

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

EFEITO RIQUEZA E BOLSA DE VALORES: 1987 e 2000

Yan Alexandre da Silva

No de Matrícula: 9615576

Orientador: Dionísio Dias Carneiro

Junho 2000

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

O autor gostaria de agradecer a ajuda recebida dos alunos Rodolfo Tavares, Vinícius Vieira e Leonardo Botelho além de Isabela Maranhão no trabalho de pesquisa e fornecimento de material bibliográfico.

ÍNDICE

I	INTRODUÇÃO.....	5
II	A TEORIA DO EFEITO RIQUEZA.....	9
III	O CRASH DE 1987.....	13
	III.1 O CRASH.....	13
	III.2 CAUSAS.....	15
	III.3 O PAPEL DO FED.....	18
	III.4 EFEITOS.....	19
IV	OS ANOS 90.....	22
	IV.1 NOVA ECONOMIA VS VELHA ECONOMIA.....	26
V	ESTUDO DE CASOS.....	30
	V.1 CRISE DE 29.....	32
	V.2 BRASIL.....	35
VI	CONCLUSÃO.....	39
VII	BIBLIOGRAFIA.....	41

I. INTRODUÇÃO

“Um esquema para enriquecer rapidamente”. Para milhares de pessoas em todo o mundo , é isso que significa hoje investir no mercado de ações. Podemos expandir essa conclusão para qualquer país, com um pequeno diferencial aqui no Brasil, onde a Bolsa de Valores é vista como um cassino. Contudo no resto do mundo os idosos investem suas economias e pensões usando seus computadores pessoais sem saírem de casa; jovens de ambos os sexos param de trabalhar de trabalhar por um salário para arriscar uma bolada trabalhando em troca de opções de compra de ações oferecidas por seus empregadores, às empresas de internet.

Em vista do tumulto no mercado global recentemente , a análise dos dados históricos sobre o desempenho das bolsas é obrigatória e moderadora de entusiasmos para investidores velhos ou jovens de qualquer parte do mundo.

Nos EUA, ao longo dos últimos cem anos, os investidores em ações proporcionaram um retorno 6% a.a. superior ao de investimentos seguros em títulos de curto prazo emitidos pelo governo. Esse diferencial vem se mantendo estável ao longo do tempo , embora entre 1947 e 1994 tenha sido ligeiramente maior, em torno de 8% a.a.. Os números são semelhantes em outros países. Na Itália , entre 61 e 94, os investimentos em ações proporcionaram um retorno médio de 6% a.a. maior do que os investimentos em títulos do Tesouro.

Retornos mais altos implicam riscos maiores. Não há como fugir dessa regra, principalmente se compararmos como o risco oferecido por um título público. A Bolsa de Valores não pode ser vista como um jogo de azar ou como um mercado onde a população pode perder seu dinheiro de uma hora para outra. É um mercado de renda

variável e não fixa, porém o seu diferencial é que, se for dado um voto de confiança para um investimento de longo prazo, teremos uma ótima opção de investimento.

Os investidores compram porque outros estão comprando e vendem porque outros estão vendendo. Quando os preços das ações estão subindo, chama-se “investimento de momento”; quando estão caindo, chama-se “pânico”. Entretanto, esse mercado além de ser um ótimo investimento, também é um excelente caminho para empresas se capitalizarem, sem a emissão de dívida através de debêntures ou notas promissórias. Os famosos IPOs estão despertando muita atenção na mídia atualmente, principalmente na NASDAQ, onde as aberturas de capital das empresas de internet, são muito procuradas por investidores e principalmente por especuladores.

O que seria mais lógico era que as Bolsas de Valores, se valorizassem baseados em fundamentos, isto é, corte de custos das empresas, maior produtividade, maior utilização de tecnologia, entre outros. Porém não é sempre que isso acontece, investidores se deixam levar pelo entusiasmo provocando preços fora da realidade, puramente baseados em expectativas otimistas, sem fundamentos, criando assim uma bolha de entusiasmo. Esses períodos podem continuar por anos, muitas vezes mascarada pelo desempenho da economia. Entretanto, quando os investidores percebem que suas posições são arriscadas, tentam se livrar de suas posições rapidamente e ao mesmo tempo, ocorrendo um colapso, como o que ocorreu em 1987, que ficou conhecido como a “Segunda Negra” (Black Monday).

Com essa correção de preços os investidores vão ter suas riqueza acionária diminuída, gerando assim efeitos na economia, pois eles vão gastar menos em consumo, as empresas vão reavaliar para baixo suas projeções de lucros e investimentos futuros, e

assim a economia desacelera. Este é o tema principal dessa monografia, o efeito riqueza, ou efeito Modigliani, que é um dos mecanismos “keynesianos” de transmissão.

As Bolsas de Valores proporcionam o ambiente cíclico de expansões e retrações nos investimentos e também na riqueza da população. A questão a ser observada então é se essas variações influenciam de maneira significativa o comportamento do investidor, e assim provocando reações na economia como um todo. Modelos macroeconômicos tradicionais estimam que para cada \$1,00 acrescida na riqueza da população, impulsionam entre 3 e 7 centavos por ano os gastos em consumo. Esse efeito é consistente com os preceitos dos modelos mais simples de ciclo de vida, em que consumidores gastam mais durante suas vidas em resposta a uma riqueza maior. É possível que o preço das ações apenas guie a atividade econômica, sem nenhuma mudança no curto prazo nos gastos induzidos pela mudança na riqueza. Entendendo a resposta do consumo pela mudança na riqueza pessoal é importante para determinar como as flutuações do mercado acionário afetam a macroeconomia.

O preço das ações nos EUA tem crescido substancialmente entre 1994 e 1997, com o S&P 500 mais que dobrando durante esse período. Ao mesmo tempo, a pulverização dessas ações tem crescido consideravelmente, principalmente em fundos de ações e fundos de pensão, então um grande número de acionistas tem experimentado esses ganhos. Contudo é difícil separar a influência do efeito riqueza de outros fatores que também promovem o consumo, como crescimento de renda e condições favoráveis no mercado de trabalho.

A monografia então tem como objetivo principal o estudo do papel das Bolsas de Valores sobre as finanças da população, de como ela afeta suas decisões de

investimento e como isso afeta a economia. A partir dessa temática tentaremos expor algumas situações em que ocorreram choques nas Bolsas de Valores americanas, mostrando detalhadamente suas causas e efeitos, teremos o “Outubro Negro” de 1987 e o crescimento do preço das ações nos anos 90 como períodos de destaque. Após a introdução, este estudo se propõe a explicar em sua segunda parte os mecanismos por trás do efeito riqueza, desde a sua teoria à aplicabilidade. Na terceira parte teremos o episódio do crash da Bolsa de 1987, suas causas, efeitos, além da participação do Fed na época. Na quarta parte, discutiremos os anos noventa no cenário americano ainda, onde tivemos uma grande valorização das ações durante um longo período de tempo. Depois discutiremos outros estudos de caso, como a Grande Depressão, o Japão, a União Européia e o Brasil. Por fim na conclusão tentaremos expor o poder desse efeito riqueza na economia e nas finanças na população, sua importância e como a partir de seu conhecimento podemos evitar que choques drásticos e desnecessários ocorram nas Bolsas.

