

Melhor livro do ano
pelo *Financial Times*



BOOM

E

Um Panorama Histórico das Bolhas Financeiras

CRASH



William Quinn

Pesquisador e professor de Finanças na
Queen's University Belfast

John D. Turner

Professor de Finanças e História Financeira
e Membro da Academia de Ciências Sociais
do Reino Unido



ALTA BOOKS

EDITORA

Rio de Janeiro, 2023

SUMÁRIO

Lista de Figuras	vii
Lista de Tabelas	ix
1 O TRIÂNGULO DA BOLHA	1
2 1720 E A INVENÇÃO DA BOLHA	18
3 NEGOCIABILIDADE REVIVIDA: A PRIMEIRA BOLHA DOS MERCADOS EMERGENTES	42
4 DEMOCRATIZANDO A ESPECULAÇÃO: A GRANDE MANIA FERROVIÁRIA	62
5 DINHEIRO DOS OUTROS: O BOOM IMOBILIÁRIO AUSTRALIANO	82
6 WHEELER-DEALERS: A MANIA BRITÂNICA DAS BICICLETAS	103
7 OS LOUCOS ANOS 1920 E O CRASH DE WALL STREET	121
8 SOPRANDO BOLHAS COM OBJETIVOS POLÍTICOS: O JAPÃO NOS ANOS 1980	141
9 A BOLHA PONTOCOM	159

10 "CHEGA DE BOOM E CRASH": A BOLHA DO SUBPRIME	179
11 CAPITALISMO DE CASSINO COM CARACTERÍSTICAS CHINESAS	205
12 PREVENDO BOLHAS	223
Agradecimentos	237
Notas Bibliográficas	239
Bibliografia	267
Índice	289

AMOSTRA

1) O TRIÂNGULO DA BOLHA

Definimos bolha como um empreendimento que se expande para uma aparência de esplendor e solidez, sem qualquer probabilidade de permanência, e o nome consideramos como derivado do especioso produto do ato de soprar água com sabão, com o qual a maioria dos engenhosos jovens desta esfera estão familiarizados há muito tempo.¹

Anônimo

Temos que virar a página da mentalidade de bolha e crash que causou essa bagunça.²

Presidente Barack Obama

Qual é a diferença entre o grande compositor George Frideric Handel e Shane Filan, vocalista da boyband irlandesa *Westlife*? Para quem tem inclinação musical, a resposta é óbvia: Handel é um dos músicos eruditos mais respeitados de todos os tempos, tendo composto várias óperas famosas. Por outro lado, Filan se especializou, sobretudo, em fazer versões melosas de músicas pop dos anos 1970. No entanto, a diferença que nos interessa é que, enquanto um perdeu toda a sua riqueza em uma bolha, o outro saiu antes que a bolha estourasse, obtendo um belo lucro como resultado.

Com 30 anos de idade, as composições musicais de Handel já o haviam tornado um homem muito rico — sua patrocinadora, a rainha Anne, lhe proporcionava uma renda anual considerável. Em 1715, ele investiu parte de sua riqueza em cinco ações da Companhia dos Mares do Sul que custariam cerca de £440. Handel vendeu suas ações antes do final de junho de 1719 com um lucro de cerca de £145 — pouco antes da enorme bolha nas ações da empresa.³ Quando Shane Filan tinha 30 anos de idade, o *Westlife* era um dos grupos pop de maior sucesso de todos os tempos e o patrimônio líquido dos quatro membros do grupo era superior a £32 milhões. Junto com seu irmão,

Filan decidiu se tornar um desenvolvedor imobiliário em meio à bolha imobiliária irlandesa. A fim de comprar o máximo de propriedades possível, ele complementava sua própria renda fazendo empréstimos de grandes somas de dinheiro junto aos bancos. Em 2012, ele declarou falência, devendo £18 milhões a seus credores.

Shane Filan não foi o único perdedor quando a bolha imobiliária entrou em colapso. Na Irlanda do Norte, onde ambos vivemos, os preços das casas mais do que triplicaram entre 2002 e 2007; em 2012, haviam caído para menos da metade de seu pico.⁴ Assim, observamos de perto a destruição econômica que uma bolha pode causar. As bolhas podem estimular o superinvestimento, excesso de empregos e de construções, o que acaba sendo ineficiente tanto para as empresas quanto para a sociedade.⁵ Em outras palavras, bolhas desperdiçam recursos, como claramente ilustrado pelas casas inacabadas e os conjuntos habitacionais fantasmas que existiam em toda a Irlanda quando a bolha imobiliária estourou. Outras ineficiências estão no campo dos mercados de trabalho, à medida que as pessoas treinam ou retreinam para uma indústria inflada. Quando a bolha estoura, elas ficam desempregadas, e parte de seu investimento na educação foi desperdiçada. Após o colapso da bolha imobiliária, muitos de nossos amigos, vizinhos e estudantes que se formaram como arquitetos, corretores imobiliários, construtores, encanadores e advogados estavam desempregados, em um novo nicho no mercado ou viajando para o exterior para encontrar trabalho.

