No período 1982-1988, o PIB cresceu a uma taxa média de 4%. As taxas inflacionárias se reduziram de 10,3% em 1981, para uma média de 3,84% no período

¹⁷⁾ Arturo Guillén Romo. "La recession de la economía estadounidense: crise estructural e deflación. Comercio Exterior, México, julho de 1991.

entre 1982 e 1988, chegando a atingir um impressionante 1,9% em 1986^(*), quando alcançar seu nível mais baixo (quadro 1.2).

QUADRO 1.2
CRESCIMENTO DOS PREÇOS AO CONSUMIDOR, 1980-1990
(porcentagem)

	Estados Unidos	Japão	Alemanha	França	Reino Unido
1980	13,5	7,7	5,4	13,3	18,0
1981	10,3	4,9	6,3	13,4	11,9
1982	6,2	2,7	5,3	11,8	8,6
1983	3,2	1,9	3,3	9,6	4,6
1984	4,3	2,3	2,4	7,4	5,0
1985	3,6	2,0	2,2	5,8	6,1
1986	1,9	0,6	-0,2	2,5	3,4
1987	3,7	n.d.	0,3	3,3	4,2
1988	4,0	0,7	1,2	2,7	4,9
1989	4,6	2,6	3,2	3,6	7,7
1990	5,4	4,2	2,7	3,6	10,9

FOONTE: FMI, Estatísticas Financeiras Internacionais, Washington, vários anos.

O PIB continuou crescendo após os dois primeiros anos, ainda que a taxas mais baixas: 2,7% em 1985, 2,5% em 1986 e 2,8% em 1987. A taxa de desemprego civil se reduziu de 7,1% em 1980 a 6,2% em 1987.

O investimento, o emprego e os lucros corporativos se incrementaram e a inflação foi controlada, graças a um manejo muito severo da oferta monetária, à queda substancial nos preços dos produtos básicos e a um dólar sobrevalorizado até 1985. Porém, ainda que a rentabilidade das empresas tenha se elevado muito, principalmente no período 1983-1984, uma

^(*) O nível mais baixo desde os 1,7% de 1965.

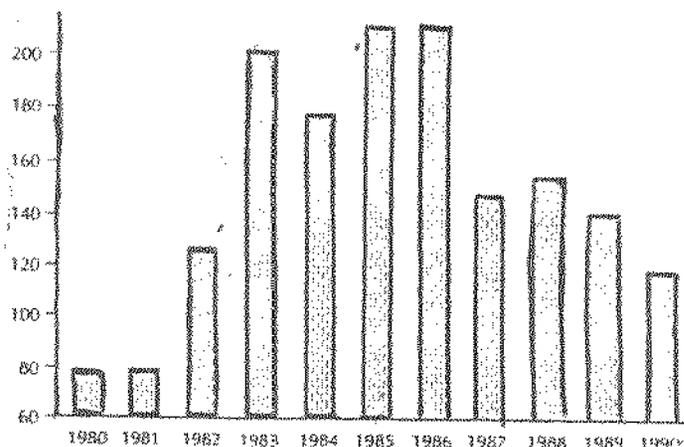
parte muito significativa se relacionava ao setor de serviços, à esfera financeira e a outras atividades especulativas, em detrimento da produção^(*).

O ponto mais frágil da Reaganomics foi a incapacidade de controlar os chamados déficits gêmeos, o fiscal e o comercial. Pretendia-se controlar o orçamento e equilibrá-los até 1986, mediante o programa de cortes de impostos e gastos. Porém, as receitas diminuíram e os gastos seguiram crescendo, impulsionados principalmente pelos desembolsos militares e os pagamentos de juros da dívida pública. O déficit fiscal se elevou de US\$ 78 bilhões em 1981 a US\$ 212 bilhões em 1986 (quadro 1.3). O déficit comercial norte-americano também aumentou enormemente, desde um pequeno excedente em 1982, até um déficit de quase US\$ 150 bilhões em 1985^(**). Nesse período, as exportações declinaram cerca de 10% e as importações se incrementaram em mais de 70%, especialmente de produtos manufaturados.

(*) Romo, op. cit.

(**) André Gunder Frank. "Ilusiones que matan la débil recuperación reaganista". Nueva Sociedad, Venezuela, março/abril de 1987.

QUADRO 1.3
ESTADOS UNIDOS: DÉFICIT FISCAL, 1980-1990



As causas que explicam os enormes desequilíbrios se referem basicamente ao crescimento dos gastos relacionados com a indústria bélica e com seguridade social, além de gastos de pagamentos de juros da dívida pública. Esses três itens tiveram uma participação média de 60% no total do gasto público durante os dois períodos presidenciais de Reagan. As receitas não tiveram dinamismo suficiente para sustentar os gastos, e os cortes tributários, mais do que criar benefícios ao investimento e ao emprego, constituíram um sacrifício fiscal enorme que erodiu o frágil equilíbrio das finanças federais e contribuíram para acentuar as desigualdades na distribuição de renda e suscitar movimentos especulativos.

A reorientação do gasto público apresentou uma proeminência dos gastos militares, principalmente no primeiro mandato de Reagan na Casa Branca. De 1980 a 1984, esses gastos

tiveram uma taxa média de crescimento de 13,9% contra 9,6% de aumento nos gastos totais. Em 1980, os gastos militares contavam por 23,7% dos gastos totais, para 25,7% em 1984 e 29,0% no ponto mais alto, em 1987. Entre 1984 e 1988, os gastos militares tiveram uma participação média de 28,2%, contra os 25,5% entre 1980 e 1984 (quadro 1.4).

Os juros da dívida federal também tiveram um crescimento significativo, passando de uma participação média no total de gastos de 8,2% no período 1977/1980 a 10,9% de 1980 a 1984 e 13,6% de 1984 a 1988 (quadro 1.4).

QUADRO 1.4
EVOLUÇÃO DOS GASTOS, 1977-1989
(Milhões de dólares e porcentagens)

Anos	Gastos Totais (1)	Variação %	Gasto Militar (2)	Variação %	2/1 %	Seguro Social %	Variação %	3/1 %	Interesses (4)	Variação %	3/1 %
1977	400.506	9,9	101.911	8,4	25,4	85.068	15,1	21,2	29.878	11,9	7,5
1978	458.729	14,5	109.241	7,9	23,8	93.861	10,3	20,1	35.441	18,6	7,7
1979	563.464	9,5	121.393	11,1	24,9	104.073	10,9	20,1	42.615	20,2	8,5
1980	590.920	19,7	139.827	15,2	23,7	118.547	13,9	20,1	52.512	23,2	8,9
Prozedio 1977-1980					24,5			20,4			8,2
1981	678.209	14,8	163.982	17,3	24,2	139.548	17,7	20,6	68.734	30,9	10,1
1982	745.706	10,0	192.589	17,4	25,8	155.964	11,7	20,9	84.995	23,7	11,4
1983	800.327	8,4	217.838	13,2	26,9	170.724	9,5	21,1	89.774	5,6	11,1
1984	851.781	5,4	235.730	8,2	27,7	178.223	4,4	20,9	111.058	23,7	13,0
Prozedio 1980-1984					25,7			20,7			10,9
1985	946.316	11,1	261.375	10,9	27,6	188.623	5,8	19,9	129.430	16,5	13,7
1986	990.258	4,6	282.351	8,0	28,5	198.757	5,4	20,1	135.969	5,1	13,7
1987	1.004.586	1,4	291.215	3,1	29,0	207.353	4,3	20,6	138.570	1,9	13,8
1988(2)	1.053.904	5,1	296.326	1,8	28,1	219.717	6,0	20,8	147.871	6,7	14,6
Prozedio 1984-1988					28,2			20,5			13,6
Prozedio 1980-1988					26,8			20,6			12,2
1989(b)	1.074.215	3,6	307.123	3,6	28,1	233.769	6,4	21,4	151.804	2,7	13,9
Taxas de Crescimento											
1977-1980		13,8		11,1			11,7			20,7	
1980-1984		9,6		13,9			10,7			20,6	
1984-1988		5,5		5,9			5,4			7,4	
1980-1988		7,5		9,8			8,0			13,8	

(1) Inclusive defesa nacional e ciência, espaço e tecnologia.

(a) Estimado

(b) Projetado

Mas, o enorme déficit fiscal, mais do que representar um excesso nos gastos, teve sua causa essencial no dinamismo insuficiente das receitas, ocasionado pelas reduções tributárias, que não resultaram num aumento dos volumes arrecadados na magnitude imaginada pelos teóricos da economia de oferta.

Na esfera externa, o que era uma posição credora de US\$ 137 bilhões em 1982, se tornou uma dívida de US\$ 368 bilhões em 1987⁽¹¹⁾. A persistência de enormes déficits comerciais ao longo da gestão republicana, teve como contrapartida a existência de enormes superávits, principalmente no Japão e Alemanha, e que foram em grande parte aplicados no mercado norte-americano, principalmente na forma de títulos do Tesouro e ações de empresas industriais, motivados pelos diferenciais de taxas de juros em favor do mercado norte-americano e o boom bursátil entre o fim de 1982 e outubro de 1987.

A afluência desses capitais para os EUA constituiu-se em elemento essencial para evitar um maior disparo das taxas de juros nesse país. Ou seja, caso esses capitais não fossem aplicados no mercado norte-americano, o Tesouro teria que oferecer retornos ainda mais altos para atrair recursos no mercado financeiro interno, o que significaria menor disponibilidade de capital para as empresas e um repique

⁽¹¹⁾ "Los desequilibrios de la era Reagan" (2a. parte). Comercio Exterior, México, outubro de 1988.

inflacionário, unidos ao estancamento econômico. Em 1986, como exemplo, 2/3 dos investimentos líquidos em construção, instalações e maquinaria não teria sido possível sem esses dólares de agentes estrangeiros aplicados no mercado norte-americano⁽¹²⁾.

A queda de competitividade dos produtos norte-americanos, principalmente em setores tais como a indústria automobilística, aço, têxteis, produtos eletrônicos de consumo e o setor de alta tecnologia computadorizada das telecomunicações e maquinaria industrial é fator central na responsabilidade pelo crescimento do déficit comercial dos EUA e deve ser visto como um elemento estrutural e não apenas cíclico⁽¹³⁾, apesar de bastante agravado pela conjuntura econômica e as políticas implementadas.

Não apareceram fontes alternativas para sustentar o crescimento vigoroso da economia norte-americana, observado nos 25 anos que se seguiram à Segunda Guerra⁽¹⁴⁾, e ante a falta de oportunidades de investimento e à perda da inovação empresarial, a demanda agregada foi sustentada com uma explosão do débito, tanto privado quanto público, através do déficit crescente. Essa situação prevaleceu nos anos 70 e a tendência é

⁽¹²⁾ "Los desequilibrios de la era Reagan" (1a. parte). Comercio Exterior, México, setembro de 1988.

⁽¹³⁾ Frank, André Gunder, *op. cit.*

⁽¹⁴⁾ Este é um ponto essencial na obra de Paul Sweezy/Harry Magdoff.

agravada nos anos 80 com a política econômica do governo Reagan.

O cerne da questão está no envelhecimento do padrão de acumulação e esgotamento do estilo de desenvolvimento, cujo modelo era a economia norte-americana do pós-guerra. Isso gerou a obsolescência da divisão internacional do trabalho, dos padrões de comércio e do sistema monetário internacional que o sustentaram⁽¹⁵⁾.

O declínio econômico é resultado do significativo crescimento da competitividade e da produtividade na Europa (principalmente da Alemanha) e no Japão, relativamente aos norte-americanos, o que debilita sua competitividade frente a seus principais concorrentes comerciais.

A perda de competitividade responde ao crescimento desigual da produtividade nos EUA em relação a esses países, ao envelhecimento relativo de parte da planta produtiva e à falta de dinamismo do investimento em alguns setores. Além disso, contribuiu para a degradação da balança comercial dos EUA o consumo compulsivo de que essa sociedade é o maior exemplo.

O debilitamento progressivo da economia norte-americana se expressa, entre outros aspectos, pela perda

⁽¹⁵⁾ Mario Presser. "Os desequilíbrios da economia internacional em 1986". In: Carneiro, Ricardo (org.). A política econômica do Cruzado. Campinas, Editora da UNICAMP, 1987.

crecente de competitividade de suas exportações. Em 1981, se obteve um superávit de US\$ 17 bilhões no intercâmbio de manufaturas, contra um déficit de quase US\$ 139 bilhões em 1986. Essa cifra inclui um saldo negativo no comércio de bens de alta tecnologia, situação que nunca antes havia se apresentado. O auge das importações, por outro lado, significou um deslocamento dos produtores nacionais e o desemprego de milhares de trabalhadores. Calcula-se que nos três anos antecedentes a 1987, o aumento das importações causou o desemprego de 1 a 2 milhões de trabalhadores da indústria nos EUA⁽¹⁶⁾.

A deterioração do poder econômico, resultado da superioridade competitiva de seus principais concorrentes comerciais, faz com que os EUA sejam incapazes de operar satisfatoriamente com as regras sob as quais exercia sua hegemonia. É cada vez maior a incapacidade dos EUA de impor sua hegemonia na condução do sistema capitalista, definindo e impondo suas condições de operação, além de também serem incapazes de estabelecer medidas unilaterais em seu benefício sobre a base de poder que ainda conservam.

Parece que, frente à inexistência de uma nova potência capaz e disposta a impor sua hegemonia sobre o mundo capitalista, a alternativa que se coloca é a de uma coordenação das políticas econômicas nacionais dos países industrializados,

⁽¹⁶⁾ "Los desequilibrios de la era Reagan" (1a. parte), op. cit.

que permita um ajuste gradual dos desequilíbrios globais. Essa coordenação é altamente problemática e esbarra em variáveis rígidas e concepções diferentes de gestão de política econômica e de objetivos, no que concerne as três maiores potências industriais, o Japão, a Alemanha e os EUA, para quem essas exigências talvez mostrem ser bem mais fácil ser liberal quando as coisas vão bem ...

CAPÍTULO 2

Parte 1: A Explosão do Crescimento dos Mercados de Valores

As Bolsas de Valores ao redor do mundo apresentaram um crescimento gigantesco no período entre agosto de 1982 e agosto de 1987, e o início dessa explosão difere nos mercados dos diferentes países, sendo que os 19 maiores mercados apresentaram um crescimento médio de 296% nesse período. Nos Estados Unidos, o crescimento foi de 195%⁽¹⁾.

Em novembro de 1982, os EUA experimentaram uma retomada do crescimento, a que se acompanharam os preços das ações, muitas delas cotadas bem abaixo de seu valor patrimonial durante a recessão. As Bolsas de Valores tiveram um papel essencial no período de reestruturação, quer seja através de fusões e aquisições⁽²⁾, quer viabilizado a privatização de empresas governamentais.

As Bolsas de Valores cresciam sem parar, num processo especulativo que durou cerca de cinco anos e atingiu seu ápice em 25 de agosto de 1987, quando o índice Dow Jones bateu em 2.722, ponto máximo de uma trajetória de alta iniciada cinco

⁽¹⁾ Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms.

⁽²⁾ Trataremos mais adiante do processo de fusões e aquisições quando falarmos dos instrumentos especulativos, que se desenvolveram explosivamente na década de 80.

anos antes. Mas, segundo a lei da gravidade, o que vai para cima, se não tiver suporte, desce e com velocidade maior ...

O ciclo de alta da Bolsa norte-americana se iniciou quando o governo, por meio do Federal Reserve, resolveu em julho de 1982 modificar a política de controle dos meios de pagamento. A campanha anti-inflacionária estava tendo sucesso, mas se temia um colapso da produção e do emprego nos EUA, além do fato de que a crise da dívida estava prestes a explodir. Por estas razões, havia a consciência de que as altas taxas de juros não poderiam ser mantidas por muito mais tempo sem afetar outras variáveis cruciais da economia, e assim, a política econômica mudou de direção em meados de 1982, através de três frentes: os cortes de impostos previstos no Economic Recovery Tax Act (ERTA) foram implantados, o gasto governamental total foi ampliado e, finalmente, a política monetária passou a ser mais expansiva. O déficit fiscal praticamente dobrou, de 3,6% do PIB no segundo trimestre para 6,8% no quarto trimestre de 1982.

Em relação à política monetária, o Federal Reserve abandonou o monetarismo com grande vigor, em julho de 1982. No ano seguinte, M1 cresceu 7%, mais do que em qualquer outro ano desde 1960. O valor real de M2 cresceu 8,9%, performance igualada somente em 1971 e 1972. Isso foi o suficiente para elevar o estoque monetário, que vinha caindo desde 1978, aos

níveis daquele ano⁽³⁾. As taxas de juros nominais, de curto e de longo prazo, começaram a declinar, reduzindo substancialmente a taxa de redesconto, o que levou os bancos a reduzirem as prime-rates (Figuras 2.1 e 2.2).