II. A TEORIA DO EFEITO RIQUEZA

Riqueza pode ter várias faces. Ela pode ser representada pelo estoque renda do trabalhador durante sua vida útil, isto é, trabalhando. Ele pode alocar essa renda do trabalho, ou em consumo ou em poupança. Nos concentraremos portanto nessa parte da equação, a o estoque de riqueza. Essa riqueza pode ser vista, como um fundo de aposentadoria, fundos de investimentos, imóveis e demais aplicações financeiras, ou seja, tudo que não é gasto pelo consumo.

O efeito riqueza está plenamente associado à teoria do ciclo de vida, desenvolvida por Franco Modigliani junto com Richard Brumberg e Albert Ando. Basicamente a hipótese do ciclo de vida, focaliza indivíduos, planejando seu comportamento de consumo e poupança no decorrer de longos períodos com a intenção de alocar seu consumo da melhor maneira possível por toda a sua vida. O efeito riqueza entra no momento em que sua riqueza varia e seu comportamento varia da mesma forma, retraindo ou expandindo seu consumo e investimento.

A hipótese do ciclo de vida vê as poupanças como resultantes principalmente dos desejos dos indivíduos viabilizarem o consumo na velhice. Como devemos ver, a teoria aponta um número de fatores inesperados que afetam a taxa de poupança da economia; por exemplo, a estrutura etária da população é, em princípio, uma importante determinante do comportamento de se consumir. A população tende a acumular ativos durante os primeiros anos de vida, depois de ter acumulado, usam esse estoque para adquirir bens duráveis e uma reserva para emergências.

Podemos simplificar o pensamento através de uma função consumo:

$$C = aWR + cYL$$

onde WR é a riqueza real, a é a propensão marginal a consumir da riqueza, YL é a renda do trabalho e c é a propensão marginal a consumir da renda do trabalho. A renda do trabalho é a renda que é ganha pelo trabalho, em oposição ganha por outros fatores de produção, como pela terra ou por lucros ganhos por capital.

O estudo propõe que destaquemos dessa riqueza real, uma parcela, que é a riqueza proveniente de ganhos nas Bolsas de Valores. Veremos que essa parcela da riqueza tem participado na decisão de consumo das famílias, principalmente as americanas, em que vamos focar nosso estudo.

Durante os últimos anos, sem dúvida a riqueza acionária tem crescido enormemente. O índice da Bolsa de Nova Iorque, o Dow Jones, mais que passou os dez mil pontos, contra os oitocentos em 1982. De acordo com estimativas do Bank of America a riqueza em ativos aumento em 50% nos últimos 5 anos, para U\$ 37 trilhões. Se for válido que para cada dólar aumentado na receita, cerca de 3 a 7 centavos é adicionado ao consumo, teremos que concluir que os U\$ 12 trilhões adicionados a riqueza da população nos últimos 5 anos, injetaram U\$ 370 bilhões extras na economia.

Hoje quase metade da população americana detém ações de alguma forma, mais de 401.000 planos de poupança estão funcionando. Contudo não é certo que os novos acionistas se comportem da mesma maneira que acionistas de longa data. Atualmente como já foi dito anteriormente, as ações estão bem espalhadas pela população e isso é uma característica que não existia a um tempo atrás, isto é, é uma situação nova, em que as conseqüências não são muito claras.

Atualmente nos EUA investimentos em ações já tomou o lugar das poupanças tradicionais. Na verdade o volume agregado dos fundos mútuos já ultrapassou as reservas bancárias, sugerindo uma mudança na filosofia de investimentos. Quando as contas de “poupança” crescem, consumidores se sentem mais ávidos a gastarem mais e deixarem menos dinheiro nos bancos. Isso ajuda a explicar como as taxas de poupança estão negativas pela primeira vez em décadas nos EUA.

É coerente dizer que aumentos repentinos na Bolsa de Valores podem provocar otimismo dentre a população, provocando mais consumo. Entretanto Modigliani argumenta que essa é uma condição necessária mais não suficiente, visto que, um aumento no valor dos ativos só vai impulsionar consumo se esses ativos não estiverem de acordo com o salário e a idade das pessoas. Muitas pessoas apostam seu dinheiro nas Bolsas de Valores na esperança não só de economizar para um futuro, mas também para ganhar dinheiro, então, subidas na Bolsa mais que são esperadas, pois esse foi um dos motivos que fizeram certas pessoas investirem em ações, não mudando assim sua posição em relação a consumo futuro. Outra visão é que aumentos inesperados das ações não aumentam o consumo pois parte da população não vê isso como um aumento permanente na sua riqueza, como um aumento de salário, vêem como um aumento passageiro.

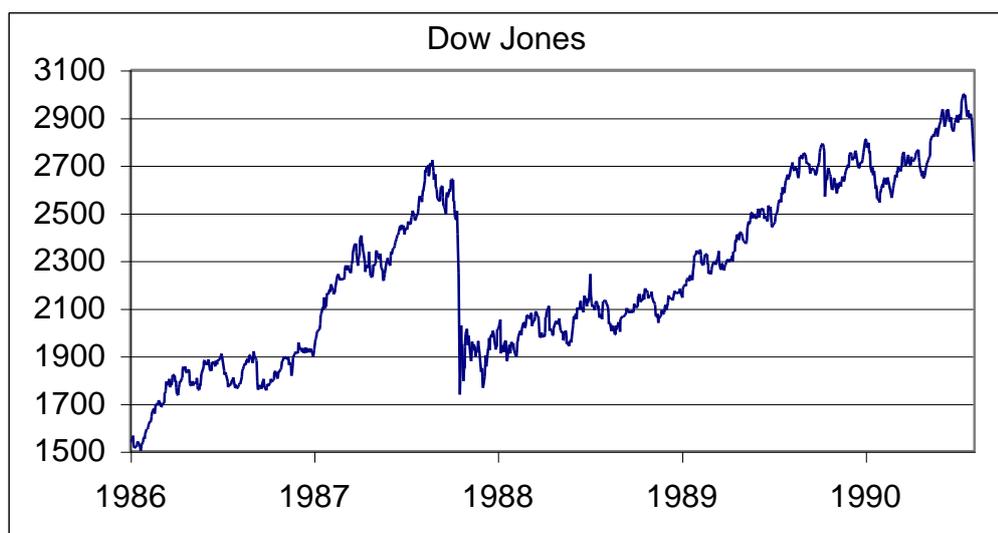
Entretanto nem só de entusiasmo vive o mercado financeiro, muitas vezes as retrações provocam efeitos muito mais severos do que períodos de otimismo. Generalizando, há três maneiras pelas quais um colapso das ações pode tornar-se uma recessão prolongada. Primeira, a queda nos preços das ações pode expor uma falta subjacente de bons projetos para as empresas investirem. Segunda, o preço dos ativos em queda pode prejudicar os balanços corporativos, deixando as empresas incapazes de

fazer investimentos, não importando o quão justificados. Terceira, um colapso financeiro, pode inspirar medidas perversas do governo como, aumentar as taxas de juros para defender sua taxa de câmbio, mesmo enquanto a economia real está implodindo.