Os efeitos econômicos mais graves geralmente ocorrem quando o estouro de uma bolha reduz o valor de garantia dos empréstimos bancários. Isso, juntamente com a incapacidade dos investidores da bolha de pagar os empréstimos, pode resultar em uma crise bancária. O colapso dos preços das casas depois de 2007 foi seguido pela crise financeira global, e assistimos à queda de bancos norte-americanos, britânicos, irlandeses e outras instituições europeias. Isso resultou em grandes e duradouros danos para a economia. As crises financeiras são incrivelmente destrutivas em termos econômicos: as estimativas das perdas na produção econômica para as crises bancárias depois de 1970 variam de 15% a 25% do PIB anual.⁶ No entanto, essas estimativas escondem os grandes custos que as crises financeiras têm sobre o bem-estar psicológico e humano.⁷ Elas também ignoram os custos humanos associados à imposição de medidas de austeridade após o

término da crise. Ambos experimentamos e testemunhamos cortes nos salários reais, níveis reduzidos de prestação de serviços públicos e cortes nos pagamentos de assistência social para famílias.

No entanto, nem todas as bolhas são tão economicamente destrutivas quanto foi a bolha imobiliária dos anos 2000, e algumas podem até ter consequências sociais positivas.⁸ Existem pelo menos três maneiras pelas quais as bolhas podem ser úteis. Em primeiro lugar, a bolha pode facilitar a inovação e encorajar mais pessoas a se tornarem empreendedoras, o que acaba por alimentar o crescimento econômico futuro.⁹ Em segundo lugar, novas tecnologias desenvolvidas por empresas da bolha podem ajudar a estimular inovações futuras, e essas próprias empresas podem usar a tecnologia desenvolvida durante a bolha para entrar em um setor diferente. Em terceiro lugar, as bolhas podem fornecer capital para projetos tecnológicos que não seriam financiados na mesma medida em um mercado financeiro totalmente eficiente. Muitas bolhas históricas foram associadas a tecnologias transformadoras, como ferrovias, bicicletas, automóveis, fibra ótica e a internet. William Janeway, que foi um investidor de risco de grande sucesso durante a bolha da internet, defende a tese de que várias tecnologias economicamente benéficas não teriam sido desenvolvidas sem a ajuda de bolhas.¹⁰

Por que nos referimos a uma alta e uma queda nos preços dos ativos como uma bolha? A palavra “bubble” (“bolha” em inglês), em sua ortografia atual, parece ter se originado com William Shakespeare no início do século XVII. Na famosa frase “O mundo inteiro é um palco”, de sua comédia *Do Jeito que Você Gosta*, ele usa a palavra bolha como um adjetivo que significa frágil, vazio ou inútil, assim como uma bolha de sabão. Ao longo do século seguinte, “bubble” foi amplamente usada como verbo, tendo como significado “enganar”. A aplicação do termo aos mercados financeiros começou em 1719, com escritores como Daniel Defoe e Jonathan Swift, que viam muitas das novas empresas sendo incorporadas não apenas como inúteis e vazias, mas também como enganosas.¹¹ A metáfora da bolha pegou, mas com o tempo seu uso se tornou um pouco menos pejorativo.

Atualmente, a palavra “bolha” é usada por comentaristas e meios de comunicação para descrever qualquer instância em que o preço de um ativo pareça um pouco alto demais. Entre os economistas acadêmicos, no entanto, usar a palavra pode ser algo profundamente controverso.