FIGURA 2.1
CRESCIMENTO DA OFERTA MONETÁRIA REAL

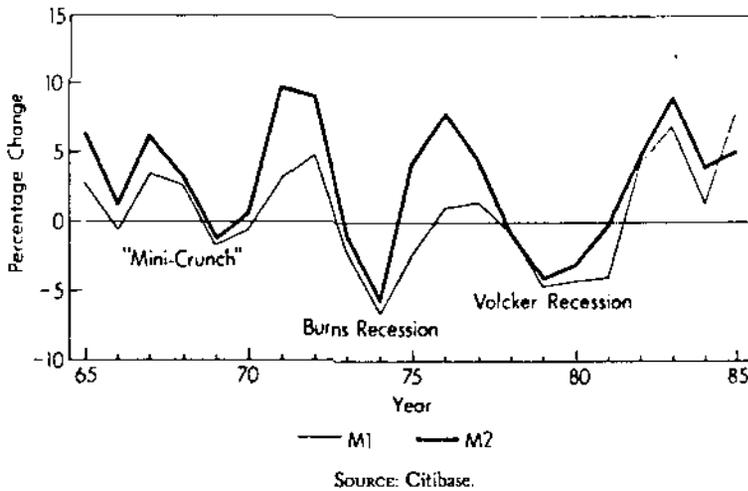
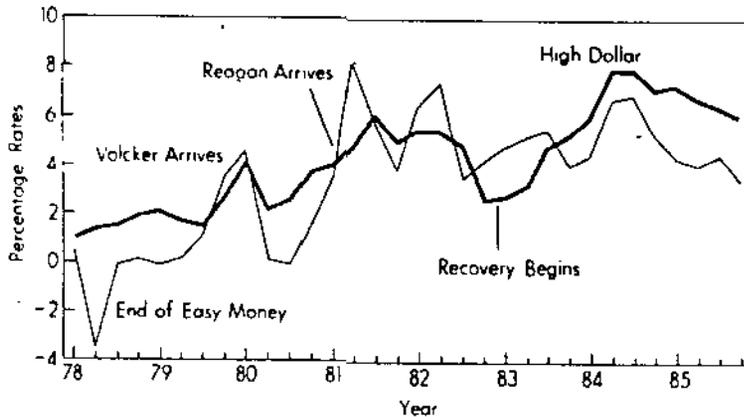


FIGURA 2.2

TAXAS DE JUROS DE CURTO E LONGO PRAZO



Começou assim, um ciclo de alta na Bolsa de Nova York, que refletiu a política econômica do governo Reagan e a

⁽³⁾ James Galbraith. *Balancing Acts*, caps. 3 e 9.

decorrente necessidade de financiamento dos dois rombos - os déficits fiscal e comercial. Essa política contemplou um esquema de financiamento dos déficits através de aportes financeiros que acabariam basicamente vindo do exterior. As Bolsas de Valores, como forma de aplicação financeira, se fortaleceram substancialmente. Cada vez que cresciam, atingiam uma posição superior a da alta anterior. E cada vez que caíam, desciam menos que na queda anterior.

As forças que mantiveram altos os preços das ações podem ser divididas em dois tipos: as forças globais, que tiveram impactos sobre os mercados nos diferentes países, entre eles a recuperação econômica, uma melhoria nos ganhos empresariais, um aumento na liquidez internacional, a desregulamentação dos mercados financeiros e o crescimento dos produtos financeiros, além da massiva atividade de fusões e aquisições⁴⁹. Esses fatores, que eram comuns à maioria dos mercados se juntaram a fatores particulares que exerciam influência em cada um deles.

A valorização das ações, que parecia excessiva para os padrões históricos, o aparecimento de sofisticadas operações financeiras e a natureza especulativa de outros, que puderam ser observadas nos EUA, eram comuns aos demais mercados internacionais. Uma característica marcante desse período foi o agigantamento dos fluxos financeiros internacionais de capital,

⁴⁹ Trataremos desse ponto, separadamente nesse capítulo.

que procuravam os benefícios de cada mercado em seus momentos mais convenientes.

Por um lado, os investidores estrangeiros, e em particular japoneses, compravam grandes porções de títulos do Tesouro norte-americano e eram, conseqüentemente, cruciais para financiar o déficit orçamentário do governo. Nos mercados de valores, os investidores estrangeiros também exerceram papel fundamental. Os investidores japoneses compraram US\$ 15 bilhões em ações americanas nos primeiros nove meses de 1987. Para se ter uma idéia relativa, na primeira metade de 1987, instituições estrangeiras compraram um volume de ações da mesma magnitude que as instituições domésticas, o que era contrabalançado pela presença cada vez mais ativa de investidores norte-americanos nos mercados internacionais, que com o advento dos mercados de 24 horas, ficaram mais interconectados funcional e psicologicamente⁽⁹⁾.

Os déficits do governo norte-americano estavam sendo financiados com recursos externos de investimento, capital de risco via Bolsa ou capital financeiro através da aplicação em títulos públicos.

Essa aplicação maciça na Bolsa de Valores inchou muito o mercado, o que ficava evidente quando se comparava os níveis históricos da relação cotação/valor patrimonial da ação.

⁽⁹⁾ Task Force on Market Mechanisms Report of the Presidential.

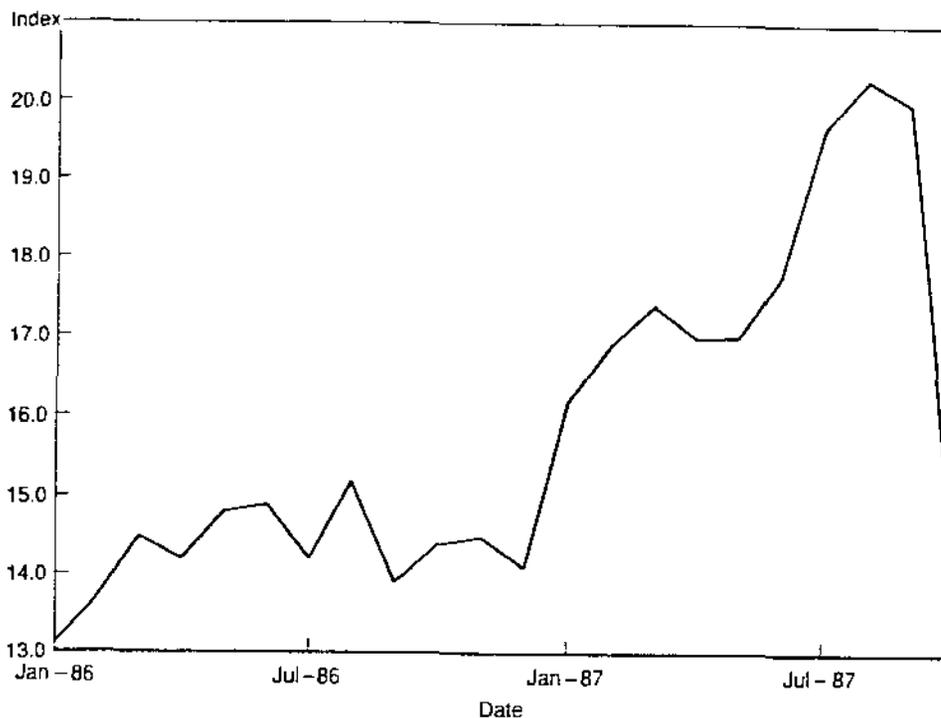
Essa relação, historicamente em Wall Street, representou entre 80 e 90%, chegando no máximo a 100% do valor patrimonial das ações. Antes do crash, no entanto, a relação estava variando de 100 a 150%.

Ações eram compradas a preços até 23 vezes maiores do que o lucro anual projetado das empresas, quando a média histórica americana é de uma relação preço/lucro (P/E ratio) de 13 a 14 vezes (Figura 2.3).

O crescimento do mercado de valores começou a 13 de agosto de 1982, com os mercados financeiros ainda preocupados com o possível desfecho da crise mexicana e pelas crises do Penn Square Bank e da Drysdale Securities. Essa reversão emergiu de um relaxamento do Federal Reserve quanto ao crédito, que teve um impacto quase imediato sobre a economia norte-americana, que se debatia contra o crédito apertado desde 1979, e havia demanda contida por uma ampla gama de duráveis de consumo.

Conforme as taxas de juros se abaixaram, depois de níveis muito altos no período anterior (para uma guerra contra a inflação), o impacto foi significativo e continuou a ter efeito imediato no nível das razões preço/rendimento (P/E ratios) das ações.

FIGURA 2.3
USA - PRICE/EARNINGS RATIO (P/E)



A força da economia obrigou o Federal Reserve a conter o mercado de crédito a partir de 1984. Os mercados de títulos e ações passaram a operar sob a oferta monetária apertada. As taxas de juros reais se aproximavam do nível de 10%.

Em 1984, quando o Federal Reserve socorreu o combalido Continental Illinois, começou um movimento essencial para compreender as razões para a explosão tão rápida do mercado de ações. As corporações, que geralmente são emissoras líquidas de ações, se tornaram compradoras líquidas, principalmente por causa das fusões, aquisições, recapitalização, reestruturação e atividade de recompra de ações. A razão para isso era que os preços das ações estavam

baixos e ofereciam mais retorno do que novos ativos financeiros que as empresas poderiam emitir.

A liquidez foi elemento essencial para a extensão e a altura desse salto no mercado de ações.

Ao início de 1987 até o crash de outubro, a velocidade do crescimento no mercado de ações se acelerou, as valorizações eram ainda mais excessivas e os fluxos de capital internacional cresceram ainda mais rapidamente.

Naturalmente, um mercado especulativo do tipo "bicicleta" como esse, em que só é possível manter o equilíbrio quando se continua pedalando, não poderia se manter para sempre. Havia a consciência de que o mercado estava especulativo demais; os lucros esperados das corporações e os rendimentos de dividendos caíram muito abaixo do retorno de títulos do governo (os treasury bonds). Duas semanas antes do crash, os investidores compravam ações com rendimentos de dividendos de em média somente 3% em Londres, 2,6% em Nova York e 0,5% em Tokyo, durante o sexto ano de uma virada econômica, quando já era esperado que as margens de lucro começassem a declinar. Para comprar essas ações, tomavam emprestado a taxas de juros de 15% em Londres, 16,5% em Nova York e 5% em Tokyo, e as taxas estavam crescendo. O gap entre custo e rendimento estava o dobro do tamanho normal nas três décadas anteriores e não poderia ser alargado indefinidamente. Os investidores só

estavam esperando puxar o gatilho para entrar no mercado de ações vendendo. Quando isso se abteu em muitos investidores de uma só vez, ... o crash.

É muito improvável que se possa afirmar com certeza qual foi o gatilho que detonou esse sell-off, visto que a questão abrange aspectos complexos que só uma teoria da psicologia de massas poderia resolver. Mas, ao mesmo tempo, é possível identificar alguns fatores e acontecimentos que de alguma maneira parecem ter contribuído para a quebra, os quais tentaremos explicitar no capítulo 3.

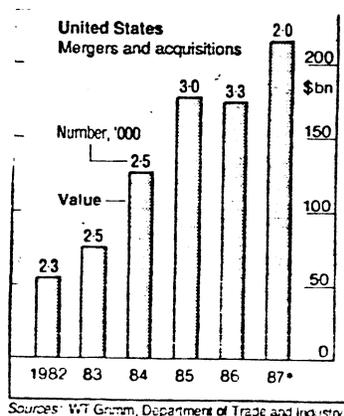
Parte 2: A Desregulamentação do Mercado Financeiro e as Fusões e Aquisições

As fusões e aquisições, que tiveram importante papel na reestruturação pós-recessão no início dos anos 80, foram utilizadas como mecanismo de especulação ao longo da década de 80, intensificando-se às vésperas do crash.

Nos primeiros nove meses de 1987 nos EUA, houve fusões e aquisições no valor de US\$ 161 bilhões, que é quase o valor para todo o ano de 1986, US\$ 173 bilhões. No final de 1987, o valor ultrapassava os US\$ 200 bilhões (Gráfico 2.4). Muitas dessas aquisições foram financiadas por uma combinação

de endividamento e capital próprio. Entretanto, o mercado de junk bonds nos cinco anos de mercado aquecido, também potencializou o número de aquisições nos EUA.

FIGURA 2.4.
UNITED STATES: MERGERS AND ACQUISITIONS



Empresas compraram outras empresas várias vezes maiores se utilizando de junk bonds emitidas através de bancos de investimento, que podem colocar grandes volumes de papéis no mercado, contando com uma rede de instituições que compram essa junk bonds.

As aquisições em Wall Street se tornaram muito mais fáceis e os ganhos maiores com o advento dos risk arbitragers, que compram pedaços de uma empresa esperando que uma oferta seja feita. Alguns deles eram poderosos a ponto de suas compras de ações suscitarem imediatamente ofertas por elas. Muitos deles se utilizavam de métodos de negociação pouco ortodoxos, como informações internas, chantagens, etc.

Num mercado em expansão, muitas empresas fizeram ofertas de aquisições e fusões arranjadas, não porque vissem alguma vantagem especial nelas, mas porque seus conselheiros financeiros e banqueiros viam essas negociações como lucrativas. Muitas companhias foram compradas por preços muito superiores ao que o mercado achava que valiam até que um arrematador aparecesse.

Alguns desses excessos especulativos passaram despercebidos quando o mercado parecia não encontrar um teto. A Revlon, fabricante de cosméticos, se interessou em comprar a Solomon Brothers, o maior negociante de títulos de Nova York. A agência de publicidade inglesa Saatchi & Saatchi fazia ofertar pelo Midland Bank, e outras deformações.

Esse movimento de reestruturação foi impulsionado pela desregulamentação das indústrias - o descontrole das indústrias regulamentadas e o enfraquecimento de agências reguladoras que protegiam trabalhadores e consumidores - que começou em 1978 com as empresas aéreas e de gás natural e foi seguida pelo ramo de transporte viário, o sistema bancário, a indústria telefônica e um número de outros ramos.

O objetivo dessa desregulamentação era estimular a competição e a produtividade e reduzir preços, retirando as barreiras regulatórias, e com isso, facilitar a entrada em setores fortemente oligopolizados. O resultado foi muito aquém

do desejado e o choque com os oligopólios enfraqueceu uma série de empresas marginais, detonando uma vigorosa onda de fusões. De 1970 a 1977, o valor total das fusões e aquisições era de US\$ 16 bilhões/ano. Esse total subiu para US\$ 39 bilhões/ano em 1978/79 e depois saltou para US\$ 70 bilhões/ano em 1981-83 e US\$ 177 bilhões em 1985-87⁽⁴⁾.

Conforme a inflação de dois dígitos, que vigorou durante toda a década de 70, caía abaixo dos 4% em 1982, uma queda nas taxas de juros e os cortes nos impostos da era Reagan expandiram a liquidez na economia e a onda de fusões. Como nos anos 20, as fusões se estenderam além dos setores de produção de bens, para o varejo e o setor financeiro. Em outra similaridade com os anos 20, a fase mais vigorosa desse movimento ocorreu durante o ciclo de alta na Bolsa de Valores entre agosto de 1982 e agosto de 1987, e recebeu o impulso da atitude permissiva do Executivo com relação aos grandes negócios e aos trustes, o que pode ser confirmado pela oposição da administração Reagan à proposta do Federal Reserve de limitar o uso de junk bonds de baixa qualidade para financiar aquisições de corporações.

A característica particular das fusões dos anos 80 era o estilo das operações, com o adquirente não tomando conhecimento da gerência da empresa e indo direto aos acionistas para comprar suas cotas. Esses compradores obtinham

⁽⁴⁾ Números de W.T. Gries, Chicago.

os fundos necessários através de empréstimos, numa escala muito superior a quaisquer movimentos de fusões anteriores. Com o crédito bancário, venda de junk bonds, ou bancos de investimento contribuindo com seu próprio capital, os compradores poderiam adquirir praticamente qualquer companhia, independente de seu tamanho. O ponto essencial que permitiu a esses agentes financiar suas aquisições e pôs um grande número de empresas a seu alcance foi a inovação das junk bonds, em 1983. A partir daí, empresas inteiras eram vistas como simples commodities para serem compradas e revendidas, uma característica essencial desse movimento nos anos 80.

Outra modalidade de aquisição eram as operações alavancadas (leveraged buyouts), em que os bancos de investimento usam volumes enormes de dinheiro emprestado e um mínimo de seus fundos próprios para comprar ações de uma empresa de seus acionistas. Geralmente, o objetivo é quebrar a companhia em pedaços e vender seu patrimônio. Em 1988, depois de uma guerra envolvendo três grupos financeiros, a RJR Nabisco foi comprada, num negócio de US\$ 25 bilhões, gerando em seguida milhões em lucros, sem absolutamente nenhuma nova criação, mas despedaçando uma das maiores empresas do país⁷⁷.

Em 1986, o pico da onda de fusões, os dez profissionais de Wall Street mais bem pagos ganharam uma média

⁷⁷ A RJR e a Nabisco, é interessante notar, se fundiram apenas três anos antes, num negócio tido como benéfico para ambas as empresas.

de US\$ 68 milhões cada, entre eles executivos dos maiores bancos de investimento norte-americanos.

A onda de fusões foi engordada com uma série de atividades ilegais, que em meados de 1986, culminaram numa série de escândalos, prisões e processos por violações dignas de colocar qualquer Gordon Gekko numa carteira escolar para aprender novos métodos⁽⁸⁾.

Em 1987, a força do mercado e o nível baixo das taxas de juros, deixaram o ambiente propício para aquisições especulativas. No período entre fevereiro e março, observou-se uma grande rodada de fusões e aquisições como não se via há muito tempo. Com isso, vieram também atividades de recapitalização e recompra de ações para propósitos defensivos. Esse movimento retirou ainda mais ações do mercado, deixando os investidores em ações ainda mais líquidos.

As ações eram compradas pelas empresas com grandes valorizações e o dinheiro injetado no mercado empurrou o pool de ações disponíveis no mercado a níveis cada vez mais altos. E o aparente vigor de mercado de ações atraía maiores fluxos de dinheiro à procura de valorização e com isso os preços aumentavam ainda mais, um ciclo especulativo.

⁽⁸⁾ Gordon Gekko é o personagem interpretado por Michael Douglas no filme Wall Street, não caracterizado exatamente pela probidade em seus negócios.

Os fundos de takeover agregaram mais de US\$ 23 bilhões ao mercado nos primeiros oito meses de 1987. Esses fundos compraram US\$ 150 bilhões em ações e a disponibilidade desses fundos reforçaram os métodos de valorização através de takeovers, que mantiveram uma gama de ações bem acima dos níveis de valorização tradicionais⁽⁹⁾.