III. O CRASH DE 1987

III.1 O CRASH

Em 19 de Outubro de 1987, o mercado de ações americano foi devastado pelo pior colapso num dia de pregão, o pânico que tomou conta dos investidores fez que as pressões de vendas arrastassem a Bolsa. O indicador mais conhecido da Bolsa de Nova Iorque, o Dow Jones, que é uma média de 30 ações industriais, caiu 508 pontos, fechando em 1738 pontos, isto é, 22,6% de queda, quase o dobro dos 12,8% que derrubaram essa mesma Bolsa em 29 de Outubro de 1929, o crash que começou a Grande Depressão. Analisando num período maior, a situação se demonstra pior, desde 25 de Agosto até o dia do crash a Bolsa perdeu 36,1%, mais de um terço de seu valor. Para se ter uma idéia de quanto isso representa, nessa segunda, que ficou conhecida como "Black Monday" as ações perderam US\$ 500 bilhões de acordo com a Wilshire Associates de Los Angeles, porém há estimativas que cheguem a US\$ 1 trilhão, que representaria 3 meses de PIB.



Uma dos fatos que fizeram essa quebra tão extraordinária foi a velocidade que os preços caíram, além do um absurdo volume e conseqüentemente a ameaça ao sistema financeiro. Diferentemente do crash de 1929 que devastaram milhões de investidores cujas ações estavam compradas por crédito, a "Black Monday" ainda sim preservaram lucros de investidores que estavam comprados em subidas desde 1982 onde o Dow estava abaixo de 800 pontos. Contudo foi um dia de terror para os investidores, que no final do dia estavam procurando refúgio em ativos mais seguros, como o mercado de títulos, onde o título do Tesouro e 30 anos subiu $1 \frac{5}{8}$, ou US\$ 16,24 para cada US\$ 1.000,00 de valor de face.

Entretanto nem todo mundo estava vendendo naquele dia, muitos especuladores aproveitaram muitas oportunidades para montar posições, onde podemos citar o maior fundo de pensão dos Estados Unidos, o Califórnia Public Employee Retirement System, que comprou agressivamente no dia. Apesar disso, vários fundos mútuos reportaram saídas significantes de dinheiro dos seus fundos, principalmente pequenos investidores, demandando liquidez. O mercado analisou que a queda veio por meio de 2 ondas distintas. Uma veio pelo peso sem precedentes de ordens de venda, quando o mercado abriu, a segunda veio com notícias que a SEC, instituição que fiscaliza a Bolsa, poderia paralisar as negociações, um tipo de *circuit breaker*. Investidores então com medo de não poderem ter liquidez e incerteza quanto à decisão da SEC, aceleraram suas vendas, isto é, vendendo a qualquer preço de compra, que eram por sua vez muito escassos, favorecendo a volatilidade.

III.2 CAUSAS

Apesar de muitos estudos e cálculos acadêmicos, a verdade é que não existe consenso sobre o declínio da Bolsa de Valores em 1987. Visto que não existe uma unanimidade sobre as explicações da crise de 1929, depois de 70 anos, não devemos estar surpresos que o evento recente ainda seja matéria de muito debate. Contudo, nessa monografia tentaremos expor as várias correntes que tentaram explicar o ocorrido, veremos que elas divergem em vários aspectos, principalmente entre as teorias feitas na época e as feitas mais recentes.

Basicamente o crash foi causado por um conjunto de fatores: a inevitável reviravolta do mercado após um longo período de otimismo, ansiedades superestimadas sobre aumento das taxas de juros e inflação futura e o impacto das manobras de mercado feitas por computador.

Vários *reports* foram feitos, alguns pela New York Stock Exchange e a Chicago Mercantile Exchange que se basearam principalmente em arranjos institucionais nas negociações, supervalorização das ações e algumas formas de reações a notícias econômicas. Esses arranjos incluem, entre outros, o papel dos especialistas (agentes de mercado das principais corretoras que sempre tinham que manter alguma oferta de compra de determinados papéis), a estrutura da negociação computadorizada, o nível de margem exigida, e o uso de derivativos. Porém estudos feitos por Richard Roll sobre esses arranjos institucionais em 23 países mostram que esses arranjos não explicam o crash americano.¹

¹ Richard Roll, "The International crash of October 1987", in Robert J. Barro et al. (eds) *Black Monday and The Future of Financial Markets* (Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1989)

O Brady Report , entre outros tiveram seu foco voltado para a valorização excessiva das ações. Uma análise sobre esse *report* feito por Bernstein and Bernstein conclui que o preço das ações tinha subido a níveis não justificados, isto é, um período onde tivemos uma bolha especulativa.²

Sempre que se discute sobre o crash de 1987, a palavra “seguro de portfólio” vem associada com o declínio. Como já diz o nome, se tratava de um mecanismo que protegia os investidores a quedas nas bolsas. Funcionava da seguinte maneira: quando a bolsa estava caindo chegando a um determinado nível, os computadores automaticamente emitiam ordens de venda de contratos no mercado futuro de índice (S&P 500 futuro), então o investidor perdia numa ponta com a queda na bolsa, mas ganhava por estar vendido em índice. Claro como qualquer seguro tinha um custo que era de montar essa posição no mercado futuro. Antigamente esse seguro de portfólio era feito através da compra de *put* (opção de venda), que segue o mesmo mecanismo que o contrato futuro de índice.

Em 1987 aproximadamente US\$ 60 bilhões em ativos estavam segurados em diferentes seguros de portfólio, em sua maioria no nome dos fundos de pensão. Esse tipo de seguro a princípio parecia ser uma forma efetiva, com pouco custo e simplificada de proteger seu portfólio, contudo esses investidores que se “hedgeavam” nos contratos futuros assumiam que a liquidez para suas vendas sempre existiria. Entretanto a “Black Monday” não era um dia qualquer de mercado, simplesmente não havia compradores para seus contratos futuros, fazendo com que eles vendessem a preços muito baixos, agravada com o enorme número de vendedores trouxe o índice futuro para o chão. Com isso, o mercado a vista ficou mais nervoso e incerto sobre a

² Brady Report, *Presidential Task Force on Market Mechanisms*, 1988

bolsa, aumentando assim as pressões de venda. É verdade que os fundos segurados por esses seguros não perderam tanto que os não segurados, mas ao custo de ter ajudado a realizar o crash de 1987. Ironicamente, um mecanismo de derivativo que inicialmente fora criado para diminuir a volatilidade dos mercados e fornecer hedge para alguns investidores, acabou sendo um dos motivos para a grande volatilidade do dia em questão.

Em novembro de 1987 Robert J. Shiller realizou um relatório acerca de uma pesquisa feita entre pequenos investidores e institucionais acerca do acontecido. Os resultados da pesquisa mostraram que nenhuma estória nova ou boato na semana anterior ao dia 19 foi responsável pelo comportamento, alguns investidores achavam que eles podiam prever o mercado, ambos vendedores e compradores achavam que os preços das ações estavam muito altos, muitos investidores interpretaram o crash como fator psicológico de outros investidores, seguro de portfólio teve um pequeno papel e alguns investidores mudaram seus investimentos antes do crash.

Quanto às notícias foi observado a seguinte ordem de importância: 1) a queda de 100 pontos durante a manhã, 2) queda das ações na semana anterior, 3) título do tesouro batendo 10,5%. Entre os menos significativos estão o ataque à estação de óleo iraniana e o anúncio do índice de preços, isto é explicável pois esse anúncio já estava incorporado no mercado, já era esperado.

Outra questão levantada foi a do seguro de portfólio, no relatório vemos que ele teve pequeno papel visto que ele já existia há alguns anos, então não pode ser crucificado como causador do crash. Entretanto o autor esquece que esse mecanismo teve importante papel no aumento da volatilidade do dia devido à baixa liquidez de

compradores. O relatório então conclui que não podemos indicar um só causador da crise, e sim a interação de vários fatores econômicos e operacionais além do pânico entre os investidores.