Uma escola de pensamento vê uma bolha como a não explicação de um fenômeno financeiro, um rótulo aplicado apenas a episódios para os quais não temos uma explicação melhor.¹² Eugene Fama — o pai das finanças empíricas modernas — vai além disso, chamando o termo de “traíçoeiro” e reclamando que “a palavra ‘bolha’ me enlouquece”.¹³ Na visão de Fama, a palavra “bolha” é desprovida de significado, nunca tendo sido formalmente definida.¹⁴

Neste livro, tomamos emprestada a definição de Charles Kindleberger, historiador econômico do MIT e estudioso de bolhas, que as descreve como um “movimento ascendente de preços em uma série estendida que depois implode”. Em outras palavras, uma bolha é um aumento acentuado no preço de um ativo, como uma ação, durante um período de tempo, seguido por uma queda acentuada em seu preço.¹⁵ Outros sugeriram que, para um episódio constituir uma bolha, os preços devem ter se desconectado do “valor fundamental” do ativo.¹⁶ No entanto, essa definição torna as bolhas muito mais difíceis de serem identificadas com certeza, o que pode levar a longas discussões sobre se um determinado episódio foi uma bolha “verdadeira” ou não. Ela também é separada do uso histórico do termo. A beleza da definição de Kindleberger para nós é que, como ela não faz afirmações sobre as causas subjacentes das bolhas, podemos investigar essas causas por nós mesmos. Uma implicação dessa definição é que uma bolha só pode ser identificada com 100% de certeza após ela acontecer. No entanto, isso não significa que as bolhas sejam eventos totalmente imprevisíveis e aleatórios. Neste livro, propomos uma nova metáfora e estrutura analítica que descrevem suas causas, explicam o que determina suas consequências e — assim esperamos — ajudam a prevê-las no futuro.

O Triângulo da Bolha

O ponto de partida de nossa metáfora é pensar em uma bolha financeira como um incêndio: tangível, destrutivo, sem limites e difícil de controlar quando se inicia. Embora os incêndios possam causar sérios danos, eles também podem ser úteis em determinados ecossistemas, contribuindo, por exemplo, para a renovação de savanas, pradarias e florestas de coníferas. O mesmo acontece com as bolhas. Levando essa metáfora adiante, a formação de um incêndio pode ser descrita em termos simples usando o triângulo do fogo, que consiste em oxigênio, combustível e calor. Com níveis suficientes desses três componentes, um incêndio pode ser iniciado por uma simples faísca. Uma vez que o incêndio começa, ele pode ser extinto pela remoção de qualquer um dos componentes. Propomos que uma estrutura análoga pode ser usada para descrever como as bolhas são formadas: o triângulo da bolha, resumido na Figura 1.1.

O primeiro lado do nosso triângulo da bolha — o oxigênio para o boom acontecer — é a negociabilidade: a facilidade com que um ativo pode ser comprado e vendido livremente. A negociabilidade tem muitas dimensões. A legalidade de um ativo afeta de maneira fundamental sua negociabilidade. Proibir a negociação de um ativo nem sempre o torna totalmente não comercializável, como demonstrado pela abundância de mercados ilegais em todo o mundo. Contudo, isso geralmente dificulta a compra e a venda, e as bolhas geralmente são precedidas pela legalização de certos tipos de ativos financeiros. Outro fator é a divisibilidade: se for possível comprar apenas uma pequena parcela do ativo, isso o torna mais comercializável. As empresas públicas, por exemplo, são mais negociáveis do que imóveis, porque é possível negociar pequenas partes da empresa pública comprando e vendendo suas ações. As bolhas às vezes seguem inovações financeiras, como títulos hipotecários, que tornam ativos anteriormente indivisíveis — neste caso, os empréstimos hipotecários — em divisíveis.

Outra dimensão da negociabilidade é a facilidade de encontrar um comprador ou vendedor.



Figura 1.1 O triângulo da bolha

Por exemplo, um dos ativos de investimento menos negociáveis são as obras de arte, porque o conjunto de potenciais compradores é muito pequeno em comparação com ativos como ouro e títulos do governo. As bolhas são muitas vezes caracterizadas por uma maior participação no mercado para seu próprio ativo, expandindo o potencial conjunto de compradores e vendedores. Por fim, a facilidade com que o ativo pode ser transportado é importante. Os ativos que podem ser transferidos digitalmente agora podem ser comprados e vendidos várias vezes ao dia, sem que o comprador ou vendedor saia de casa, enquanto ativos mais tangíveis, como automóveis ou livros, precisam ser transportados para um novo local. Algumas bolhas são viabilizadas por inovações financeiras que permitem que ativos portáteis sejam utilizados, em vez dos que são imóveis — negociando a escritura de uma casa, por exemplo, em vez da própria casa. Assim como o oxigênio, a negociabilidade está sempre presente de certa forma e é essencial para o funcionamento de uma economia. No entanto, assim como não se mantém tanques de oxigênio ao lado de uma fogueira, há momentos e lugares em que o excesso de negociabilidade pode ser perigoso.¹⁷