As fusões ultrapassaram as condições objetivas - as condições favoráveis criada pela administração Reagan: o mercado explosivo entre 1982 e 1987, liquidez abundante, o recurso ao endividamento e um declínio real no crescimento do PNB. Nessas condições, a "reestruturação das corporações" é mais atrativa do que as atividades diretamente produtivas, na medida em que gera lucros mais rapidamente. Operações financeiras especulativas prejudicam o potencial produtivo do país, drenando esforço, talento e recursos dessas atividades. Mas, caso esse tipo de operação fosse interrompida, os recursos envolvidos não iriam necessariamente ser direcionados ao investimento produtivo, especialmente num período de capacidades ociosas e escassez de oportunidades produtivas lucrativas.

Os mercados de valores experimentaram um crescimento monumental, que começou em agosto de 1982 e foi maior e mais rápido do que nunca, foi potencializado pela desregulamentação financeira, que permitiu o desenvolvimento de instrumentos que,

⁽⁹⁾ Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms.

eram à época do boom reverenciados, para serem quando do crash, violentamente atacados e julgados como réus por seus próprios cúmplices.

CAPÍTULO 3

THE TRIGGERS: OS GATILHOS QUE DETONARAM O CRASH

- A Instabilidade do Dólar e o Aumento nas Taxas de Juros

Os investidores a nível internacional têm duas preocupações básicas: a primeira, com a taxa nominal de retorno de uma aplicação, como por exemplo, um título; a outra é a perspectiva de mudança no valor relativo da moeda em que a aplicação é denominada.

Um investidor que preveja um declínio futuro no valor da moeda demandará um retorno de juros mais alto, ou transferirá suas aplicações para mercados melhor remunerados. E taxas de juros mais altas devem ser pagas para evitar que o valor da moeda caia ainda mais. Até o segundo trimestre de 1987, a queda do dólar era bem aceita nos mercados financeiros e claramente contribuiu para aquecer o mercado de ações. Desde o Acordo do Plaza em 1985, a queda do dólar era vista como um evento ordenado, sob o comando do grupo dos sete, visando atingir objetivos determinados: reduzir o protecionismo, estabilizar os mercados e dar fôlego ao crescimento econômico.

Ao mesmo tempo, o Tesouro americano aumentava as taxas de juros de seus títulos de longo prazo para atrair investidores, principalmente do exterior. Baker e Volcker mantiveram as taxas de juros altas nos EUA e o dólar muito mais valorizado do que seria de outra maneira (ainda que estivesse em queda), determinando um diferencial alto e continuado entre as taxas de juros nominais e as taxas de inflação nos EUA e conseqüentemente, uma alta taxa de juros reais e a performance fraca do investimento entre 1986 e 1987.

Essa tensão interna com altas taxas de juros e o dólar valorizado impedindo o crescimento, eram incompatíveis com uma expansão econômica sustentada, com a qual a administração tinha compromisso. No começo de 1987, começa a especulação contra a política do dólar forte, com os agentes antecipando uma resposta da política econômica, incluindo uma inevitável desvalorização do dólar.

Após o Acordo do Louvre⁴⁴, que colocou um peso inferior para a queda do dólar, havia uma diferença qualitativa no sentido que os movimentos do dólar tinha para os mercados financeiros. Qualquer enfraquecimento do dólar além do acordado sinalizava para os mercados que não se tinha controle sobre a situação e que as taxas de juros teriam que aumentar ainda mais nos EUA para sustentar o dólar.

⁴⁴ O Acordo do Louvre foi assinado no fim de fevereiro de 1987 e anunciado aos mercados em março.

De fevereiro de 1987 em diante, virtualmente toda a conta corrente norte-americana foi financiada por reservas crescentes de dólares nas mãos de bancos centrais estrangeiros. Isso impedia o colapso do dólar, mas ao mesmo tempo tornava a especulação ainda mais lucrativa do que anteriormente era⁽²⁾.

O dólar se tornava cada vez mais dependente da intervenção oficial de autoridades monetárias estrangeiras, e por alguns meses depois da queda de Volcker, os movimentos monetários norte-americanos ficaram praticamente subordinados às iniciativas alemãs.

As taxas de juros se elevaram drasticamente entre 25 de março e 25 de maio, com os títulos de longo prazo pagando juros que começaram nos 7,5% e acabaram nos 9%. As taxas de juros nos EUA foram ampliadas para defender o dólar, o que era cada vez mais contraditório com a expansão econômica⁽³⁾.

E o dólar continuava caindo. Passou de 154 yens para 139 yens da data do Acordo de Louvre até o fim de abril. Em abril e maio, o dólar se desvalorizou em relação ao marco alemão, de 1.87 DM = US\$ 1.00 a 1.77 DM = US\$ 1.00⁽⁴⁾ (Gráficos 3.1 e 3.2). A fraqueza do dólar estava relacionada aos efeitos

⁽²⁾ Galbraith, James. Balancing Acts.

⁽³⁾ O crash na Bolsa forçou a administração a injetar liquidez para proteger a economia e trouxe o valor do dólar para baixo, assim como as taxas de juros.

⁽⁴⁾ Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms.

combinados de uma ausência de melhoras na balança comercial e uma falta de sustentação do dólar nos mercados internacionais. Aumentavam as preocupações de que os EUA tivessem perdido o controle da direção do dólar.

Depois de um período de relativa estabilidade entre o final de maio e o começo de agosto, a volatilidade se acentuou nos mercados de câmbio entre o meio de agosto e 19 de outubro, o que refletia a incerteza dos agentes frente a uma situação em que tanto dependia do valor do dólar: a balança comercial, os mercados de câmbio, os mercados de títulos. Um dólar desvalorizado era a única maneira de melhorar a balança comercial, mas ao mesmo tempo alavancaria as taxas de juros para cima.

Os juros pagos pelos títulos de 30 anos subiam gradualmente, e dos 7,51% anuais do início de 1987 chegou-se aos 10,12% da semana anterior ao crash (Gráfico 3.3).

Ao mesmo tempo, ao constatar a velocidade da expansão monetária, o Federal Reserve promove o primeiro aumento da taxa de redesconto em três anos e meio, passando de 5,5% para 6% anuais os juros cobrados nos empréstimos a instituições financeiras, e bancos. Era um movimento contra pressões inflacionárias, mas qualquer aumento nas taxas de juros tornam as ações menos atraentes, em detrimento de títulos do Tesouro e outros ativos de renda fixa. Durante dois dias após o anúncio,

o índice Dow Jones caiu 54 pontos. Dois grandes bancos americanos - o Chemical e o Marme Midland - anunciaram um novo aumento na taxa de empréstimos cobrada dos melhores clientes (a prime-rate), que passou de 9,25% a 9,75%. A expectativa era de que a iniciativa fosse seguida por outros bancos, encarecendo o custo do crédito e criando dificuldades para as empresas endividadas, cortando seus lucros e o valor das ações e dividendos.

As taxas de juros mais altas tornam as ações menos atraentes, porque além de cortar os lucros das empresas, faz com que o mercado de títulos absorva recursos de ações de baixo rendimento.

As taxas de juros vinham subindo há tempos, o que criava uma tensão entre o retorno do capital de renda fixa e o retorno do capital investido em ações. Um índice P/E de 20 vezes e uma taxa de juros de 10% são incompatíveis, ou seja, Bolsas de Valores aquecidas não combinam com taxas de juros altas⁽⁵⁾.

Isso traz a tona a influência da política econômica do governo Reagan no episódio. As taxas de juros subiam para manter o dinheiro do mundo financiado os déficits fiscal e orçamentário e também para breçar uma nova elevação da inflação, cuja taxa anual, à época do crash, rondava os 5%

(5) Feldstein, Martin. Eastern Economic Journal, outubro-dezembro 1988.

anuais, contra os 1,1% de 1986. As taxas de juros nos EUA tem que manter um diferencial de aproximadamente cinco pontos percentuais sobre as taxas de longo prazo alemã e japonesas, sob pena de provocarem uma corrida contra o dólar. No Japão, as taxas de juros tiveram um aumento de 26% até outubro de 1987 e na Alemanha, esse aumento foi de 20%.

Quando os títulos de longo prazo bateram na marca de 10% nos EUA, como aconteceu no dia 14 de outubro, os investidores em ações se viram face a rendimentos comparativamente muito altos nos títulos, o que inevitavelmente levariam à venda em grande escala. Acordaram, e decidiram que a elevação no preço das ações tinha ido longe demais ...

Numa economia mundial aberta, com taxas de câmbio flexíveis e os grandes déficits estruturais inalterados, acompanhados pelo endividamento em outras instâncias e os pagamentos de juros sobre a dívida, a oferta de ativos denominados em dólar pode sobrepujar largamente a demanda, tanto a esperada quanto a real. Para se chegar ao equilíbrio, o dólar tem que cair, gerando expectativas de inflação mais alta (o que por sua vez, pode gerar uma inflação realmente mais alta). Isso pode deprimir ainda mais o dólar, levando a expectativas de ainda mais inflação, e novas quedas do dólar, etc⁶⁾.

⁶⁾ Allen Sinai "The crash of 87 and the economy of 88", em Challenge, janeiro/fevereiro de 1988.

O próprio medo da inflação fez com que os investidores estrangeiros saíssem do mercado de ativos denominados em dólares (como a Bolsa de Nova York), não convencidos da possibilidade da moeda se manter estável e os juros se reduzirem. Na competição das aplicações, o Tesouro, que vendia títulos a juros altos levou a melhor sobre a Bolsa, que oferecia ações e riscos.

- O Déficit Comercial Inesperado

No começo de outubro, com os aumentos nas taxas de juros que remuneravam os títulos do Tesouro e das prime-rates, as cotações começaram a cair. Na verdade, só não despencaram porque as autoridades acenavam com uma substancial queda no déficit comercial do país, injetando a confiança de que os produtos americanos ganhariam novos mercados.

No dia 13 de outubro, o presidente do Federal Reserve, Alan Greenspan garantia que "uma extraordinária mudança estava por acontecer na balança comercial dos EUA", com aumento das exportações e queda nas importações. O mercado financeiro passou a trabalhar com a expectativa de um déficit comercial declinante de cerca de 14 bilhões de dólares para agosto. Dois dias depois, no dia 15/10, o relatório oficial do déficit comercial de agosto apontava a cifra de 15,7 bilhões de

dólares, bem melhor do que os 16,5 bilhões de julho, mas bem pior do que sonhava o mercado. Os investidores esperavam menos, e acharam que isso era um sinal de que as finanças americanas estavam fora de controle, e que o governo não era capaz de intervir corretamente.

O resultado da balança comercial insinuava novas quedas do dólar, o que desvalorizaria ainda mais os capitais externos aplicados nos EUA. Os investidores mundiais, crescentemente desconfiados, já tinham começado a se afastar das aplicações em dólares. A cotação da moeda americana entrou em processo de baixa, pondo em movimento o ciclo vicioso de novas fugas de investimento, ainda mais porque o déficit da balança comercial em nada diminuiu com o dólar mais barato, o que significava que teria que ser desvalorizado ainda mais. A única maneira de induzir os investidores estrangeiros a continuar investindo em ativos denominados numa moeda em queda era oferecer taxas de juros mais altas. Mas com taxas de juros crescentes no exterior e o diferencial em relação às taxas norte-americanas se estreitando, a única maneira de fazê-lo era com aumentos líquidos nas taxas de juros nos EUA, o que explicitou a vulnerabilidade dos mercados.

- A Série de Declarações de Baker

O secretário do Tesouro James Baker declarou na quinta-feira, dia 15/10, e novamente numa entrevista para a TV no domingo, que os EUA não aceitariam passivamente o aumento dos juros na Alemanha. Os investidores tomaram seus comentários como uma declaração de que os EUA não mais honrariam o Acordo do Louvre, pelo qual sete dos maiores países capitalistas industriais manteriam seu câmbio com uma taxa estreita entre eles, e promovesse uma desvalorização unilateral do dólar.

E mais, o New York Times citou "um alto oficial de administração 'anunciando' uma mudança abrupta nas políticas", implicando que os EUA fariam retaliações contra a Alemanha não somente deixando o dólar cair, mas agindo deliberadamente para forçar a queda.

Muitos investidores assumiram que o oficial só poderia ter sido Baker e previram caos no mercado cambial e a quebra do pequeno grau de cooperação financeira conseguido com o Acordo do Louvre.

Baker, na verdade, poderia ter razão em criticar o quarto aumento dos juros na Alemanha em três meses. Para os EUA, seria bom que Alemanha, Japão e outros países desenvolvidos abaixassem suas taxas de juros para por um lado,

evitar a competição com os EUA pelo capital internacional necessário para cobrir os déficits e por outro, para estimular suas economias domésticas de modo que elas importassem mais produtos norte-americanos.

Apesar dos comentários de Baker demonstrarem uma certa arrogância, por não ser possível à economia americana desvalorizar o dólar e esperar que os capitais internacionais continuem fluindo em direção dos EUA (perda de autonomia da política econômica), o que ele provavelmente quis dizer é que os EUA não permitiriam que a Alemanha os forçasse a aumentar sua própria taxa de juros. Mas o mal-entendido foi suficiente para jogar mais lenha numa fogueira que a essa altura mais parecia um incêndio.

- As Novas Leis de Impostos

O Comitê House Ways & Means propôs uma nova legislação de impostos, no dia 13 de outubro de 1987, que se levada a efeito, reduziria significativamente o valor de empresas no contexto de fusões e aquisições. Isso se daria pela eliminação da dedutibilidade nos impostos de certas despesas de juros incorridos em aquisições.

A proposta minou a viabilidade dos métodos de takeover e de desmembramento de empresas para valorizar suas ações. Conseqüentemente, os investidores se dedicaram a técnicas de valorização mais tradicionais, principalmente os retornos de fluxo de caixa descontados.

Os rumores sobre a legislação circularam em Wall Street por várias semanas e seu anúncio real teve um efeito crítico sobre os investidores, especialmente os risk arbitragers, que se especializam em comprar ações de empresas candidatas a um takeover. Quando os risk arbitragers se deram conta da seriedade da iniciativa, começaram a liquidar suas posições, levando a um colapso das ações das empresas em vias de takeover. Essas ações, que haviam liderado a explosão de alta do mercado, agora, na semana entre 14 de outubro e 20 de outubro, contribuiriam para impulsioná-lo na direção contrária ...