III.3 O PAPEL DO FED

O Federal Reserve sempre desempenhou um papel marcante na economia como um todo, especialmente nas Bolsas de Valores. Quando esta representa algum perigo sistemático para o bom andamento da economia, é o Fed que se apresenta para resolvê-lo. Quando firmas têm problemas por causa de suas próprias decisões, claramente não é o papel do Fed em ajudar. Aliás, ajudando só criaria moral hazard, induzindo firmas a tomarem riscos excessivos e levando a instabilidade no sistema financeiro como um todo. Mas quando os efeitos de uma corrida bancária ou uma quebra na Bolsa de Valores se espalham o risco sistêmico aparece, e nesta situação que o Fed tem um papel importante.

Esse risco cresceu em 1987 por algumas razões: no dia 19 de Outubro os especialistas foram pegos de surpresa com o número gigantesco de ordens de venda, e para pagar por essas compras (pois eles eram a certa altura obrigados a comprar) tinham que se financiar em crédito, além disso com a queda das ações as corretoras tiveram que aumentar suas margens de garantia acima do normal. Nesse ponto as firmas precisavam de crédito adicional para continuar em suas funções, mas bancos estavam nervosos e relutantes a emprestar, só esse fato já faz crescer o perigo de *default*.

O Fed então tinha como seu principal objetivo injetar liquidez no mercado, fazendo até um pronunciamento oficial, para acalmar o mercado e garantir a segurança do sistema financeiro. Mas junto com esse anúncio o Fed tomou algumas medidas críticas:

primeiro adicionaram o estoque de reservas em operações de open market, o *funds rate* caiu de 7,5% para 6,5% no começo de Novembro isso adicionou liquidez e preveniu que o crash se espalhasse para o mercado de títulos, deixaram as linhas abertas entre os principais agentes do mercado para gerar mais segurança. Por fim, introduziram examinadores nos maiores bancos para monitorar possíveis corridas a bancos.

Resumindo sendo o emprestador de última instância, monitorando de perto os bancos e mantendo as comunicações abertas, fez o que tinha que fazer, transferiu o risco sistêmico do mercado para os bancos e por último para o próprio Fed, que é a única instituição financeira como fundos suficientes para enfrentar o risco. Entretanto o Fed tem que ser cuidadoso em suas políticas, pois pode criar pressões inflacionárias, e ao invés de curar o sistema, originaria futuras crises econômicas.

II.4 EFEITOS

Como foi dito anteriormente o crash de 1987 provocou um declínio em riqueza financeira entre US\$ 500 bilhões e US\$ 1 trilhão, porém os efeitos sobre as variáveis econômicas se dispersaram.

A taxa de poupança das famílias americanas, 1987:1 - 1988:3 (percentual de renda disponível)

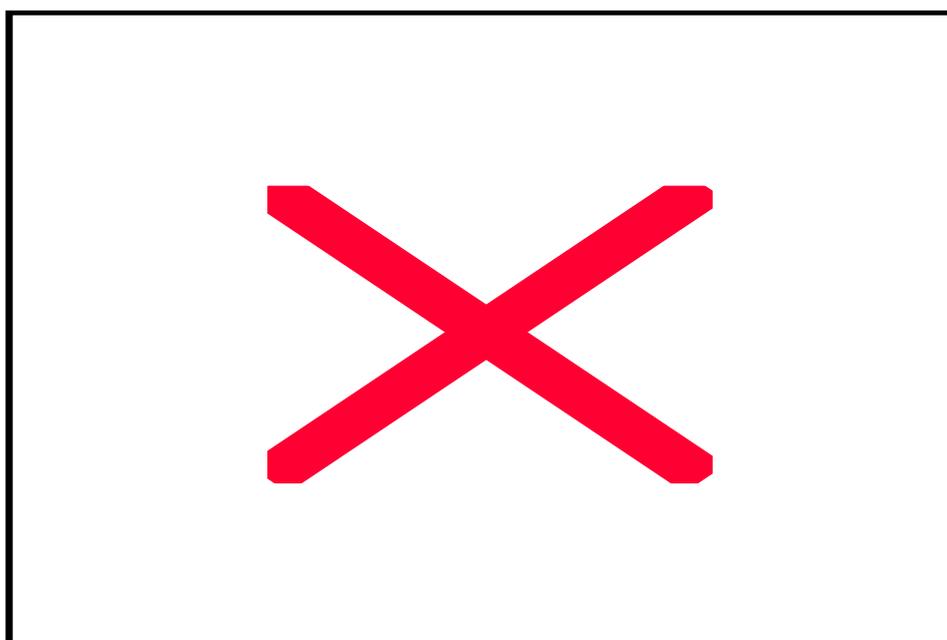
1987.1	1987.2	1987.3	1987.4	1988.1	1988.2	1988.3
4,2	2,2	2,3	4,3	4,4	3,7	4,2

Fonte: Economic Report of the President, 1989.

O crash foi seguido por um aumento na taxa de poupança de aproximadamente dois pontos percentuais. Portanto, a quebra do mercado de ações foi seguida por um enorme declínio no consumo, o que pode ser considerado pelo termo riqueza na função consumo.

A queda do mercado de ações pode afetar o gasto dos consumidores por dois lados. Primeiro, o crash reduz a riqueza financeira das famílias, que reduz assim o consumo. De acordo com a teoria, entretanto, o efeito em consumo corrente tem que ser bem menor do que a queda do valor das ações, a razão é que os consumidores vão alongar esse efeito de perda de riqueza por um período mais longo, então eles não só vão diminuir o consumo corrente como também o futuro.

O segundo canal em que o crash pode influir no consumo é que esse fato torna as pessoas incertas quanto ao futuro da economia e de futuras rendas, por isso o consumo cai e a poupança aumenta. Pesquisa feita pela Universidade de Michigan sobre o sentimento da população mostra essas incertezas. No final de 1987, de acordo com a pesquisa, em número índice, o sentimento do consumidor cai 10%, mas se recupera logo no meio de 1988, porém a maior queda ocorre mesmo com a invasão do Iraque ao Kuwait.



Fonte: Survey of Current Business, várias edições, Universidade de Michigan

Alan Garner, do Fed de Kansas City, estimou que o crash levou a US\$ 7,5 - 10 bilhões de queda no consumo, entre Outubro de 1987 e Janeiro de 1988, ou US\$ 30 - 40 bilhões em uma taxa anual. As estimativas de Garner são razoáveis com o impacto direto na mudança da riqueza pessoal no consumo, mas não deixa espaço para o impacto nas rendas futuras. David Runkle do Fed de Minneapolis, argumenta que o efeito geral do crash na economia, foi bem pequeno, algo em torno de US\$ 40 bilhões. Esse pequeno impacto pode ser explicado pois nos primeiros 3 trimestres de 1987 as ações subiram 39%, causando assim um aumento no consumo, então em Agosto o comportamento de consumo e poupança ainda não tinham se ajustado. Quando o mercado caiu, consumo não caiu tanto como previu a teoria.