O combustível para a bolha é o dinheiro e o crédito. Uma bolha só pode se formar quando o público tem capital suficiente para investir no ativo e, portanto, é muito mais provável que aconteça quando há dinheiro e crédito em abundância na economia. Taxas de juros baixas e condições largas de crédito estimulam o crescimento das bolhas de

duas maneiras. Em primeiro lugar, os próprios ativos da bolha podem ser comprados com dinheiro emprestado, elevando seus preços. Como os bancos estão emprestando dinheiro de outras pessoas e os mutuários estão tomando emprestado o dinheiro de outros, nenhum deles está totalmente sujeito a perdas se um investimento em um ativo de bolha falhar.¹⁸ Quanto maior a expansão dos empréstimos bancários, maior a quantidade de fundos disponíveis para investir na bolha, e mais alto o preço dos ativos da bolha ficará. Quando os investidores começarem a vender seus ativos da bolha para pagar empréstimos, o preço desses ativos provavelmente entrará em colapso. Desta maneira, as bolhas financeiras podem estar diretamente ligadas às crises bancárias.¹⁹

Em segundo lugar, as baixas taxas de juros sobre ativos tradicionalmente seguros, como dívidas do governo ou depósitos bancários, podem levar os investidores a tentar otimizar seu rendimento investindo em ativos de risco. Como resultado, os fundos fluem para ativos mais arriscados, onde é muito mais provável que ocorra uma bolha. A propensão dos investidores a buscar rendimento tem uma longa história. Walter Bagehot, o famoso editor do periódico *The Economist*, observou em 1852 que “John Bull pode suportar muita coisa, mas não é capaz de suportar 2% (...) Em vez desse evento terrível, eles investem suas economias cuidadosas em algo impossível — um canal para Kamchatka, uma ferrovia para Watchet, um plano para dar vida ao Mar Morto”.²⁰ Na experiência de Bagehot, os investidores muitas vezes preferem investir em algo ridículo a aceitar uma taxa de juros baixa em um ativo seguro.

O terceiro lado do nosso triângulo da bolha, análogo ao calor, é a especulação. A especulação é a compra (ou venda) de um ativo com o objetivo de vendê-lo (ou recomprá-lo) em uma data posterior com a única motivação de gerar um ganho de capital.²¹ A especulação está sempre presente de certa forma; sempre há alguns investidores que compram ativos na expectativa de aumentos futuros de preços. No entanto, durante as bolhas, um grande número de novatos se torna especuladores, muitos dos quais negociam puramente por impulso, comprando quando os preços estão subindo e vendendo quando os preços estão caindo. Assim como um incêndio produz seu próprio calor quando começa a queimar, o investimento especulativo se perpetua: os primeiros especuladores obtêm grandes lucros, atraindo mais

dinheiro especulativo, o que, por sua vez, resulta em mais aumentos de preços e maiores retornos para os especuladores. A quantidade de especulação necessária para iniciar o processo é apenas uma pequena fração daquela que ocorre em seu pico.

Uma vez que uma bolha está em curso, especuladores profissionais podem comprar um ativo que sabem que está superfaturado, planejando revendê-lo para o “mais tolo” a fim de obter um ganho de capital.²² Essa prática é comumente chamada de “surfear na bolha”.²³ No entanto, muitas vezes é difícil distinguir os investidores que surfaram na bolha daqueles que tiveram a sorte de vender no momento certo. A especulação também é muito mais difundida quando muitos investidores têm exposição limitada ao risco de queda. Esse pode ser o caso quando a inadimplência das dívidas resulta em poucos custos, quando os investidores institucionais se deparam com estruturas de incentivos mal projetadas ou quando os proprietários de bancos têm responsabilidade limitada. Nessas circunstâncias, a perspectiva de comprar um ativo de risco na esperança de ganhos de curto prazo é muito mais atraente.