GRÁFICO 3.1

JAPANESE YEN PER U.S. DOLLAR
Performance from Dec 31, 1986 to Dec 15, 1987

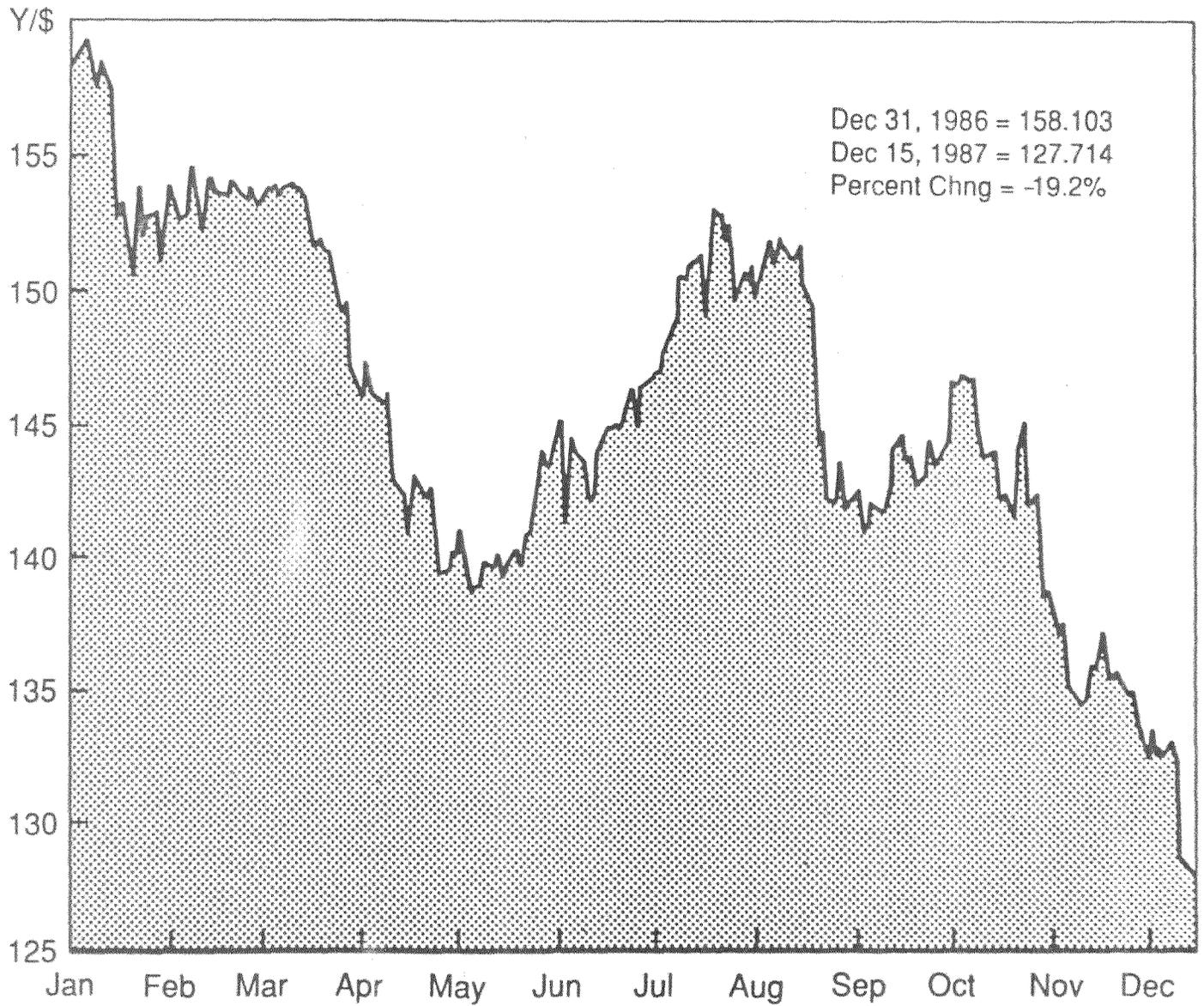


GRÁFICO 3.2

DM/\$ EXCHANGE RATE - 1987

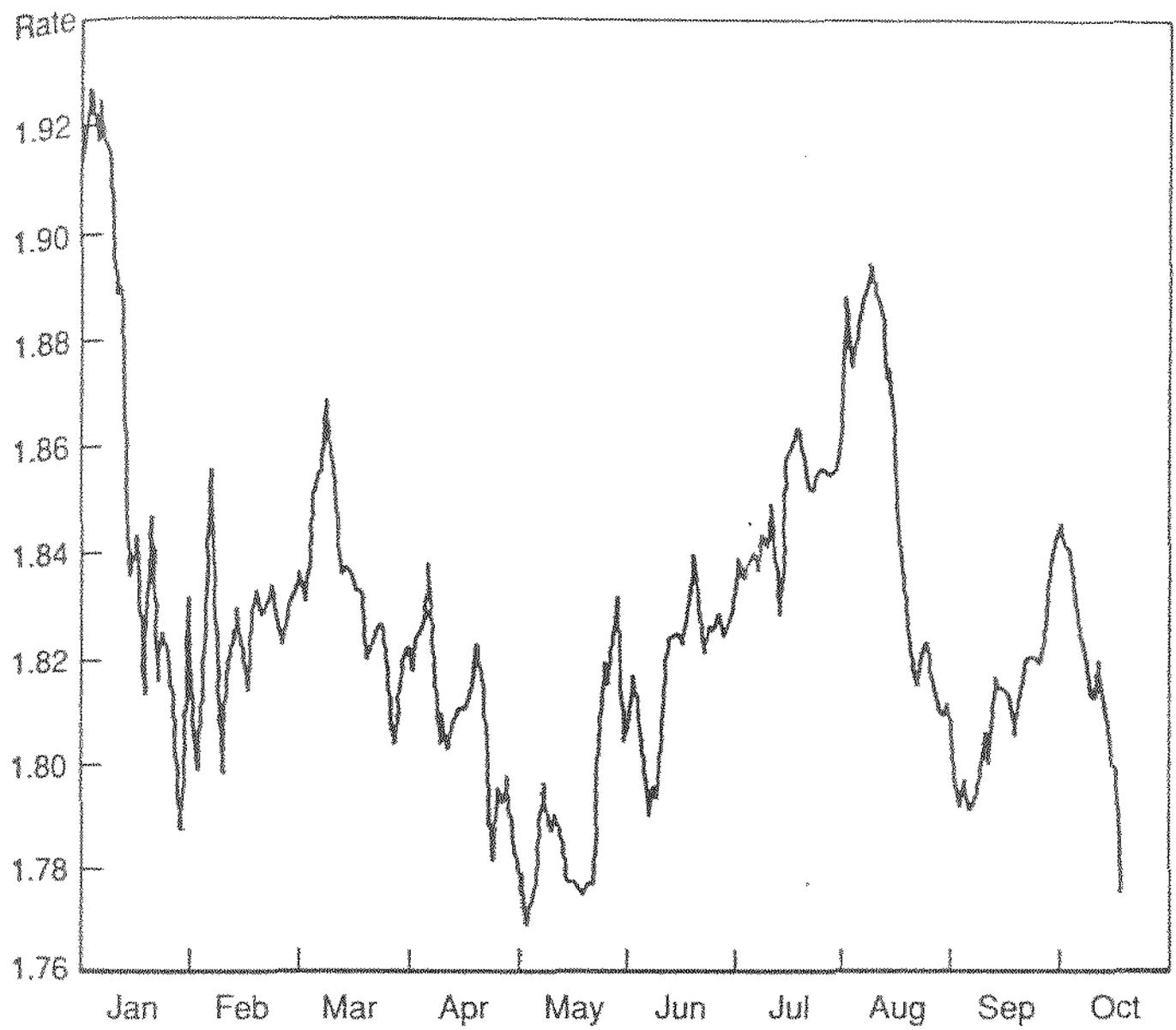
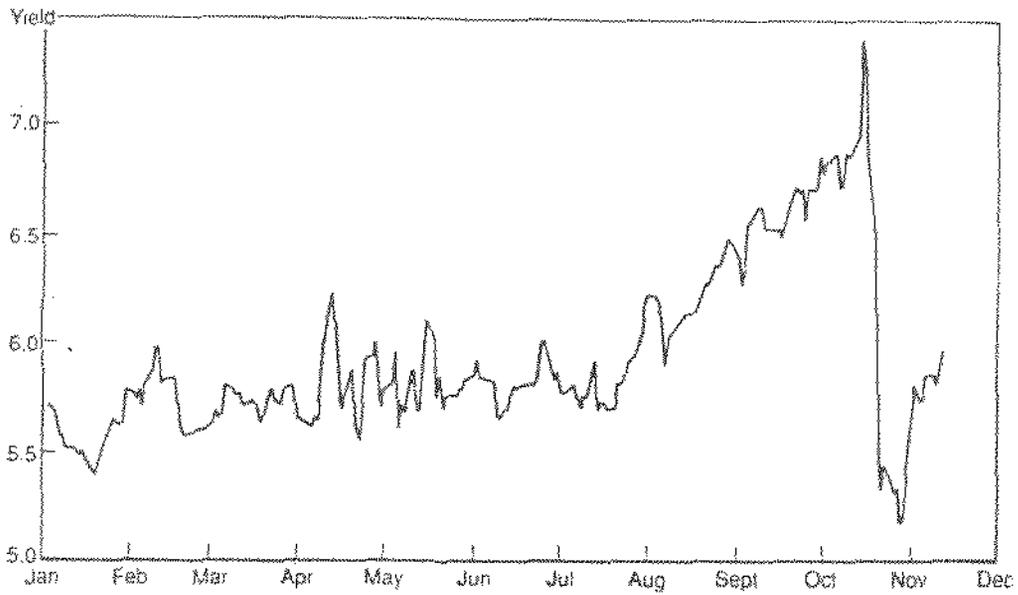
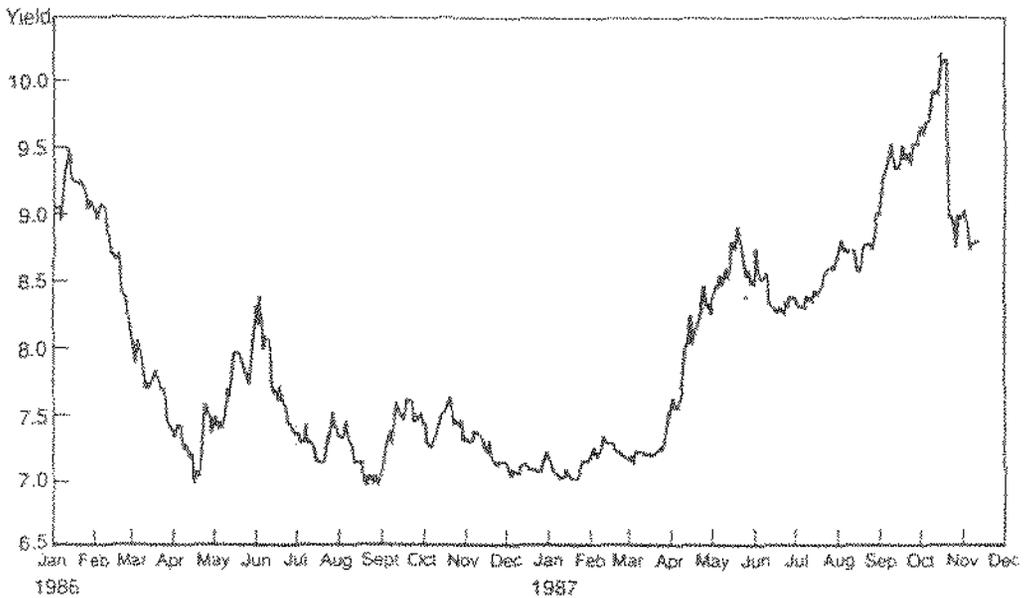


GRÁFICO 3.3

3 - MONTH U.S. TREASURY BILL
January 2, 1987 to November 12, 1987



10 - YEAR U.S. TREASURY YIELD
January 2, 1986 to November 12, 1987



CAPÍTULO 4

O CRASH E A INTERVENÇÃO DO FEDERAL RESERVE

Pânico, suicídios, fortunas se pulverizando em questão de horas; corretores incrédulos e investidores desesperados; as demais Bolsas de Valores do mundo imitavam quase imediatamente os espasmos da Bolsa de Nova York ...

A breve descrição acima pode levar os mais afoitos a pensar que se trata de uma descrição do colapso de 1929. Mas não: poucos se lembram, mas a 19 de outubro de 1987, outro crash atingia a Bolsa de Valores de Nova York. Nenhum investidor ou corretor aflito se atirou das janelas do número 14 de Wall Street, mas a queda em único dia de 22,62% do índice Dow Jones, fez os 12,8% do dia 29 de outubro de 1929 parecerem pequenos.

Certamente, comparações podem ser feitas, mas há que se ressaltar as diferenças, principalmente na medida em que o crash de 1987 não detonou uma depressão monumental como a dos anos 30.

A Bolsa de Valores abriu o pregão do dia 19/10 às 9 horas sob o signo do desespero. O índice Dow Jones despencou de 2.246 para 1.738 pontos (22,6% num único dia). O índice jamais havia caído tanto, nem na quinta-feira negra do crash de 1929.

O que começou como uma "correção" no dia 14 de Outubro, culminou num desastre, eliminando todo o ganho anual de 43%. No fim dos negócios no dia 19, o índice Dow Jones havia perdido metade do que havia ganho desde o limite inferior em Agosto de 1982 (Tabela 4.1 e Figura 4.2).

TABELA 4.1

Dez/86	1.895	25/ago/1987	2.722	19/10	1.738	
Jan/87	2.158	/ago/	2.662	20/10	1.840	
Fev	2.223	/set/	2.596	21/10	2.027	A Reação
Mar	2.304	16/10	2.246	23/10	1.950,76	
Abr	2.286	19/10	1.738	26/10	1.793,93	
Mai	2.291			27/10	1.846,49	
Jun	2.418	O Boom e o Crash		28/10	1.946,82	
Jul	2.572			29/10	1.938,33	
				30/10	1.993,53	

O pânico se espalhou quase imediatamente para Londres (queda de 10,8%), Frankfurt (7%), Paris (9,7%) e Tokyo (16,9%) (Figura 4.3). O índice Nikkei apresentou na terça-feira a sua pior performance desde o pós-guerra. Os mercados de Hong Kong e da Nova Zelândia foram fechados; Johannesburg resistiu à queda por um dia enquanto suas cotas de ouro lhe eram favoráveis, para no dia seguinte cair 12%. Em contraste com 1929, informação fluía quase instantaneamente entre negociadores e mercados, o que torna os movimentos mais rápidos e com frequência, mais extremados. Mercado global, euforia global, pânico global ...

Num único dia, 600 milhões de ações foram negociadas no pregão da Bolsa de Nova York, com uma perda de 1 trilhão de dólares para os investidores que resolveram pular fora de suas posições.

O que impediu a reação em cadeia de se desenvolver num colapso completo foi a pronta intervenção do Federal Reserve, que injetou muitos bilhões de dólares no sistema, o que impedia que a crise saísse totalmente fora de controle.

FIGURA 4.2

DOW JONES INDUSTRIAL ONE MINUTE CHART
Monday, October 19, 1987

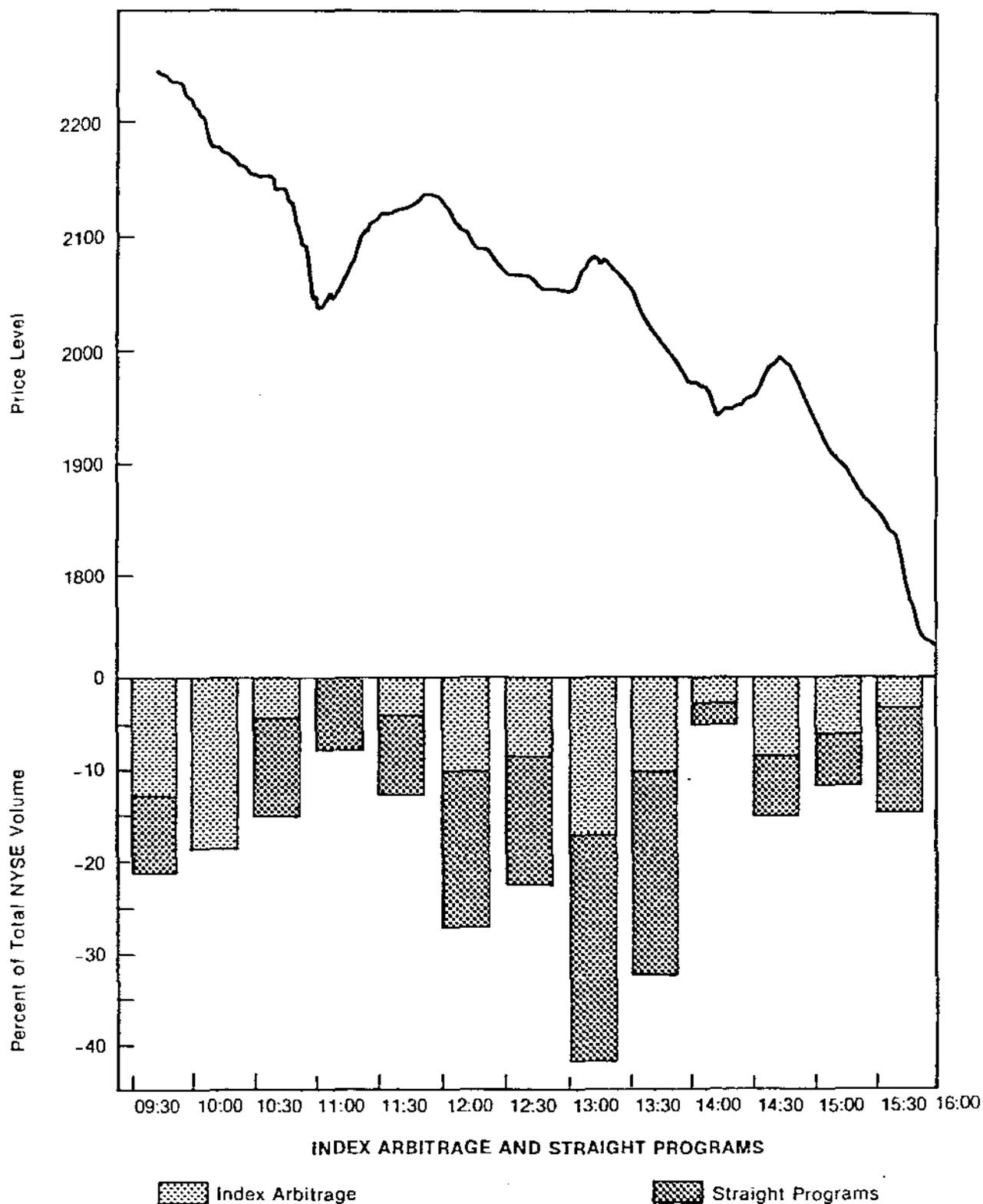
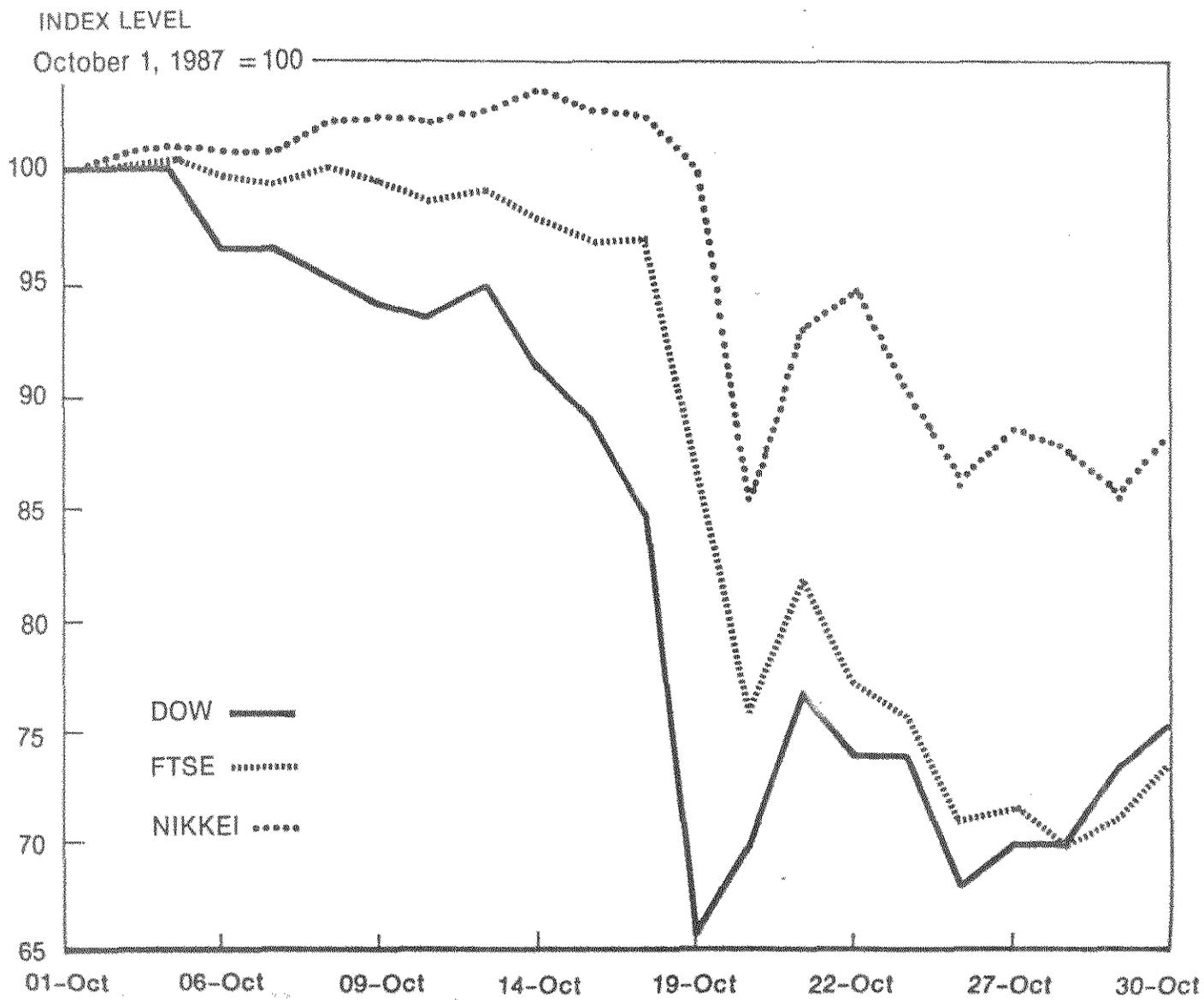


FIGURA 4.3

DOW JONES, FTSE, AND NIKKEI
October 1, 1987 - October 30, 1987



Alan Greenspan declarou imediatamente que "a Reserva Federal, em consonância com as suas responsabilidades como Banco Central da nação, afirmam hoje a sua disposição de servir como fonte de liquidez em apoio ao sistema econômico e financeiro".