IV. OS ANOS 90

Esse período se caracteriza primordialmente pelo bom desempenho da economia americana, acompanhada pelo desempenho das Bolsas, como NYSE e o NASDAQ. O NASDAQ sendo composto por empresas de tecnologia deu um grande salto nesse período principalmente no final. Isso se deve ao fato da internet estar sendo uma das grandes inovações da sociedade moderna. Todos estão percebendo que a internet é um fenômeno que não pode ser ignorado e pode render grandes frutos para as empresas que se estabelecerem no mercado, e essas empresas estão listadas no NASDAQ. Esse fato é intensificado se olharmos a segunda metade dessa década, o valor agregado acumulado dos ativos em bolsa dobrou chegando aos U\$5.2 trilhões.

Para investigar a influência do bom desempenho das ações nessa década o Federal Reserve Board patrocinou um estudo especial da Universidade de Michigan, o SRC *Survey of Consumers*. A pesquisa entrevistou cerca de 500 famílias pelo telefone mensalmente. A seguir tentaremos expor alguns resultados e conclusões obtidos através da pesquisa.

tabela 1	% das famílias que têm ações			valor médio dos fundos (95 U\$)		
	1989	1992	1995	1989	1992	1995
Qualquer renda	31,6	36,6	40,3	10,4	11,4	14,5
Valor da riqueza						
<\$25.000	3,3	6,8	6,2	35,0	5,9	2,9
\$25.000-50.000	13,0	18,7	23,2	7,4	4,3	6,0
\$50.000-100.000	32,3	40,8	47,3	5,5	7,6	9,0
\$100.000-250.000	52,4	63,4	67,3	10,4	15,2	23,4
\$250.000+	81,8	78,5	81,1	55,2	75,4	97,7
por idade						
<35	22,3	28,4	36,7	3,7	3,8	5,1
35-54	40,1	44,0	47,5	10,1	11,4	16,2
55-64	36,1	45,3	40,0	22,6	27,1	30,0
65+	26,4	28,1	31,3	29,4	22,7	27,5

tabela 2	porcentagem das ações em cada grupo		
todos somam	100	100	100
por distribuição de renda			
25 menores	1,3%	1,2%	1,6%
25-49	4,0%	3,8%	6,4%
50-74	10,9%	12,6%	11,5%
75-89	14,8%	16,5%	19,4%
90-94	11,3%	14,7%	10,8%
maiores 5	57,6%	51,2%	50,3%
por idade			
<35	4,7%	4,2%	3,9%
35-54	39,2%	38,9%	39,9%
55-64	22,1%	28,0%	23,5%
65+	34,0%	28,8%	32,7%

tabela 3 efeitos reportados devido a tendência de alta das ações nos últimos anos

efeito reportado	%
Sem efeito	85
gastou mais / poupou menos	3,4
Nd	2,6
comprou um carro	0,4
comprou uma casa	0,1
deu dinheiro para caridade	0,1
entrou em férias	0,1
gastou menos / poupou mais	11,6
Nd	8,3
Investiu no mercado de ações	3,3

tabela 4 razões para não liquidarem ativos ou diminuindo a poupança nos últimos 12 meses

Razão	%
poupando para aposentadoria	45,0
não precisa do dinheiro no momento	33,9
poupando por precaução	17,6
ativos ilíquidos	9,7
poupando para uma compra maior	7,9
poupando para educação	7,6
poupando para comprar uma casa	3,5

Na tabela 1 vemos que ao longo dos anos 90, uma maior parte da população comprou ações e que em todas as faixas de riqueza as suas participações no mercado tem aumentado. Além disso podemos ver que o valor dos ativos dos ricos têm crescido mais.

Na tabela 2 vemos que as camadas mais pobres estão tendo mais participação no mercado, enquanto os mais ricos vão perdendo terreno em porcentagem de ações detidas. Vemos um crescimento significativo da participação no mercado da população que se localiza entre 25-49% do tipo de renda, que cresceu de 4% para 6,4% em 1995. Quanto a idade vemos que a distribuição de ações permaneceu quase que inalterada, sendo que as pessoas de meia idade subiram mais em relação aos outros.

Surpreendentemente na tabela 3 temos que a esmagadora maioria, 85% disseram que as mudanças recentes nos preços das ações não afetaram seu consumo e poupança. Apenas 2,4% dos acionistas disseram que aumentaram seu gasto e diminuíram suas poupanças, incluindo “comprou um carro” ou “comprou uma casa” e “entrou de férias”.

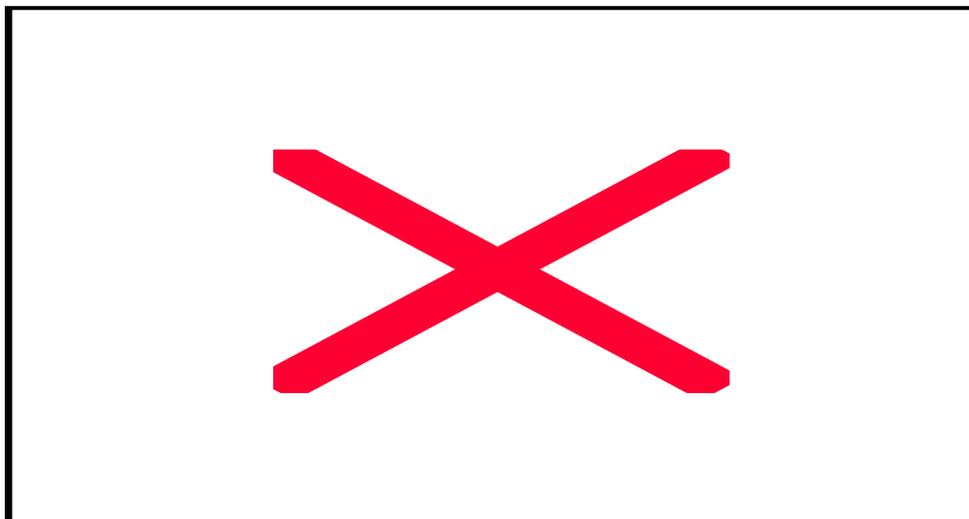
Esses resultados são inesperados, considerando o grande aumento da riqueza familiar nos últimos anos. Uma explicação possível é que os entrevistados forma modestos em explicar suas ações. Por exemplo, um acionista médio com ativos valendo U\$ 46.000, assumindo que o valor cresceu na mesma taxa que o S&P 500, teria crescido U\$23.500 entre 1994 e 1997. Com um propensão marginal a consumir riqueza de 0,03 e os pressupostos de “lags”, o efeito riqueza teria gerado um extra de U\$700 em consumo, durante esse período de 6 anos. Um efeito dessa magnitude pode não ser percebida e reportado por indivíduos, mesmo aparecendo nos dados.

“Aposentadoria”, isso foi o que a maioria respondeu como sendo a razão para poupar. Cerca de 70% dos entrevistados disseram que não tem planos em liquidar os ativos ou poupar menos no próximo ano. Resumindo, os entrevistados acharam que os ganhos nas Bolsas de Valores são parte de uma poupança de longo prazo, com poucas implicações no curto prazo.

IV.1 NOVA ECONOMIA VS VELHA ECONOMIA

Nova economia, é assim que está sendo chamada essa nova onda de empresas de tecnologia que vem ganhando espaço no mundo corporativo. Esse fator vem se intensificando nos anos 90 e adentro dos ano 2000. Agora poderosas empresas como GE e GM estão no mesmo plano que a Microsoft e a Cisco Systems. O NASDAQ é o mercado onde essas empresas podem ser avaliadas, e está sendo o ícone desse período de otimismo nos anos 90.