É claro que os investidores também podem especular “visando a queda”: ou seja, vender ativos na esperança de comprá-los de volta mais tarde por um preço mais baixo. Se os especuladores não possuem o ativo, eles podem especular visando a queda realizando a venda a descoberto: tomando o ativo emprestado, vendendo-o, comprando-o de volta mais tarde por um preço mais baixo e devolvendo-o ao credor. O vendedor espera que o preço do ativo caia no período intermediário para que ele possa lucrar com a negociação. Porém, na prática, a venda a descoberto costuma ser muito mais difícil e arriscada do que simplesmente comprar um ativo. Quando um investidor compra uma ação, as perdas potenciais são limitadas, mas os ganhos potenciais são ilimitados; quando um investidor vende uma ação a descoberto, acontece o contrário. Mesmo com o ativo estando claramente sobrevalorizado, esse tipo de venda pode arruinar completamente um investidor se seu preço continuar subindo. Muitas vezes, existem restrições legais ou regulamentares à venda a descoberto, juntamente com o opróbrio social contra os vendedores a descoberto. Outras vezes, em primeiro lugar, pode ser extremamente caro pegar emprestado o ativo.²⁴ Em mercados menos regulamentados, a venda a descoberto pode deixar os investidores expostos a manipuladores de mercado que forjam as ações vendidas nessa categoria.²⁵

Qual é a faísca que incendeia o fogo da bolha? Modelos econômicos de bolhas lutam para explicar quando e por que elas começam — de acordo com Vernon Smith, um laureado com o Nobel, as faíscas que iniciam as bolhas são um mistério.²⁶ Neste livro, argumentamos que a faísca pode vir de duas fontes: de uma inovação tecnológica ou de uma política governamental.

A inovação tecnológica pode desencadear uma bolha ao gerar lucros anormais nas empresas que usam a nova tecnologia, levando a grandes ganhos de capital em suas ações. Depois, esses ganhos de capital atraem a atenção dos *traders de momentum*, que começam a comprar ações das empresas *porque* seu preço subiu. Nesta fase, várias novas empresas que usam (ou pretendem usar) a nova tecnologia muitas vezes abrem o capital para tirar proveito das valorizações elevadas. Embora as valorizações possam parecer excessivamente elevadas para observadores experientes, elas geralmente persistem por dois motivos: primeiro, a tecnologia é nova e seu impacto econômico é altamente incerto. Isso significa que há informações limitadas com as quais avaliar as ações com precisão; segundo, o entusiasmo em torno da tecnologia leva a altos níveis de atenção da mídia, atraindo mais investidores. Isso muitas vezes é acompanhado pelo surgimento de uma narrativa de “nova era”, na qual a magia da transformação do mundo pela nova tecnologia torna obsoletas as antigas métricas de avaliação, justificando os preços muito altos.²⁷

Por outro lado, a faísca pode surgir devido a políticas governamentais que fazem com que os preços dos ativos subam.²⁸ Normalmente, mas nem sempre, o aumento dos preços dos ativos é projetado deliberadamente na busca de um objetivo específico. Esse objetivo pode ser o enriquecimento de um grupo politicamente importante ou dos próprios políticos. Pode ser parte de uma tentativa de remodelar a sociedade de uma forma que o governo considere desejável — várias bolhas imobiliárias, por exemplo, foram desencadeadas pelo desejo dos governos de aumentar os níveis de propriedade. As primeiras grandes bolhas financeiras, descritas no Capítulo 2, foram projetadas como parte de elaborados esquemas para reduzir a dívida pública.

Além de criar a faísca por meio de suas decisões políticas, os governos podem puxar outras alavancas políticas que afetam um ou mais lados do triângulo da bolha. Por exemplo, os governos podem

baixar as taxas de juros ou aumentar a oferta de dinheiro, garantindo assim que o público tenha recursos suficientes para investir na bolha. Eles podem buscar a desregulamentação financeira, permitindo que os bancos emprestem mais dinheiro em termos menos restritivos, aumentando assim a quantidade de crédito. Uma extensão de crédito pode permitir que mais investidores comprem na bolha com alavancagem, incentivando-os a se envolver em mais especulação. A desregulamentação financeira também pode facilitar a compra e venda dos ativos envolvidos na bolha, aumentando sua negociabilidade.

Por que as bolhas acabam? Uma razão óbvia é que elas ficam sem combustível. Há uma quantidade finita de dinheiro e crédito a ser investido no ativo da bolha, de modo que aumentos na taxa de juros de mercado ou o aperto do banco central podem fazer com que a quantidade de crédito caia. Isso torna o empréstimo para investir em um ativo mais difícil para os especuladores, o que pode, por sua vez, desencadear uma venda no ativo da bolha, à medida que os investidores procuram levantar capital. Em vez disso, o aperto dos mercados de crédito pode impossibilitar que aqueles que investiram na bolha com dinheiro emprestado estendam a duração de seus empréstimos, forçando-os a vender o ativo.