Graças à ação rápida e alerta das autoridades monetárias, foi possível evitar o efeito dominó de falência de instituições financeiras e de investidores incapazes de financiar suas posições e cobrir suas chamadas de margem, que não eram mais realizadas somente ao fim do pregão, mas várias vezes ao dia.

Nenhuma instituição financeira de maior parte foi atingida; somente pequenas corretoras cujos clientes não puderam cobrir suas chamadas de margem. Provendo liquidez ao sistema bancário, foi possível refinanceiar as posições de certos investidores, e impedir a queda livre no preço dos papéis.

Isso pôde ser feito, no que o crash de 1987 difere do de 1929, graças à mecanismos regulatórios que hoje existem e não existiam então; instrumentos monetários para prevenir pânico no crédito, tais como depósito-seguro para evitar uma corrida aos bancos, legislação sobre o mercado financeiro para evitar a especulação desenfreada e o mais importante, como já dito, as políticas de socorro como a injeção de liquidez no

sistema e indução à baixa dos juros para evitar a reação normal de investidores e consumidores, de reduzirem o investimento e o consumo ante a perda do valor real de suas ações (redução de US\$ 1 trilhão da riqueza privada).

O Federal Reserve injetou liquidez no sistema e os títulos do Tesouro de três meses estavam pagando rendimentos 0,75% menores. O mercado de títulos de longo prazo que no dia 19 pagava rendimentos de até 10,4% reagiu e com o Federal Reserve recomprando títulos, os rendimentos dos títulos de 30 anos caíram para 9,4% no dia seguinte. Os bancos anularam os aumentos do prime-rate e as taxas voltaram a 9,25%.

A outra face da atitude do governo é a perda do raio de manobra da política monetária dos EUA, frente a injeções de liquidez massivas feitas para sanear o sistema financeiro em crises eventuais. Em 1987, houve uma reversão da política monetária; a expansão monetária estava se desacelerando agudamente por todo o ano até o crash demandar essa imprescindível reviravolta.

Outro movimento observado com o crash, foi o das empresas com ações negociadas na Bolsa de Nova York sendo instadas a recomprar seus próprios papéis, freando o movimento de vendas e, adicionalmente, demonstrando que confiavam em suas expectativas de lucratividade. Mais de 100 corporações começaram a comprar suas próprias ações, entre elas a IBM, a

Ford, a Du Pont, a McDonnell Douglas, entre outras grandes. Além de aumentar os preços das ações demonstrando confiança em seu potencial de lucratividade, cortar o volume de ações em circulação e reduzir o volume do dinheiro pago como dividendos, as empresas, notadamente as menores, esperavam que essas compras as deixassem menos vulneráveis a take overs.

No meio da semana seguinte ao crash, o mercado de valores assistiu a um revigoramento, que normalmente acontece depois do clímax das vendas. Muitos investidores que estavam pensando em vender suas posições foram varridos e compradores começavam a procurar por novas ações baratas. A retomada foi particularmente apoiada pelas cerca de 200 empresas que recompravam suas ações a preços de barganha.

Muitas aquisições e fusões foram canceladas porque as ofertas agora pareciam irrealistas depois do declínio geral dos preços dos estoques.

Uma semana depois, o índice Dow Jones fechou em 1950 pontos, 296 abaixo do índice pré-crash. No dia 30/10 o índice foi de 1993,53, ainda 729 pontos ou 27% abaixo do pico de 2.722 em agosto.

O dólar subiu 3% na semana seguinte ao crash, o que é irônico, já que a previsão de uma queda do dólar foi um dos medos centrais que detonaram o crash, porque uma moeda mais

fraca poderia alimentar a inflação, além de suscitar maiores aumentos das taxas de juros para sustentá-lo e indicar que a coordenação internacional planejada no Acordo do Louvre falhava em alcançar seus objetivos de equilibrar os mercados de câmbio.

CAPÍTULO 5

AS CAUSAS ESTRUTURAIS: O SOBRENDIVIDAMENTO E OS DÉFICITS GÊMEOS

Como já foi dito anteriormente nesse trabalho, é uma tarefa fora de nosso alcance precisar um evento que se qualifique como causa evidente e imediata para o crash de 19 de outubro de 1987. Quando a queda das taxas de juros em 1985-86 deu lugar a aumentos agudos após o encontro do G-7 em setembro de 1987, isso por certo contribuiu significativamente para o declínio inicial do mercado⁴⁴, mas o timing e a intensidade do colapso que se seguiram ultrapassaram em muito o alcance desse acontecimento, e a queda no preço das ações foi amplificada e acelerada por fatores técnicos tais como os programas computadorizados e a habilidade dos market-makers.

A meu ver, os fatores apontados acima podem ter sido gatilhos conjunturais (ou amplificadores) para o crash, mas deve-se ter em vista que a instabilidade financeira da economia norte-americana e sua compreensão vai além de um acontecimento particular como a quebra de 1987.

⁴⁴ Os preços das ações refletem expectativas de lucro e se relacionam positivamente a outros indicadores como novos investimentos, as taxas de faturamento, as margens das corporações e os fluxos de caixa. Por outro lado, se relacionam negativamente às taxas de juros, que normalmente se elevam em estágios avançados dos ciclos de expansão.

O período mais longo de expansão econômica sustentada na economia americana em períodos de paz, entre 1982 e 1987⁽⁸⁾, após a mais profunda recessão do pós-guerra, foi alcançada com uma explosão do endividamento, tanto público quanto privado. De 1982 a 1987, o PNB cresceu a uma taxa de 7,2%, ao passo que o endividamento cresceu à taxa muito maior de 13,3%⁽⁹⁾.

Não há nenhuma ligação causal direta entre a expansão do endividamento e a taxa de crescimento do PNB, mas há muitos canais através dos quais a dívida crescente alimenta o consumo de bens e serviços, e ao fazê-lo, sustenta o crescimento do PNB. Similarmente, uma redução ou cessação de expansão do endividamento teria um efeito adverso no PNB. A situação que prevaleceu na recuperação de 1982-1987 não foi um clima de longo prazo favorável ao investimento, mas uma explosão do endividamento, que aconteceu em todas as suas categorias principais: a dívida governamental, a dívida familiar (incluindo hipotecas), dívida de negócios não-financeiros e a dívida de negócios financeiros.

A suposição de que o endividamento cresceria indefinidamente se tornou comum em todas as esferas da economia: o governo, a indústria, o consumo pessoal e a esfera financeira. O endividamento não é necessariamente perigoso, com

⁽⁸⁾ Isso representa um período de expansão extraordinariamente longo para a média histórica dos ciclos econômicos norte-americanos.

⁽⁹⁾ Anniversary of the crash. Monthly Review, número 6, volume 40. Novembro/1988.

certeza. Na verdade, torna-se necessário e útil quando as forças subjacentes à acumulação de capital são fortes e bem fundadas. O endividamento se torna então parte do processo que produz um crescimento substancial no produto e na renda e portanto, provendo os meios para seu próprio pagamento. Mas, numa economia fraca, apresentando grande capacidade ociosa e sem novos canais de investimento, o estímulo fornecido pelo endividamento logo se desgasta. Nessa situação, a economia tende a ficar viciada no endividamento: mais e mais é necessário somente para mantê-la funcionando.

Na economia norte-americana, o ritmo de acumulação do endividamento se acelerou desde o começo dos anos 70 e especialmente nos 80, chegando a um ponto em que excedia em muito a expansão da economia real subjacente. Numa economia tão dependente do endividamento, problemas financeiros tendem a aparecer. Crises financeiras ocorreram na economia americana nesse período, em que instituições, tanto tomadoras quanto fornecedoras de empréstimos quase faliram. Penn Central (1970); Lockheed (1971), Franklin National Bank (1974), Chrysler (1979), First Pennsylvania Bank (1980), Penn Square Bank (1982) e o tão falado Continental Illinois (1984) são exemplos disso⁴⁾.

A demanda de consumo, que normalmente representa 2/3 do PNB, foi mantida extraordinariamente alta e contribuiu

⁴⁾ Monthly Review, March 1988.

grandemente na expansão dos anos 80, o que é ainda mais notável por se tratar de um período de salários reais declinantes. As explicações para isso são um aumento do consumo de luxo, que se beneficiou das políticas da era Reagan; a multiplicação das famílias que recebem vários salários (as multiple wage-earner families), mas sobretudo, uma taxa de endividamento familiar que cresceu a taxas muito maiores do que a renda familiar. Houve aumento massivo no total do gasto com consumo, sustentado por esses fatores: os cortes nos impostos pessoais, aumentos enormes do crédito ao consumidor (o volume de crédito em prestações nos EUA dobrou entre 1979 e 1986), além de uma compressão na poupança pessoal, que à época se encontrava numa baixa histórica de somente 2,9% da renda pessoal disponível⁽⁵⁾.

Com respeito ao endividamento dos negócios não-financeiros, o aumento em quantidade foi acompanhado pela deterioração da qualidade dessas dívidas. Há muitas razões para isso, mas a mais proeminente foi a onda selvagem de fusões e aquisições (incluindo os leveraged buyouts) que varreram a economia norte-americana no período Reagan⁽⁶⁾. Em muitas dessas transações, os arranjos financeiros envolveram uma substituição do endividamento, que geralmente consistia das assim chamadas junk bonds por ações nos balanços das empresas sobreviventes.

⁽⁵⁾ "Spend, Spend, Spend". Marxism Today, dezembro 1987.

⁽⁶⁾ Ver capítulo 2 para mais detalhes sobre o processo de fusões e aquisições nos anos 80.

Os excessos não se limitaram ao campo das fusões. Eles são parte de uma especulação generalizada em moedas, securities, commodities, etc. Eles são parte de uma nova onda de risco excessivo por parte das instituições financeiras procurando performance ao custo de segurança, que resulta de uma desregulamentação muito ampla e rápida nesses mercados.

Ao fim de 1985, as empresas americanas deviam um total de 1,56 trilhões de dólares, a cifra mais alta da história. Depois do ajuste para a inflação, o endividamento cresceu a 8,69% ao ano entre 1984 e 1985, comparados aos 2,7% entre 1975 a 1983. O endividamento corporativo excedia o patrimônio líquido total em 12%. Os empréstimos totalizavam 81% das fontes de fundos das corporações, comparado a 56% em 1975. Como resultado, o endividamento das empresas substituiu o financiamento por ações, com os valores como porcentagem dos fundos externos declinando dos 35% durante o ano de 1975 a 14% em 1986. Desde 1982, o custo do serviço da dívida absorvia 50% do fluxo de caixa total das empresas, enquanto durante a recuperação de 1976-79 esse custo representava uma média de 16% do fluxo de caixa⁽⁷⁾.

O crescimento na demanda é só um lado da moeda. Do outro lado, houve uma explosão na oferta de instrumentos financeiros conforme a competição se aqueceu entre os bancos comerciais, bancos de investimento, companhias financeiras e

⁽⁷⁾ Rohatyn, Felix. *The Changing American Economy*.

sistemas financeiros de diferentes nações. E isso não era tudo. Firmas não-financeiras, face à estagnação em suas esferas de atividade tradicionais, também se envolveram nesse processo. Empresas industriais usaram suas reservas para comprar bancos, financiar companhias, negócios imobiliários, firmas de seguros e operações no mercado de ações. A competição tendia a reduzir as margens de lucro nas operações monetárias convencionais e como resultado, operações agressivas na esfera financeira inundaram os mercados e estimularam a especulação, começando nos anos 70 e atingindo alturas com a desregulamentação desenfreada no mercado financeiro.

Ainda com respeito ao endividamento financeiro, um bom exemplo é a falência das associações de poupança e empréstimos (as saving and loan), que exauriram o fundo de garantia de depósitos (o FSLIC), que foi concebido para proteger seus depósitos, e assim se tornaram tuteladas pelo Tesouro americano.

As coisas não eram nem um pouco melhores com os bancos comerciais, que apresentavam uma situação não vista desde a Grande Depressão, e alguns deles recebiam operações de socorro, pois sua falência, assim como a ameaça da falência do Continental Illinois anos antes, poderia iniciar um colapso financeiro geral.

Durante períodos de prosperidade, o endividamento das empresas e consumidores se elevam em relação à renda, mas assim também o fazem o patrimônio e os lucros. Quando o crescimento se enfraquece e os lucros declinam, ou se incorre em perdas de mercado, ou a dependência do crédito externo às unidades se eleva. Mas é precisamente nesses períodos que os bancos sofrem perdas reais e potenciais nos seus empréstimos concedidos e apertam a concepção de crédito.

Alguns de seus clientes, particularmente os menores, terão que se retrair. Alguns, incapazes de levantar fundos suficientes para se refinar suas dívidas, levarão consigo alguns bancos, caso o Banco Central não venha em seu socorro.

Na verdade, todas as crises financeiras prévias foram marcadas por corridas aos bancos e falências, algumas vezes culminando na suspensão da convertibilidade dos depósitos em dinheiro (1873, 1884, 1890, 1893, 1907). O Federal Reserve não foi capaz de prevenir severas crises bancárias em 1930, 1931 e 1933. Posteriormente, o seguro federal dos depósitos (Federal Insurance of deposits, com efeito desde 1934) preveniu corridas massivas aos bancos nos anos posteriores. Ainda assim, vários apertos de crédito mais suaves, porém problemáticos, continuaram a ocorrer, com grande difusão de dificuldades financeiras e algumas falências de grandes empresas e bancos. Em cada um desses episódios recentes, a crise financeira se seguiu ao pico de expansão do ciclo econômico e foram

resolvidas por operações em que o Federal Reserve agiu como prestador de última instância.

Uma série de eventos erodiu o clima de confiança nas instituições financeiras. Entre elas estiveram o colapso financeiro de várias firmas que negociavam securities do governo, que levaram à crise no Ohio and Maryland Savings Bank System, o colapso financeiro do Penn Square Bank que quase levou à nacionalização do Continental Illinois, e os sustos repetidos de crédito dos prestadores do Terceiro Mundo. Cada um desses fatores fez tremer a confiança de que o sistema financeiro necessita.

Além das três categorias de endividamento privado, o endividamento público foi essencial para impulsionar a recuperação econômica da Reaganomics e pode ser considerado seu fator principal. Os enormes déficits gêmeos, relacionados ao orçamento fiscal e ao comércio internacional dos EUA, de que já falamos no capítulo 2, são a meu ver, o elemento principal dessa explosão do endividamento que sustentou a expansão da economia norte-americana entre 1982 e 1987.

Conforme o déficit orçamentário crescia, alimentado pelos cortes impositivos e a escalada do gasto militar, a poupança do setor privado disponível para financiá-lo, depois de satisfeitas as necessidades de financiamento das empresas americanas simplesmente era insuficiente. Abriu-se um gap de

poupança entre a poupança do setor privado e a demanda por essa poupança da parte dos déficits do setor público. Esse gap foi preenchido por injeções massivas de poupança externa. A forma financeira que esses influxos tomaram foi a aquisição por instituições financeiras japonesas e européias de títulos do Tesouro americano⁽⁸⁾. Isso significa que os EUA gastavam a poupança do resto do mundo e, ao mesmo tempo, também atuavam no sentido de manter o nível da demanda efetiva mundial.

Outra maneira de compreender esse gap é via déficits comerciais norte-americanos, a contrapartida dos enormes superávits comerciais da Alemanha e do Japão que fluíam para o mercado norte-americano.

Era inevitável que, frente a esse endividamento gigantesco do governo americano, investidores estrangeiros mais cedo ou mais tarde atingiriam seus limites em termos do desejo de continuar absorvendo títulos do Tesouro norte-americano.

Quando se acordou para as tentativas de estabilizar o dólar, a desconfiança dos mercados internacionais nas políticas norte-americanas e preocupações quanto a possíveis conseqüências recessivas de uma coordenação internacional frustrada, as pressões tinham que encontrar uma válvula de

⁽⁸⁾ Rohatyn, Felix. The New York Review of books, 3/dez/1987. Em 1986, mais da metade do déficit orçamentário de aproximadamente Cr\$ 100 trilhões foi financiado por compras estrangeiras de títulos do Tesouro americano, principalmente pelos japoneses.

escape e passaram dos mercados de câmbio para outro mercado financeiro, o mercado de ações.