Essa nova economia tem trazido grandes retornos aos seus acionistas nos final dos anos 90, com o NASDAQ batendo recorde atrás de recorde de pontos. Contudo, essa nova economia também trouxe altos riscos, pois não é um mercado ainda solidificado, por isso, no ano 2000 tivemos sérias quedas no NASDAQ. E na maioria das vezes o dinheiro resgatado do NASDAQ ia direto para a Bolsa de Nova Iorque onde a velha economia está sediada, com empresas de grande porte, e com um bom retrospecto de segurança e baixo risco.



O histórico das ações de empresas da nova economia é muito curto para autorizar alguém a dizer se o extraordinário desempenho das bolsas em praticamente todos os países nos últimos anos é uma explosão especulativa temporária ou um resultado irreversível da nova economia. Até agora, mesmo considerando as oscilações recentes, praticamente todas as bolsas têm registrado altas com rapidez estonteante.

Os dados, pelo menos para a economia americana, sem dúvida, mostram que a nova economia está gerando extraordinários aumentos de produtividade. Mas, à luz da experiência histórica, isso pode não ser tão convincente. Essa não é nossa primeira experiência de um salto tecnológico. Na virada do século XX, o mundo conheceu a chegada do motor elétrico e do telégrafo – invenções de importância comparável a internet.

A lição da nova economia não é que uma pessoa pode ficar rica sem fazer qualquer esforço, simplesmente especulando com ações nas bolsas. A nova economia nos ensina

que pesquisa , inovação tecnológica e espírito empresarial proporcionaram retornos elevados.

Entretanto, esses retornos elevados vem mostrando risco elevados também. No mês de abril tivemos severas quedas do NASDAQ que em certas vezes conseguiu arrastar o DOW JONES também, tivemos um princípio de pânico nas bolsas. A internet não parecia ser mais um investimento certo para a população. Ajustes de alguns entusiasmos na bolsa é uma coisa, mas com as ações das companhias de tecnologia líderes de mercado caindo 40 ou 50% num mês, causou muito temor acerca da nova economia.

Contudo empresas da velha economia que normalmente servem como exemplo de fundamentos sólidos, no passado também tiveram seu tempo de euforia. Ferrovias, elétricas e companhias de automóveis, forma marcadas por bolhas especulativas, várias empresas tentaram aparecer no mercado, além de uma competição feroz. Investimentos arriscados na Inglaterra em 1840 ajudou a construir o sistema ferroviário do país, mas deixou no seu rastro várias falências corporativas. Entre 1900 e 1925 tivemos mais de 3.000 empresas de automóveis tentando se estabelecer no mercado nos EUA, como todos os tipo de carros que se possa imaginar.

Todos esses fatos nos levam a concluir que as empresas iniciantes de internet sem lucros, possam não mais ser bem vindas em Wall Street mesmo depois de 2 anos de existência. Então investimentos em *venture capital*, ajudam a fornecer capital inicial para essas companhias em troca de participação na empresa, vão ser bem mais conservadores no futuro.

Esse processo pode estar imitando de certa forma a teoria de Darwin, de seleção natural. No começo dos anos 80, por exemplo, tivemos vários investimentos em

companhias que estavam surgindo na indústria de PCs, que fatalmente terminou no verão de 1983 quando o mercado de ações dessas empresas de tecnologia colapsou. Empresas com nomes esquecidos como Eagle Computer, Word Star, Vector Graphics caíram com o tremor no mercado. Contudo durante esses ciclos de investimentos e manias várias empresas emergiram como a Microsoft, Dell, Sun Microsystems, Cisco, Oracle e outras, e muitos investidores esperam que esse processo esteja se repetindo nesse exato momento.

V ESTUDO DE CASOS

Poderíamos incluir o Japão como estudo de caso para o tema da monografia. Porém devemos considerar alguns fatores que nos levam a não inclui-lo. Primeiramente podemos observar no gráfico da Bolsa de Valores de Tóquio, representado pelo índice Nikkei, que desde o final de 1989, tem-se uma tendência de queda que só se estabiliza no começo de 92.



NIKKEI

Desde o começo de 90 até o final de 95 temos uma redução do índice em 48,68%, porém temos que ressaltar que nesse mesmo período tivemos em média uma valorização do Yen em relação ao dólar em 34,72%. Podemos concluir a partir desses dados que desvalorização real do índice, ou seja, tirando a depreciação do dólar em relação ao Yen, não foi tão significativa. O processo ocorreu lentamente e não de uma maneira brusca como acontece nos *crashes*.

ANO	YEN / US\$	INFLAÇÃO NO JAPÃO	TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO	BALANÇA COMERCIAL JAPONESA
1990	144	2,2	7,4	1,8
1991	134	1,9	6,4	2,3
1992	126	1,6	5,1	2,9
1993	110	0,8	4,0	2,8
1994	101	0,1	4,2	2,7
1995	94	-0,3	3,7	2,6

A taxa de câmbio é a média ao longo do ano. Inflação é a variação do deflator do PIB de ano em ano. A balança comercial é expressa como uma porcentagem do PIB. Números positivos indica superávit. Números de 1995 são estimativas para o ano, contendo até Junho de 1995.

Além disso, a tendência de consumo, poupança e investimento da população japonesa são bem peculiares quanto ao conservadorismo. Como já é sabido, temos no Japão altas taxas de poupança e muito pouco consumo e investimento, mesmo as baixas taxas de juros incentivam o aquecimento da economia, que conta também com uma inflação muito baixa.

Esse ambiente ficaria então fora do perfil proposto para a monografia, pois não poderíamos identificar o efeito riqueza, além de não termos tido grandes oscilações nas bolsas, com isso podemos concluir que a população se ajustou de maneira bem suave a queda da bolsa desde 90.

Outro estudo de caso poderia ser a Europa, especificamente a Inglaterra. Mas novamente não se encaixaria no perfil da monografia. Principalmente porque também a crise não foi originária de uma queda nas bolsas, além disso estas não tiveram papel decisivo na época.

Pois como já é conhecido, a crise do EMS começou a estourar com a pressão de reunificação alemã, e com isso manteve altas taxas de juros, tendo assim várias implicações nos outros países que mantinham uma taxa de juros menor, porém com altas expectativas de desvalorização. Mas foi em setembro de 1992 vários ataques

especulativos as moedas aconteceram. Com isso, cada país respondeu de uma maneira, no nosso caso, Reino Unido, suspendeu sua participação no EMS, depois de ter perdido uma quantidade considerável de reservas. O Reino Unido apesar de ter subido sua taxa de overnight de 10% para 15%, teve como já foi dito, abandonar o sistema, para no final então desvalorizar sua moeda em 15% contra o marco alemão.

Com esses fatos podemos concluir que o caso da Inglaterra no EMS, não acrescentaria muito ao propósito da monografia. Talvez se nós considerássemos que visto a situação da Inglaterra e da Europa com um todo a população temeria quanto ao futuro econômico. Com isso passaria poupar mais consumir menos. Contudo, como já foi dito anteriormente não teria a forte ligação com as Bolsas de Valores.