O mecanismo para esse movimento foi uma contínua elevação (que se originou na Alemanha Ocidental) das taxas de juros internacionais que aconteceu durante os meses que precederam outubro (Gráficos 5.1 e 5.2). O aumento nessas taxas fez a taxa de retorno em ações (o ganho de dividendos dividido pelo preço das ações) parecer decididamente baixa, o que era ainda agravado pelos preços das ações já estarem inflados, depois de cinco anos de um mercado que cresceu explosivamente. Isso levou os investidores a começar a descarregar suas ações, potencializados pelo program trading e a inabilidade dos market-makers.

O que o aumento das taxas de juros na Alemanha também indicava era a recusa das autoridades monetárias alemãs em tomar medidas expansionistas, que era uma condição necessária para uma saída sem acidentes dos déficits orçamentário e comercial norte-americano. O que as declarações do secretário Baker significavam para os mercados financeiros era que a coordenação econômica internacional falhava em operar esse processo sem traumas, aumentando as chances de uma quebra que reduziria a lucratividade e traria dificuldades financeiras às firmas em que os investidores colocaram seu dinheiro. O resto é história ...

GRÁFICO 5.1

U.S. VERSUS JAPAN 10-YEAR BOND YIELDS

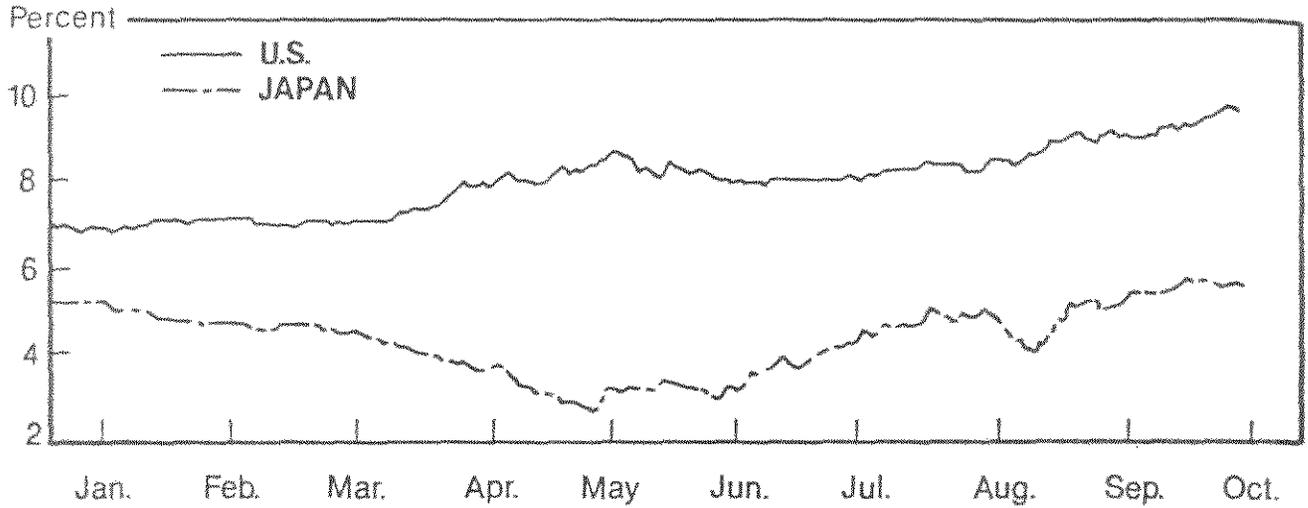
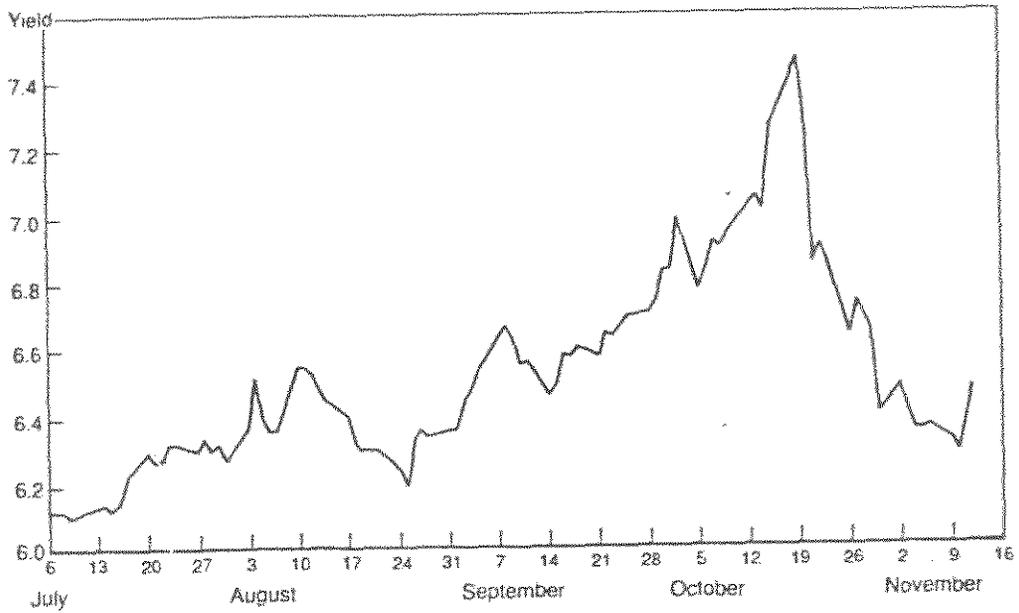


GRÁFICO 5.2

GERMANY 10-YEAR BOND YIELDS
July 6, 1987 to November 12, 1987

CAPÍTULO 6
PORQUE A QUEDA FOI TÃO RÁPIDA? -
OS MECANISMOS DE MERCADO

- **A Informatização dos Mercados de Valores: Program
Trading e Portfolio Insurance**

A quase completa informatização dos mercados de valores foi um dos fatores que potencializou e influenciou na velocidade de queda do mercado, sendo que muitos observadores apontam como o fator explicativo do crash⁽¹⁾.

Começou, na semana anterior à grande queda do dia 19, uma reação em cadeia. Os seus instrumentos foram os programas de computadores que hoje administram a maior parte das grandes carteiras de ações em todo o mundo. Volumosas, tais carteiras sofreriam prejuízos, caso houvesse atraso na execução das ordens de venda num mercado que, graças à informática, consome apenas segundos para divulgar no painel o preço de cada papel. Sanou-se o problema instruindo-se os computadores a se livrar automaticamente das ações quando seus valores atingissem um nível previamente gravado em sua memória. Assim, quando a Bolsa começou a cair fortemente, os stop-loss points foram acionados automaticamente e despejaram pesados lotes de papéis no

⁽¹⁾ Principalmente a força-tarefa que preparou o Report on market mechanisms.

mercado. O analista Ike Kerridge, da firma texana Houston Alfield ironiza: "Se houvesse algum paralelo entre o colapso de Wall Street em 1929 e em 1987, os computadores é que deveriam estar pulando das janelas, não os investidores".

As ordens de compra e venda de papéis não implicam mais consultas das corretoras a seus clientes. A figura-chave quando um investidor procura uma corretora não é mais o próprio corretor, que administra a carteira do investidor segundo sua intuição, mas uma variedade de programas de computador, nos quais é possível inserir o risco desejado, com tetos mínimos e máximos para compra e venda de suas ações. Os computadores, acoplados em sistema on line com o sistema de computadores da Bolsa, que lhes fornecem cotações minuto a minuto, dispara ordens de compra e venda aos corretores no interior do pregão.

O problema se torna mais complexo quando o uso de computadores é feito em certos tipos de negociações em Wall Street como Program Trading e o Seguro de Portfólio (Portfolio Insurance), uma variação.

Program Trading nasceu com o advento dos índices de valores futuros (stock-index futures). Eles permitem aos investidores apostarem na direção que o mercado como um todo se dirige. A idéia é aproveitar diferenças momentâneas entre o preço de um contrato de futuro e o preço das próprias ações subjacentes. A estratégia mais comum implica que os

investidores compram contratos futuros quando estes estão mais baratos do que as ações subjacentes ou vender contratos futuros quando estão comparativamente mais caros. Os computadores rapidamente calculam o custo de tomar dinheiro emprestado para comprar os futuros, os dividendos de que ele se priva por trocar ações que pagam dividendos por futuros, que não pagam, e calcula os ganhos de transação. Quando a diferença é grande o suficiente, um investidor pode congelar os lucros sem riscos comprando no mercado de futuros e vendendo as ações subjacentes. Essa prática é chamada arbitragem de índice (index arbitrage) e o investidor para realizar seu lucro, simplesmente reverte a transação, ou seja, vendem as ações para liquidar seus contratos de futuros. Não há risco desde que isso seja feito no momento exato em que o contrato de futuros se iguala às ações subjacentes. A arbitragem de índice só pode ser executada quando o spread entre o preço de uma ação do índice e seu preço no mercado futuro é maior ou menor do que o valor real. Ao valor real, a diferença entre uma taxa de retorno livre de riscos (como por exemplo, a de um título do governo) e o ganho de dividendos são iguais ao spread. Em outras palavras, em um mercado equilibrado, um investidor seria indiferente a possuir títulos do governo ou executar a arbitragem de índice. Em essência, os arbitradores se aproveitam dos spreads que periodicamente se abrem entre ações, opções e futuros, comprando na baixa e vendendo na alta dos mercados (Gráficos 6.1 e 6.2).

GRÁFICO 6.1

S & P INDEX AND FUTURES CONTRACT SPREAD
Monday, October 19, 1987

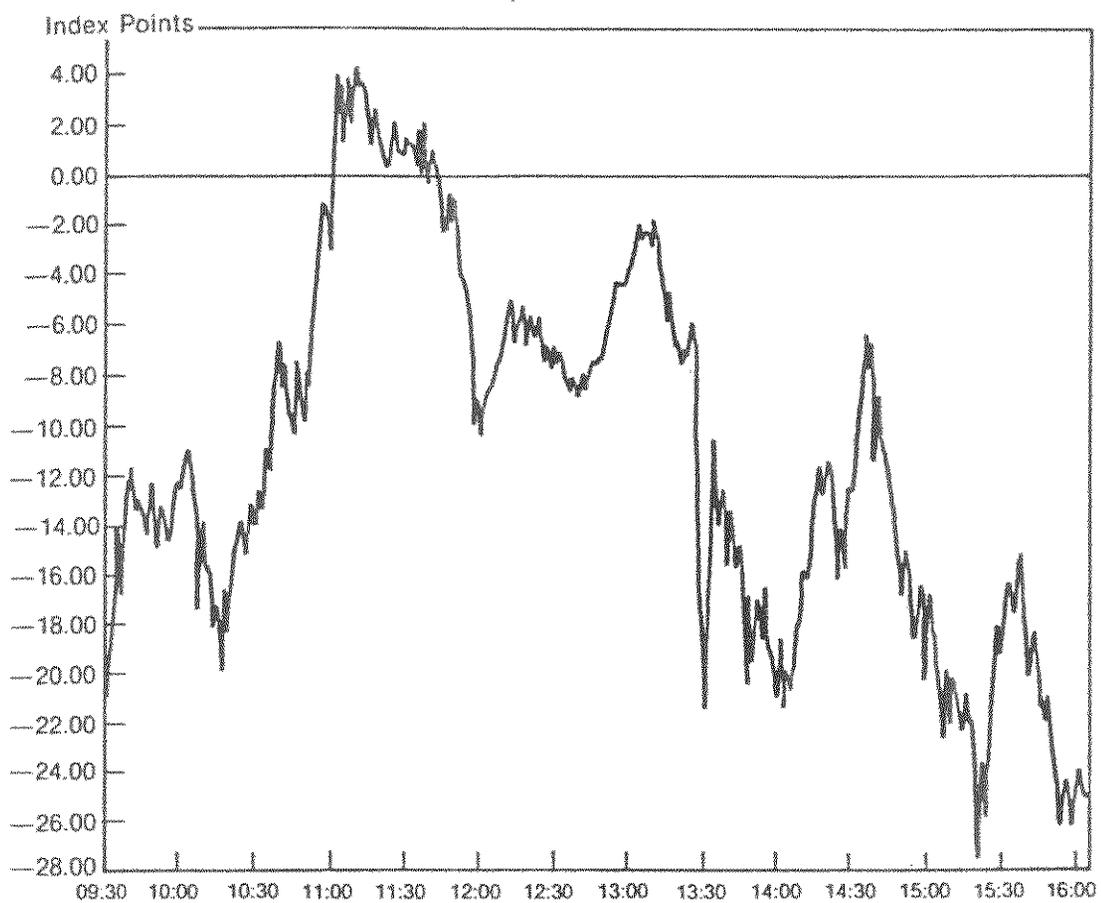
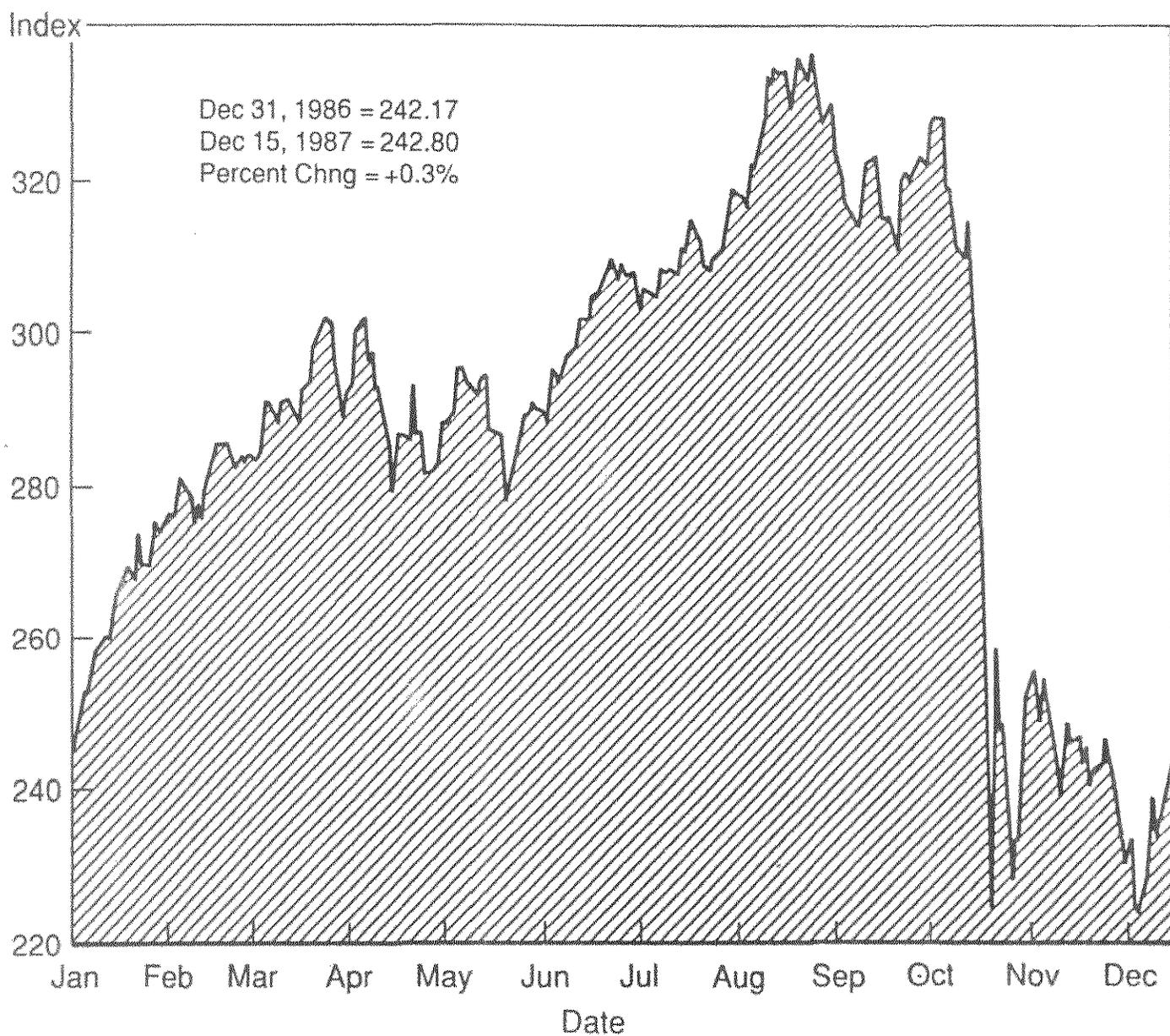