V.1 CRISE DE 1929

A grande depressão dos anos 30 é o evento que moldou muitas instituições na economia, incluindo o Fed, assim como a macroeconomia moderna. A depressão e a quebra do mercado de ações de Outubro de 1929 são popularmente conhecidas como sendo a mesma coisa. De fato, a economia começou a ir mal antes da quebra da bolsa. Estima-se que o auge do ciclo de negócios tenha sido em agosto de 1929, enquanto o auge do mercado de ações foi em setembro de 1929.

Estatísticas econômicas da Grande Depressão

Ano	PNB, 1972 US\$ bilhões	I / PNB %	Taxa de Desemprego
1929	314.7	17.8	3.2
1930	285.2	13.5	8.7
1931	263.3	9.0	15.9
1932	226.8	3.5	23.6
1933	222.1	3.8	24.9
1934	239.4	5.5	21.7
1935	260.8	9.2	49.8
1936	296.1	10.9	16.9
1937	309.8	12.8	14.3
1938	297.1	8.1	19.0
1939	319.7	10.5	17.2

Fonte: U.S. Departamento do Comercio

Nesse período, 10.000 bancos suspenderam suas operações a taxa de desemprego aumentou de 3 para 25%. Por 10 anos de 1931 a 1940, a taxa de desemprego ficou na média dos 18,8% e em uma alta 24,9% em 1933. O investimento entrou em colapso, o investimento líquido foi negativo de 1931 a 1935. O índice de preços ao consumidor caiu quase 25% de 1929 a 1933, o mercado de ações caiu 80% entre setembro de 1929 e março de 1933. De 1933 a 1937, o PNB real cresceu rapidamente a uma taxa anual de quase 9%, sem contudo diminuir a taxa de desemprego a níveis normais. Então, em 1937-1938 houve uma grande recessão, dentro da depressão, elevando a taxa de desemprego novamente para quase 20%.

Podemos entender que a queda da bolsa de valores não foi a grande causa da retração dos gastos e muito menos da depressão em si. A perda dos valores das ações foi tão grande e nem tão persistente, mesmo considerando o trauma psicológico do crash a

ponto de ser o grande vilão da estória. Podemos classificar o crash da bolsa como um estopim que derrubou de vez uma economia já ameaçada. A bolsa de valores tem seu efeito no bem estar da população, na sua riqueza, mas esses níveis são bem modestos.

Até hoje temos divergências sobre o que aconteceu naquela época. Observamos duas correntes: Monetarista e Keynesiana. A Keynesiana, enfatizava mais pelo lado fiscal do problema, enquanto que os Monetaristas, liderados por Milton Friedman tinha uma ênfase no papel da moeda e da política monetária. Tanto a explicação keynesiana como a monetarista da grande depressão enquadram os fatos, e ambas fornecem respostas à questão de por que ela aconteceu, e como prevenir que uma outra depressão aconteça novamente. Tanto as políticas fiscais ineptas como as políticas monetárias tímidas tornaram a grande depressão severa. Se tivesse havido políticas monetárias e fiscais expansivas, fortes e rápidas, a economia teria sofrido uma recessão, mas não um trauma como ela sofreu.

Quanto à política econômica podemos destacar alguns fatos. O estoque monetário caiu de 1929 a 1930, e então caiu rapidamente em 1931 e 1932 e continuou caindo até abril de 1933. ao mesmo tempo, a composição do estoque monetário variou. Em março de 1931 a razão demanda por depósitos-moeda foi de 18,5%, dois anos mais tarde, foi de 40,7%.

A queda no estoque monetário foi em parte resultado das falências bancárias em larga escala. Os bancos faliram porque não tinham reservas com as quais suprir as retiradas de dinheiro dos clientes, e falindo eles destruíram os depósitos e reduziram o estoque monetário. Mas as falências forma mais longe na redução do estoque monetário,

porque elas levaram a uma perda de confiança por parte dos depositantes e, portanto, a uma razão moeda-depósito mais alta. Além disso, os bancos que ainda não haviam falido ajustaram-se à possibilidade de uma corrida via detenção de reservas maiores em relação aos depósitos. O aumento na razão moeda-depósito e a razão reserva-depósito reduziram o multiplicador monetário e contraíram bruscamente o estoque monetário.

O Fed considerou muitos poucos passos para compensar a queda na oferta monetária, por poucos meses em 1932 ele implantou um programa de compras de mercado aberto, mas, por outro lado, ele parecia concordar com o fechamento dos bancos e certamente foi falho na compreensão do que o banco central deve agir de modo vigoroso em uma crise para prevenir o colapso do sistema financeiro.

V.2 BRASIL

Comparando com os EUA, o mercado acionário brasileiro ainda está em fase de crescimento. Tanto em termos de valor econômico quanto em volume de negociação, a Bolsa brasileira, representada pelo BOVESPA, ainda está atrás dos americanos. Isto pode ser explicado por diversas maneiras.

Primeiramente o valor das empresas da maior economia do mundo nem se comparam com o valor das empresas listadas em nosso índice. Contudo isso não é uma condição suficiente. Talvez a maior diferença, se deva a cultura econômica da população. A população americana sempre teve esse hábito de investir pesadamente suas economias em ações, principalmente em fundo mútuos. Essa mesma população sempre se preocupou com o futuro, tanto pessoal quanto de seus filhos, como por

exemplo faculdade, ou uma aposentadoria sem preocupações. Esse fator é essencial para a capitalização de uma economia, injetando dinheiro em companhias.

Empresas	US\$ Mil		
	Abr/00	Mai/00	Var.(%)
Subtotal (cias do Ibovespa)	141.885.732,47	141.336.504,86	-0,39
Subtotal (cias do IBX)	167.591.347,28	157.609.697,89	-5,96
Total Geral (470 cias)	211.714.609,23	202.754.136,61	-4,23

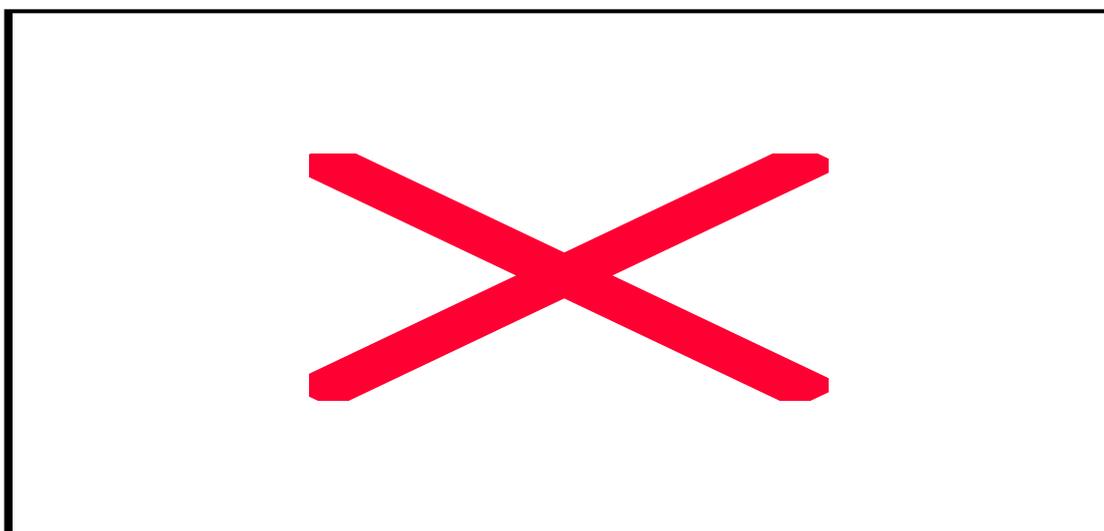
Fonte: Bovespa

No Brasil, a Bolsa de Valores sempre foi confundida com um jogo, onde só participantes de alto gabarito podiam entrar. Parecia um mundo distante da vida humilde da maioria da população brasileira. Além disso, faz pouco tempo que a BOVESPA consolidou uma organização compatível com a dimensão de seus negócios. Percebendo a importância da participação de tanto pequenos como grande investidores, ela vem tomando uma série de medidas para incentivar a participação da população. Principalmente pelo fato de que as ações não estão pulverizadas, assim como toda a riqueza brasileira, está concentrada na mão de poucos investidores, muitos deles, estrangeiros.