GRÁFICO 6.2

U.S. S&P 500 INDEX
Performance from Dec 31, 1986 to Dec 15, 1987



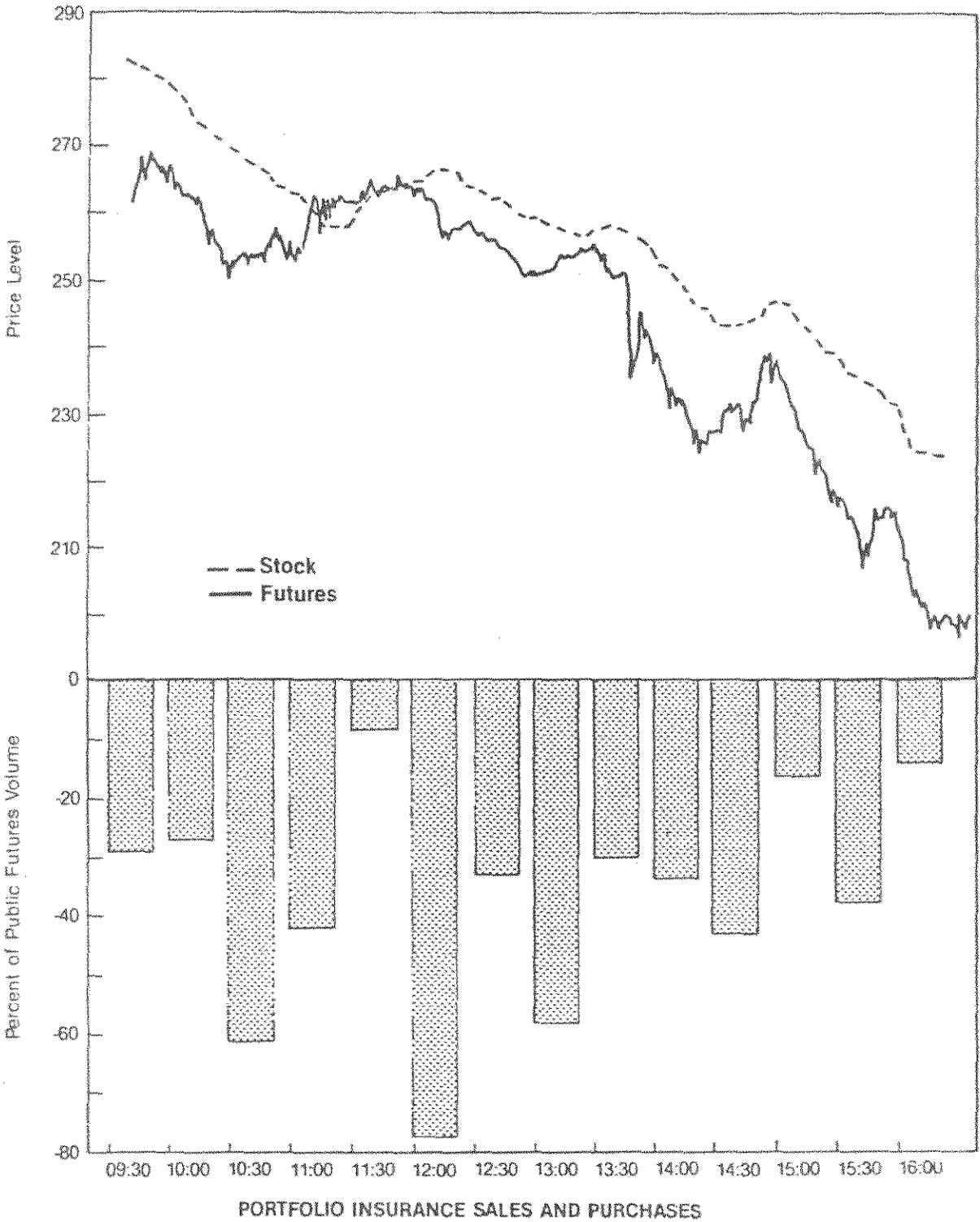
Durante o dia 19 de outubro de 1987, o índice de contratos futuros Standard & Poor, que normalmente se encontra um ou dois pontos acima ou abaixo das transações à vista, estava oferecendo descontos de até 23% sobre o preço das ações subjacentes, o que estimulava gerentes de fundos a comprar os contratos e lançar no mercado as ações que compõem o índice (Gráfico 6.3).

Uma variação do Program Trading é o seguro de Portfólio, que é uma estratégia defensiva criada para proteger carteiras de ações contra quedas abruptas nos preços. Ao invés de vender ações conforme seus preços caem, se vendem futuros indexados por ações (stock-index futures). Se o declínio persiste, os futuros podem ser recomprados a um nível mais baixo, ganhando um rendimento substancial que compensa parte da perda verificada nas ações.

A estratégia determinava que os futuros fossem vendidos assim que as ações do portfólio caíssem a um nível pré-determinado. Esse nível seria computado através de uma razão para os preços das ações a cada nível de preços do mercado de valores. Mas ao invés de comprar e vender ações conforme os movimentos do mercado, os portfólios insurers ajustam essa razão negociando futuros. Na verdade, vários deles só foram autorizados a negociar futuros e não têm acesso à carteira de ações de seus clientes. Imaginava-se que compradores apareceriam, apesar de que eles, por sua vez,

GRÁFICO 6.3

S & P INDEX AND FUTURES CONTRACT
Monday, October 19, 1987



quisessem se resguardar vendendo ações para cobrir suas posições no mercado futuro. Isso teria forçado os preços para baixo e detonado novas vendas de futuros, num processo auto-alimentador. Isso aconteceu em menor escala em setembro de 1986 quando o índice Dow Jones caiu 115 pontos em dois dias. Os investidores que compram os futuros guardam suas posições fazendo vendas de ações por computador, afundando ainda mais o mercado. Os computadores não foram responsáveis pelo crash, mas certamente ajudaram a acelerá-lo.

Em 1982, antes da introdução dos novos computadores, a Bolsa de Valores de Nova York negociava uma média de 65 milhões de ações por dia. Em 1987, nos primeiros nove meses, a média diária foi de 180 milhões de ações.

TABELA 6.4

GROWTH OF STOCK INDEX FUTURES CONTRACTS

	Total contracts traded on 11 largest exchanges ⁽¹⁾ (millions)	S&P 500 futures contracts traded (millions)
1982	4,9	2,94
1983	12,8	8,10
1984	18,4	12,36
1985	22,2	15,06
1986	26,5	19,51
1987	n/a	20,55 ⁽²⁾

(1) Includes NYSE Composite, S&P 500, Value Line and MMI.

(2) Annualized, based on data through October 31.

SOURCE: Futures Industry Association, Chicago Mercantile Exchange.

TABELA 6.5

GROWTH OF INDEX OPTIONS CONTRACTS

	Growth of index options and index futures options trading (millions) ⁽¹⁾	S&P 100 index options contracts traded (millions)
1983	15,0	10,60 ⁽²⁾
1984	78,4	64,29
1985	115,7	90,80
1986	140,7	113,15
1987	---	106,17 ⁽³⁾

(1) Includes NYSE Composite, S&P 500, Value Line, HHI, Industrial, S&P 500 and S&P 100 Indexes.

(2) Represents 205 trading days - not annualized.

(3) Annualized, based on data through November 31.

SOURCE: Futures Industry Association, CBOE.

A questão principal é se a venda de ações esteve necessariamente ligada a compras de futuros a preços mais baixos. Defensores do program trading argumentam que, quando as ações foram lançadas no mercado, isso não foi necessariamente combinado com compras de futuros, mas tratava-se de uma decisão fundamental dos investidores de sair do mercado. A evidência, porém, é que o program trading foi responsável por mais de 20% dos negócios na segunda-feira, principalmente no final da manhã, quando a venda em massa realmente foi detonada. Sua influência só não foi maior porque os especialistas no piso da Bolsa não conseguiam fazer um preço para as ações, os vendedores eram em número extraordinariamente maior de que os compradores e os negócios não podiam ser fechados. Assim, os preços não podiam ser reportados em muitas das ações, inclusive algumas blue-chips, como a IBM. Como resultado, o índice de futuros S&P não podia ser calculado. Com a

impossibilidade de negociar na Bolsa de Nova York, o Chicago Mercantile Exchange (CME) era o único mercado ativo para os investidores, mas teve que suspender suas operações por algumas horas porque um mercado de futuros não pode funcionar quando no mercado à vista não é possível estabelecer preços para que os investidores tenham um horizonte de cálculo.

No dia 20, pela manhã, a Bolsa de Valores de Nova York impôs restrições à utilização dos programas de auto-administração de portfólios, pedindo às firmas participantes para não utilizar o sistema de entradas automáticas que permite negociar milhares de ações de dezenas de empresas ao mesmo tempo.

Os vendedores dominantes no mercado de futuros em 19 de outubro de 1987 foram os portfólios insurers, responsáveis por aproximadamente 33.000 contratos, o que representa 21% do volume total transacionado e 43% do total transacionado pelo público.

Um exemplo do alcance do portfólio insurance é de um investidor que seguiu exatamente as instruções de seu consultor no período entre quarta-feira e sexta-feira. No fim de semana, seu consultor o avisou que, baseado no fechamento de mercado na sexta-feira, aproximadamente 70% das suas ações remanescentes seriam vendidas para se conformar aos parâmetros de seu modelo de seguro de portfólio. Esse é um exemplo extremado, mas os

modelos típicos de portfólio insurance acionam uma venda de 20% do portfólio em resposta a um declínio de 10% no mercado. É impossível precisar, mas fontes indicam que entre US\$ 60 a US\$ 90 bilhões em ações estavam sendo administrados por portfólio insurance quando do crash no mercado. Isso explica as vendas maciças feitas por esses portfólio insurers.

Além dos US\$ 4 bilhões vendidos no mercado de futuros, a maior parte dos US\$ 2,2 bilhões vendidos diretamente na Bolsa por programas parecem estar relacionados ao portfólio insurance. Um portfólio insurer sozinho vendeu US\$ 1,3 bilhões em ações. Entre outros dos 10 maiores vendedores no mercado de ações, que venderam US\$ 3,2 bilhões ou 15,2% do volume total, estavam vários portfólio insurers, que não coincidentemente também estiveram entre os maiores compradores nos mercados de futuros^(E).

TABELA 6.6

A CONCENTRAÇÃO DOS NEGÓCIOS NOS MERCADOS DE AÇÕES E FUTUROS

	Mercado de Ações		Mercado de Futuros	
	10 Maiores Compradores	10 Maiores Vendedores	10 Maiores Compradores	10 Maiores Vendedores
15 de outubro	10,9%	11,3%	13,0%	15,5%
16 de outubro	9,7%	12,3%	17,6%	23,4%
19 de outubro	8,7%	15,2%	18,7%	26,7%
20 de outubro	9,7%	7,1%	25,7%	25,3%

^(E) Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms.

Os computadores permitem realizar transações em volumes que seriam inconcebíveis anos antes e se não causam, exacerbam violentamente os movimentos do mercado. E não é somente a questão dos volumes transacionados que fazem deles um instrumento controverso, mas a velocidade com que tais ordens de compra e venda são emitidas e executadas. Grande número de transações são realizadas sem a figura humana do corretor, sem o tempo que levariam para interpretar os sinais do mercado, fazer consultas pessoais a clientes e transmitir um número de ordens de compra e venda por telefone, por exemplo. Os computadores, quando assistidos com as informações necessárias, potencializam essas respostas, processando instantaneamente ordens impessoais e indiscutíveis.

Charles Chaplin, que nos anos 20 aplicava o dinheiro que ganhava em Hollywood no mercado de ações, decidiu às vésperas do crack de 1929, aconselhado por uma newsletter que freqüentemente recebia, retirar todo o seu dinheiro da bolsa de valores. Após o colapso, aliviado e orgulhoso de sua decisão, Chaplin se perguntava se ninguém lia o tal boletim. Ficaria surpreso ao constatar que hoje, os sofisticados serviços de previsão financeira e de relatórios de condições do mercado chegam aos investidores por terminais de computadores e são respondidos prontamente. O gatilho que pode detonar uma crise, para esses investidores, pode estar tão perto quanto uma tecla no keyboard.

- O Sistema de Market-makers e sua Atuação Durante o Crash

Os market-makers ou especialistas são responsáveis, teoricamente, por manter a ordem no mercado bursátil, vendendo e comprando ações para lhe garantir liquidez e efetividade. São corretores e firmas cuja função é fazer um preço para as ações de uma determinada empresa. A Bolsa de Nova York designa um especialista para cada estoque de ações e ele tem que manter esse mercado em movimento, se necessário comprando e vendendo ações de suas próprias contas.

No dia 19, alguns especialistas perderam centenas de milhares de dólares comprando ações que ninguém mais queria (Tabelas 6.7 e 6.8). Mas alguns foram acusados de ter se retirado da atividade por mais de três horas para evitar perdas, e outros de não possuírem o capital necessário para impedir que as ações entrassem em queda livre.

Durante o crash, quando a enxurrada de ordens de venda se abateu sobre o mercado, muitos negociadores, do piso da bolsa ao mercado over-the-counter, e ao mercado de futuros e opções de Chicago não podiam ser encontrados. Firms membros da Bolsa de Valores de Nova York pararam de negociar grandes blocos de ações, deixando especialistas subcapitalizados como market-makers de última instância.

TABELA 6.7

NET DOLLAR PURCHASES OF STOCK BY NYSE SPECIALISTS
(DAILY)

Data	Daily Change DJIA (percent)	Net Purchases ⁽¹⁾ (millions)	TTV ⁽²⁾ (percent)	Specialist buying power ⁽³⁾ (millions)
14 de Outubro	(3,8)	\$ 142,8	N/A	\$ 2.329
15 de Outubro	(2,4)	58,5	12,5	N/A
16 de Outubro	(4,6)	85,4	13,3	2.368
19 de Outubro	(22,6)	485,6	17,5	852
20 de Outubro	5,9	(457,5)	18,1	1.248

- (1) A negative figure denotes net sales for the day.
 (2) TTV figures are total specialist purchases plus sales of shares divided by twice the daily share volume.
 (3) While the net purchases figures were calculated from audit trail data, these data are taken from NYSE capital check reports and are, therefore, not fully comparable (see discussion of source in text below). Also, these figures reflect end of day buying power.

TABELA 6.8

SPECIALIST BEHAVIOR IN 50 LARGE CAPITALIZATION
STOCKS⁽¹⁾

Data	Agregate		Fraction of Specialists	
	Final holding ⁽²⁾ (thousand shares)	Daily net purchases (thousand shares)	With short positions ⁽²⁾ (percent)	Having net sales (percent)
13 de Outubro	429	(203)	32	58
14 de Outubro	992	563	10	30
15 de Outubro	1.351	359	2	38
16 de Outubro	1.466	115	12	48
19 de Outubro	3.694	2.228	10	30
20 de Outubro	119	(3.575)	36	82

- (1) The source for this table is NYSE opening position data.
 (2) Close of business.

Quando os especialistas começaram a naufragar sob a onda de vendas, a Bolsa de Nova York mobilizou um grande volume de capitais de bancos e grandes corretoras destinados a suplementar os dois bilhões de dólares de que dispunham os especialistas. Além disso, também autorizou suspensão em 90 itens.

Na verdade, cerca de 100 corporações fizeram o papel de especialistas do seu próprio estoque de ações, conduzindo um grande programa de recompra de ações.

O problema é que esses mercados não foram criados para grandes instituições, que dominam as transações atualmente, especialmente quando todos querem vender ao mesmo tempo. A comunicação internacional faz o nervosismo ecoar pelos demais mercados do mundo, espalhando o pânico.

De 14 a 16 de outubro, o performance dos market makers foi consistente com qualquer noção razoável de mercados em ordem, apesar do declínio de cerca de 7% nos maiores índices de mercado. Contudo, conforme a taxa do declínio se acelerou em 19 de outubro, a eficiência com que os mercados funcionaram se deteriorou notadamente. No fim da tarde do dia 19, os especialistas nas maiores Bolsas de Valores parecem ter abandonado em grande escala tentativas de apaziguar o movimento declinante dos preços das ações.

Realisticamente, em face aos violentos movimentos do mercado no período, uma transição racional não foi possível. Os market-makers não possuíam nem os recursos nem a vontade de absorver o extraordinário volume de vendas que se materializava.

Os especialistas, cujo capital é muito pequeno comparado com o volume de negócios das instituições, e frente ao tipo de flutuações com que os mercados se confrontam, não têm capacidade de amortecer ondas de venda massivas e não se pode esperar deles que cometam suicídio econômico tentando resistir e portanto, suas obrigações de manter os mercados justos, ordenados e contínuos, pode estar se tornando irrealista.

- A Globalização dos Mercados

Nos cinco anos que antecederam o crash, os mercados de ações avançaram muito em direção à internacionalização, graças aos grandes melhoramentos na tecnologia de comunicações e a desregulamentação da participação de membros nas Bolsas e especialmente, de controles de transações. A globalização se concentrou nas três Bolsas de valores maiores e mais líquidas: Nova York, Londres e Tokyo.

Grandes investidores institucionais moveram parte do seu portfolio para o exterior. Em 1982, somente 12% dos ativos dos fundos de pensão britânicos eram investidos no exterior, contra 20% em 1987. Os japoneses passaram de 4% a 10% nos mesmos 5 anos e os americanos, de 1% para 4%.

Essa liberação dos fluxos internacionais aconteceu quando as fontes de liquidez internacional estavam se alterando. Os EUA passaram de maior credor líquido a um dos maiores devedores, enquanto os superávits em conta corrente e a poupança na Alemanha e Japão, fizeram desses países os maiores exportadores de capital. Os investimentos de instituições japonesas se tornaram grandes participantes do mercado financeiro internacional, passando de US\$ 60 bilhões em 1985 para US\$ 100 bilhões em 1987.

A globalização transformou corretoras domésticas em bancos de investimento multinacionais. Em 1980, nenhuma corretora estrangeira podia ser membro das Bolsas de Londres e Tokyo. Era permitido que estrangeiros participassem do mercado de valores em Nova York, mas nenhum deles era um negociante de primeiro escalão de títulos do Tesouro americano, o maior mercado de capitais do mundo.

Em dezembro de 1986, o Federal Reserve deu licenças para negociar com títulos a duas firmas japonesas, a Nomura e a Daiwa. A elas somam-se bancos estrangeiros que compraram

corretoras de títulos de primeiro escalão e em 1987 havia oito negociadores estrangeiros de títulos do Tesouro norte-americano.

De 1984 a 1986, Londres abriu sua Bolsa aos estrangeiros e Tokyo, pressionada pela abertura dos mercados americano e britânico, abriu seis vagas para membros estrangeiros em sua Bolsa de Valores. A negociação diária de ações internacionais em Londres subiu de praticamente nada em 1980 a 1 bilhão de libras em 1987.

A velocidade com que o crash se espalhou para o mundo deixou claro os efeitos da internacionalização dos mercados em que Tokyo, Londres e Manhattan são entrepostos conectados do mercado financeiro internacional, e que uma crise em algum desses mercados é disseminada prontamente para os outros mercados e atinge dimensões mundiais.

- Ações, Futuros e Opções: Um Só Mercado

Uma importante conclusão que se tira dos eventos de outubro de 1987 é que, o que tradicionalmente é visto como sendo mercados separados - o de ações, o de futuros e o de opções - são na verdade um só mercado, ligados por uma série de forças.

Vários mecanismos conectam esses três segmentos, que são fundamentalmente guiados pelas mesmas forças econômicas. Os mesmos grandes bancos de investimento dominam os negócios nos três segmentos, tanto executando ordens de clientes, como para suas próprias contas. Além disso, muitas das mesmas instituições respondem por um grande volume de negócios nos três segmentos, particularmente em ações e futuros.

Estratégias de mercado discutidas nesse trabalho - como o portfólio insurance - também são elo de ligação entre os mercados. A arbitragem de índice (index arbitrage) faz uma ligação direta entre o mercado de ações e o de futuros. Com os acontecimentos de outubro, portfólio insurers abandonaram sua confiança nos mercados futuros na execução de suas estratégias e passaram a vender ações diretamente, explicitando a identidade entre essas funções de mercado.

Os market-makers desses mercados, comumente alicercam suas posições negociando em dois mercados. Por exemplo, alguns especialistas da Bolsa de Valores de New York basearam suas posições com contratos no mercado futuro; especialistas nos mercados de futuros e opções constantemente monitoram os preços nos outros mercados minuto a minuto em telas eletrônicas.

O portfólio insurance assume que não seria factível vender enormes volumes de ação na Bolsa de Valores em períodos curtos de tempo, com somente um pequeno impacto sobre os

preços, e as instituições que o adotavam acreditavam que o mercado de futuros era uma reserva de liquidez suficiente para permitir que liquidassem posições gigantescas num período curto de tempo, sem grandes perdas nos preços.

Em outubro, isso se mostrou irreal. O mercado de futuros simplesmente não podia absorver tamanha pressão de vendas sem quedas dramáticas de preços, e refletindo as ligações entre os mercados, extravazou a pressão para a Bolsa de Valores, através da arbitragem de índice (index arbitrage), além de vendas diretas dos portfólio insurers no mercado de valores.

Na verdade, os eventos de outubro podem ser vistos como a incapacidade de um mercado que é único, funcionar como tal. Confrontados com as vendas massivas da parte de um número limitado de instituições, estruturas regulatórias desenhadas para separar esses mercados foram incapazes de responder às pressões intra-mercado.

Em circunstâncias normais, index arbitrage é uma das ligações essenciais entre os mercados de ações e futuros. Em momentos, durante a crise de outubro, index arbitrage era impossível, pelos obstáculos que o funcionamento do mercado lhe colocavam. De qualquer maneira, assume-se que se o sistema tivesse funcionado melhor, essa ligação seria incapaz de

transmitir todo o peso de US\$ 25 bilhões em vendas, ditados por estratégias de portfólio insurance.

Quando os mercados ficaram desconectados, ambos entraram em algo próximo à queda livre, conforme os vendedores exerciam uma pressão em ambos os mercados. Grandes descontos apareceram entre futuros e ações, e os investidores que puderam, passaram da venda de futuros para a venda de ações. Os incapazes de fazê-lo, continuaram vendendo os futuros, levando ainda mais para baixo seus preços. Os investidores em ações, alguns não autorizados a operar no mercado de futuros, outros com medo de fazê-lo, não deram suporte algum comprando no mercado de futuros.

Os enormes descontos nos futuros sinalizavam a potenciais compradores de ações que maiores declínios eram iminentes, o que desencorajava compras de ações. Os descontos nos futuros faziam as ações parecerem caras, inibindo uma sustentação que compras de ações dariam ao mercado.

CAPÍTULO 7

CONCLUSÕES

Após desenvolvida a análise sobre as duas vertentes de fatores explanatórios para o crash de outubro de 1987 - os chamados fatores fundamentais, em que os crescentes déficits fiscal e comercial norte-americanos são a expressão mais evidente, e os fatores mais relacionados ao próprio funcionamento dos mercados de valores, os quais denominamos mecanismos de mercado - tentaremos nesse capítulo propor certos encaminhamentos no sentido de estabelecer medidas curativas que evitem a recorrência dos fatos de 1987 e principalmente de eventos que tenham conseqüências ainda mais desastrosas para a estabilidade econômica dos EUA e a nível mundial. Isso se torna particularmente importante na medida em que os fatores que contribuíram para a quebra ainda estão presentes: os déficits norte-americanos, superávits excessivamente grandes em alguns países e a regulamentação permissiva dos mercados de valores^(*). Assim, duas frentes de atuação possíveis se colocam para a economia norte-americana: a redução dos déficits gêmeos e uma regulamentação mais severa dos mercados.

(*) Allen Sinai. Black Monday in Retrospect and Prospect: a roundtable. Eastern Economic Journal, outubro-dezembro 1986.

- A Redução dos Déficits

Os enormes déficits fiscal e comercial norte americanos obrigam as autoridades monetárias a manter altas taxas de juros para sustentar o dólar e garantir aos investidores estrangeiros uma compensação pelos riscos advindos das taxas de juros e do próprio valor do dólar. Por outro lado, os gigantescos estoques de dívida já existentes demandam pagamentos de juros proporcionais sobre o já combalido orçamento fiscal.

A atuação na redução do déficit fiscal deve se concentrar tanto do lado das receitas como do lado das despesas. Uma reforma fiscal que aumentasse os impostos existentes, privilegiando impostos sobre serviços tais como telefone, energia elétrica e produtos como cigarros, bebidas e combustíveis, por exemplo, seria altamente recomendável. Deveria-se entretanto, tentar manter o imposto sobre a renda pessoal e sobre os lucros os menores possíveis, para preservar o incentivo de taxas mais baixas sobre a atividade econômica. Calcula-se que um aumento adequado nos impostos citados anteriormente possa elevar as receitas em US\$ 25 bilhões por ano^(*).

^(*) Allen Sinai. The Crash of '87 and the Crash of '86. Challenges, janeiro/fevereiro 1988.

Do lado das despesas, outra parcela significativa poderia ser reduzida, cortando-se os itens relacionados à defesa e outros que não sejam de segurança social ou os rígidos dispêndios de juros da dívida. O problema é o efeito que essa redução no déficit possa ter sobre a economia norte americana, e para minimizar seus efeitos, os países altamente superavitários - leia-se o Japão e a Alemanha - teriam que estimular internamente suas economias, o que seria feito via uma combinação de redução em suas taxas de juros e um maior volume de gasto governamental. Essa prescrição de coordenação internacional, que requereria uma redução do déficit fiscal da parte dos EUA e políticas monetárias menos restritivas aliadas a políticas fiscais expansivas no Japão e Alemanha, são altamente improváveis. Confronta-se, entre inúmeras outras variáveis econômicas e políticas, com o trauma inflacionário germânico e com o arraigado protecionismo nipônico.

- A Maior Regulamentação dos Mercados ⁽¹⁸⁾

O comportamento dos mercados de valores, de futuros e de opções não podem ser dissociados e eles na verdade constituem um único mercado, o que demanda uma

⁽¹⁸⁾ Baseado no capítulo 7 do Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms.

estrutura regulatória desenhada para ser consistente, com essa realidade econômica.

A análise da experiência de outubro demonstra a necessidade de um organismo regulatório único que dê conta de racionalizar algumas questões regulatórias essenciais, que podem ser vistas como unificadas entre os segmentos de mercado, e assim assegurar que os sistemas intermercados operem harmoniosamente. Há questões que não podem ser restritas a um único locus de mercado, e sua estruturação unificante impõe influências inevitáveis em outros mercados relacionados. As principais questões que exercem impacto nos vários segmentos de mercado incluem mecanismos de crédito, requisições de margem, mecanismos de quebra de circuito, como limites de preços e volumes de negócios e sistemas de informações para monitorar as atividades entre os mercados. Essas questões têm influência sistemática em todos os segmentos de mercado e as estruturas institucionais e regulatórias que existem para separá-los são incapazes de responder eficientemente a pressões entre os mercados, que cresceram geometricamente com a revolução financeira dos anos 80, e hoje falham em se comportar como um único, como demonstram os acontecimentos de outubro de 1987.

- Os Mecanismos de Clearing e Crédito

Os mecanismos de clearing e crédito têm que ser unificados, para fornecer às instituições financeiras e de crédito uma visão geral das posições dos participantes no mercado em todos os seus segmentos, e assim permitir um cálculo mais acurado de sua exposição a esses participantes e ter uma idéia mais apurada das garantias oferecidas pelos tomadores de empréstimos para suas posições nos distintos segmentos de mercado. No sistema atual, os fluxos de margem diferem em timing de instituição para instituição, o que cria desequilíbrios nas necessidades de financiamento e nas demandas por crédito bancário, o que em um grau mais elevado, pode gerar uma crise de confiança e uma potencial quebra financeira generalizada.

Um sistema unificado deixa claro o grau de risco associado ao crédito concedido a participantes em suas atividades intermercados e reduz a chance de uma sobreposição de risco financeiro e de uma eventual crise.

- As Requisições de Margem

Tendo em vista que os mercados se comportam como um único, as margens tem que ser racionalizados entre eles. As margens dos contratos de valores e opções já se encontram sob regulamentação do Federal Reserve, enquanto a dos contratos de futuros são determinados no próprio mercado de futuros e portanto, não sujeitas a um cruzamento intermercados.

Na medida em que as margens são a garantia dos contratos e controlam a alavancagem econômica possível em qualquer instrumento financeiro, elas tem que ser reguladas unificadamente nos três segmentos. As margens em futuros são geralmente mais baixas que as de valores, e assim, os investidores podem conseguir uma alavancagem muito maior através de contratos futuros do que investindo diretamente em valores. Isso afeta o volume da atividade especulativa, e o risco financeiro resultante pode comprometer a habilidade do agente de cumprir seus compromissos em outros segmentos de mercado.

- Os Mecanismos de Quebra de Circuito

Os mecanismos de interrupção envolvem limites de negociações nos vários segmentos, tais como limites de preços, limites de posições e limites de volumes, que para serem eficientes, devem ser estreitamente coordenados entre os mercados de valores, futuros e opções. Esses mecanismos amortecem os impactos dos movimentos de mercado, que de outra maneira causariam danos às estruturas, protegendo os mercados e os investidores.

As desordens de mercado se tornaram mecanismos não oficiais que refletem os limites naturais de liquidez dos mercados. O exemplo da interrupção das negociações em alguns movimentos durante o crash de 1987, demonstra que é mais desejável ter mecanismos implementados e coordenados coerentemente do que deixar os mercados à sorte das interrupções inevitáveis do caos do sistema.

- Os Sistemas de Informação

Os sistemas de informação existentes são insuficientes para monitorar as atividades entre os mercados. Há a necessidade de um sistema de informações que

incorpore a negociação, a hora em que ocorreu e o nome do último cliente em cada parcela do mercado, o que permitiria descobrir a natureza e a causa de uma crise de mercado, determinando compradores e vendedores. Essa informação poderia ser utilizada para diagnosticar problemas que estivessem se desenvolvendo assim como trazer às claras abusos potencialmente prejudiciais à estabilidade dos mercados financeiros.

- Uma Nota Final

Conforme apontado por Minsky, cada vez que o Federal Reserve intervem no sistema financeiro como emprestadores de última instância, de uma certa maneira protege práticas financeiras inovativas, e se os excessos não são corrigidos por uma depressão, a fragilidade do sistema financeiro aumenta⁴². Se medidas corretivas dos desequilíbrios macroeconômicos e dos abusos financeiros não forem tomadas, as fricções nos mercados de valores e o crash de 1987 não terão servido senão para o propósito de carregá-lo de mais instabilidade sem interferir com qualquer função alocativa, o que significa dizer que os mercados financeiros e as autoridades econômicas não entenderam a mensagem do

⁴² Martin H. Wolfson. Stock Market and Recession. Review of Radical Political Economics, 1989.

crash de 1987 de que a estabilidade financeira internacional está gravemente comprometida.

BIBLIOGRAFIA

- ANNIVERSARY of the crash. Monthly Review. New York, 40(6): 1-12, novembro, 1988.
- BLACK Monday in retrospect and prospect: a roundtable. Eastern Economic Journal. pp. 337-348, outubro-dezembro, 1988.
- BLOCK, Fred. Los orígenes del desorden económico internacional. México, Fondo de Cultura Económica, 1980.
- DUBOFF, Richard B. Accumulation and power: an economic history of the U.S.
- FRANK, André Gunder. Rumbo a la quiebra. Nueva Sociedad. Caracas, 15(94): 115-124, março/abril, 1988.
- GALBRAITH, John Kenneth. O Colapso da Bolsa, 1929. São Paulo, Fioneira, 1988.
- GALBRAITH, James. Balancing Acts. New York, Basic Books, 1989.
- GREIDER, William. Secrets of the Temple. Simon and Schuster, New York, 1979.
- HOW to prevent a slump. The Economist. New York, 305(7522): 13-14, outubro, 1987.
- ILUSIONES que matam la débil recuperación reaganista. Nueva Sociedad. Caracas, março/abril, 1987.
- IT'S almost as if it never happened-almost. Business week. New York, 18 de abril de 1988.
- IT'S time for America to wake up. Business Week. New York, 16 de novembro de 1987.
- LOS desequilibrio de la era Reagan: algo para recordar (1ª parte). Comércio Exterior, México, setembro de 1988.
- LOS desequilíbrios de la era Reagan: algo para recordar (2ª parte). Comércio Exterior. México, outubro de 1988.
- LOS efectos del crash sobre América Latina. Nueva Sociedad. Caracas, 15(94): 104-114, março/abril, 1988.
- MAGDOFF, Harry. The stock market crash and its aftermath. Monthly Review. New York, 39(10): 1-13, março, 1988.
- MAGDOFF, Harry e SWEEZY, Paul. The Great Malaise. Monthly Review. New York, 39(11): 1-8, abril, 1988.

- MAGDOFF, Harry e SWEEZY, Paul. La teoria del ofertismo y la inversión de capital. In: Estancamiento y explosión financiera dos EUA. México, Siglo XXI Editores, 1988.
- MINSKY, Hyman P. Can "it" happen again? New York, M.E. Sharpe Inc., 1982.
- MINSKY, Hyman P. Back from the brink. Challenge. New York, 31(1): 22-28, janeiro/fevereiro, 1988.
- PETERSON, Wallace. The Silent Depression. Challenge. New York, julho/agosto, 1991.
- PRESSER, Mario. Os desequilíbrios da economia internacional em 1986. In: Carneiro, Ricardo (org.). A política econômica do cruzado. Campinas, Editora da UNICAMP, 1987.
- RANGEL, José. La Reaganomics y la hegemonia estadounidense. Comércio Exterior. México, pp. 3-15, janeiro, 1990.
- RAUCH, Jonathan. Who dealt this mess? National Journal. New York, Novembro, 1987.
- REPORT of the Presidential Task Force on Market Mechanisms. Submitted to the President of the United States, janeiro, 1988.
- RESENDE, André Lara. A ruptura do mercado internacional de crédito. In: ARIDA, P. Dívida externa, recessão e o ajuste estrutural. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.
- ROMO, Arturo Guillén. La recessión de la economía estadounidense: crisis estructural y deflacion. Comércio Exterior. México, pp. 627-636, julho 1991.
- ROHATYN, Felix. What next? The New York Review of Books. New York, 34(19): 3-5, dezembro, 1987.
- ROHATYN, Felix. Financial Instability. In: Obey, David e Sarbanes, Paul. The Changing American Economy.
- SINAI, Allen. The Crash of '87 and the economy of '88. Challenges. New York, 31(1): 11-20, janeiro-fevereiro, 1988.
- SOLOMON, Robert. O Sistema Monetário Internacional. Rio de Janeiro, Zahar, 1976.
- WELLS, John. Spend, spend, spend? Marxism Today. Dezembro, 1987.
- WOLFSON, Martin H. The Stock Market and Recession. Review of Radical Political Economics. Notre Dame, 23(3): 40-44, 1989.

ZARNOVITZ, Victor. On causes and consequences of financial instability. Economic Outlook USA. New York, Winter 1987-1988.

REVISTA VEJA

n^o 999, pgs. 52-59, 28 de outubro de 1987.

n^o 1000, pgs. 64-70, 4 de novembro de 1987.

REVISTA ISTO É

n^o 566, pgs. 40-43, 28 de outubro de 1987.

n^o 567, pgs. 55-56, 4 de novembro de 1987.

REVISTA SENHOR

n^o 344, pgs. 65-67, 20 de outubro de 1987.

n^o 345, pgs. 30-40, 27 de outubro de 1987.

n^o 346, pgs. 70-72, 21-27, 3 de novembro de 1987.

n^o 347, pgs. 68-72, 10 de novembro de 1987.

THE ECONOMIST

n^o 7.521, pp. 13-14, 82-85, 79-80, 24/30 de outubro de 1987.

n^o 7.522, pp. 13-14, 40-41, 87-88, 31 de outubro/6 de novembro de 1987.

TIME

n^o 44, pp. 6-29, 2 de novembro de 1987.

n^o 45, pp. 6-23, 9 de novembro de 1987.

n^o 47, pp. 26-27, 23 de novembro de 1987.

INTERNATIONAL BUSINESS WEEK

n^o 3.019, pp. 42-44, 19 de outubro de 1987.

n^o 3.021, pp. 22-35, 2 de novembro de 1987.

n^o 3.022, pp. 15-44, 9 de novembro de 1987.

n^o 3.023, pp. 42-60, 6 de novembro de 1987.

n^o 3.025, p. 13, 20 de novembro de 1987.

n^o 3.026, pp. 26-29, 7 de dezembro de 1987.