Tipos de Investidores	Total R\$ Mil	Participação
Pessoa Física	5.766.858,00	19,69%
Institucional	4.660.652,00	15,91%
Inves. Estrangeiro	6.121.169,00	20,90%
Emp. Priv/Publ.	829.284,00	2,83%
Instit. Financeiras	11.459.761,00	39,12%
Outros	453.871,00	1,55%
Total	29.291.597,00	100,00%

Fonte: Bovespa - Junho de 2000

Aliás através da tabela acima podemos perceber a grande importância da participação estrangeira na movimentação da BOVESPA. Isso acaba nos tornando uma válvula de escape preferida desses investidores, principalmente pela liquidez de nosso mercado. Sempre que ocorre uma turbulência no mundo, o Brasil é um dos primeiros lugares que os investidores recorrem para vender ações e tampar suas perdas em outros mercados. Trazendo assim uma volatilidade excessiva para o nosso mercado, aumentando ainda mais o temor da população investir na BOVESPA.



É inegável que a Bolsa brasileira tenha sido e continua sendo um bom investimento. Claro que assim como nas Bolsas americanas, necessita-se de uma maior paciência dos investidores com relação aos retornos, pois se pensarem em longo prazo, terão poupanças gordas, porém se tiverem pressa ou quiserem jogar no curto prazo, entrarão no mundo de incertezas e apostas, onde realmente não é lugar para amadores.

O fato a ser observado é que o efeito riqueza não é muito visto no Brasil, principalmente devido a sua magnitude e importância na economia nacional. Quando as Bolsas enfrentaram quedas significativas na crise da Ásia e russa, tivemos várias reportagens sobre o sobe e desce da Bolsa e como as ações perderam valor. Mas o que realmente aconteceu com o comportamento dos investidores nesses episódios? Muito

pouco. Não tivemos declínio do consumo ou de investimentos, causados pela Bolsa. Tivemos sim quando as taxas de juros se elevaram drasticamente com as crises, mas nesse caso já temos uma retração econômica direta pelos juros. Isso pode ser explicado, pois a participação da população brasileira nas Bolsas de Valores é irrisória, então podemos concluir que seu efeito na população como um todo tem que ser pequeno também.

VI. CONCLUSÃO

Com os fatos apresentados acima podemos concluir que o efeito riqueza de fato é uma questão válida, tem sua influência, porém até onde vai essa influência é uma questão a ser discutida.

Ficou claro que no crash de 1987 o consumo e os gastos caíram, porém em eventos como a guerra do Golfo, a magnitude foi bem maior. Em 1929, tivemos uma grande crise não provocada pela Bolsa, mas sim engatilhada, pois os fundamentos da crise já estavam lá. Nos anos noventa, o grande desempenho das bolsas e o dinheiro extra que foi injetado na economia podem ser confundidos com o ótimo desempenho da economia americana.

Quanto aos outros países, como o Brasil, é quase imperceptível, pois numa economia onde esse mercado está pouco segmentado e muito mal distribuído, fica difícil de analisar o comportamento da classe média alta que detém a maioria das ações nacionais. Isto porque mesmo para pessoas ricas, as Bolsas de Valores não representam tanto assim em suas economias. Além do mais, é sabido que se tivermos uma crise e uma queda estrondosa no mercado, ele por si só vai se recuperar, o que mais as Bolsas viram durante esse século forma ciclos de negócio.

Mas no geral apesar dos consumidores não reportarem tanto o efeito riqueza em resposta a um aumento no preço das ações, os resultados empíricos são consistentes com a teoria do ciclo de vida. Principalmente porque essa teoria prevê efeitos modestos de ganho de riqueza em consumo corrente, pois esses ganhos tendem a ser distribuídos durante toda a vida da população, esse é a maior questão.

Bem recentemente vimos que a euforia do NASDAQ, vem sendo interrompida por quedas recordes em seu índice, trazendo novamente a questão da retração do consumo. Contudo Wall Street produziu a mesma preocupação em 1987, quando as ações caíram 20%. O que as pessoas esquecem é que preços das ações são muito importantes em Wall Street, mas não tanto em qualquer outro lugar. Em 1987 houve um efeito riqueza, mas muito mais sentida nas firmas de corretagem, o número de corretores caiu além de suas rendas, mas o resto do país quase não notou.

É verdade que hoje em dia temos muito mais ações em carteira, em forma de fundos mútuos, do que antigamente, mas o preço de casas e apartamentos são alvo de muito mais atenção da população do que o mercado de ações. Nos anos noventa ficou comprovado que os preços dos ativos subiram muito, mas ainda não são tão importantes assim se compararmos com o valor de suas residências ou outros imobilizados.

Portanto o que temos que observar é que o efeito existe e acontece a todo o momento, principalmente em grande variações das Bolsas, porém como o efeito riqueza é disperso durante a vida do investidor, ele quase não é sentido pelos olhos da maioria da população, quando raciocina com relação ao seu portfólio, mas é notada quando se olham os valores agregados.

VII. BIBLIOGRAFIA

DORNBUSCH, Rudiger e FISCHER, Stanley. “Macroeconomia”.

FABOZZI, Frank J. , MODIGLIANI, Franco e FERRI, Michael G. “Foundations of Financial Markets and Institutions”.

MODIGLIANI, Franco. “The Collected Papers of Franco Modigliani / edited by Andrew Abe”. MIT Press, 1980.

MISHKIN, Frederic S. “The economics of Money, Banking and Financial Markets”. 5ª edição.

MISHKIN, Frederic S. “The Household Balance Sheet and the Great Depression”. Journal of Economic History, December 1978.

SHILLER, Robert J. “Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence”. NBER Working Paper, 1987.

FAIR, Ray C. “Fed Policy and the Effects of s Stock market crash on the Economy”. Yale University Paper.

STERN, Gary H. “Achieving Economic Stability: Lessons From the Crash of 1929”. Federal Reserve bank of Minneapolis 1987 Annual Report Essay.

KARK, Lewis. “Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption” . Journal of Economic Literature, 1999.

BARSKY, Robert e BRADFORD, De-Long “Bull and Bear Market in the 20th Century”. Journal of Economic History, June 1990.

CONROY, Michael. “The Productivity of Economics Departments in the U.S. : Publications in the Core Journals”. Journal of Economic History, December 1995.

STAR-McCKUER, Martha. “Stock Market Wealth and Consumer Spending”. Federal Reserve Board of Governors, April 1998.

LUDVIGSON, Sydney. “How Important is the Stock Market Effect on Consumption?”. Federal Reserve Bank of New York, July 1999.