O número de especuladores também é finito, podendo eventualmente atingir um limite máximo. Os especuladores podem se assustar e sair do mercado quando chegam novas informações que alteram suas expectativas sobre os preços futuros. Por exemplo, uma bolha pode estourar em resposta a anúncios de notícias sugerindo que os fluxos de caixa futuros associados aos ativos da bolha serão menores do que o esperado. Como os investidores especulativos normalmente compram um ativo porque seu preço está subindo, mesmo uma leve reversão pode reduzir de forma drástica o apelo do ativo. O efeito do trading de momentum é revertido: os investidores vendem o ativo porque seu preço está caindo, e a crença de que os preços continuarão caindo torna-se autorrealizável.

Por que algumas bolhas causam danos econômicos generalizados, enquanto outras têm pouco efeito sobre a macroeconomia? Existem duas variáveis importantes: o tamanho da bolha e sua centralidade na economia em geral. As bolhas mais prejudiciais são aquelas em que uma riqueza substancial é investida em um ativo profundamente integrado ao restante da economia. Essa integração pode ser na forma de

cadeias de suprimentos; por exemplo, a falência de uma empresa-bolha também pode falir seus fornecedores, que, por sua vez, deixam de efetuar os pagamentos a outra empresa. No entanto, uma rota mais comum para o dano se espalhar é por meio do sistema bancário. Para continuar com a metáfora do fogo, vamos considerar que os bancos são o equivalente a uma plataforma de petróleo combustível no meio de uma cidade movimentada. Quando os bancos vão à falência, muitas vezes como resultado do banco ou seus mutuários deterem a maior parte de um ativo de bolha, isso pode desencadear uma cadeia de falências e inadimplências que destrói negócios, empregos e meios de subsistência. Na pior das hipóteses, a falência de um banco expõe várias outras, com efeitos igualmente devastadores. Os bancos também tendem a atender uma ampla gama de clientes, muitos dos quais não teriam nenhuma conexão com a bolha. A exposição de bancos a um colapso pode, portanto, fazer com que uma falência regional ou de um setor específico se transforme em uma recessão em toda a economia.

Em suma, nosso triângulo descreve as condições necessárias para uma bolha — negociabilidade, dinheiro/crédito e especulação. Elas se tornam condições suficientes para uma bolha apenas quando se adiciona uma centelha tecnológica ou política adequada. Acreditamos que o triângulo da bolha é uma estrutura poderosa para entender por que elas acontecem, bem como sua gravidade ou utilidade social. Sendo que descreve as circunstâncias nas quais uma bolha pode ocorrer, ele também é útil como ferramenta preditiva. No entanto, como os vários elementos da estrutura não podem ser reduzidos a um conjunto organizado de métricas, a aplicação da estrutura para fins preditivos requer o uso de julgamento.

A explicação mais antiga existente para as bolhas é a irracionalidade (ou loucura) por parte dos indivíduos e a mania concomitante por parte da sociedade. Uma das primeiras expressões dessa explicação veio de *Charles Mackay*, um jornalista e escritor escocês, que a publicou pela primeira vez em sua obra *A História das Ilusões e Loucuras das Massas*, em 1841. Esse livro foi tão popular que é publicado até hoje. Mackay era um grande contador de histórias, e sua teoria foi apoiada por uma série de anedotas vívidas que supostamente ilustravam como as sociedades poderiam se tornar insanas. Seus contos abrangiam bruxas, relíquias, as Cruzadas, adivinhação, pseudociência, alquimia, penteados e até pelos faciais. Tendo demonstrado a

quase universalidade da loucura, ele escreveu capítulos sobre a bolha da Mares do Sul, a bolha do Mississippi e a Tulipomania holandesa, todos eles argumentando que as bolhas ocorrem por causa das falhas psicológicas dos investidores.

Mackay não foi o primeiro a associar bolhas com loucura e irracionalidade. Sir Isaac Newton, um dos cientistas mais brilhantes e influentes de toda a história, perdeu uma fortuna ao investir na bolha da Mares do Sul. Quando questionado sobre suas perdas, ele teria dito “que não podia calcular a loucura do povo”.²⁹

Essa hipótese da loucura das multidões foi refinada e expandida por nomes como Kindleberger, John Kenneth Galbraith e, mais recentemente, pelo laureado com o Nobel, Robert Shiller.³⁰ Este último e outros economistas argumentam que as bolhas podem ser amplamente explicadas pela economia comportamental, com falhas cognitivas e vieses psicológicos por parte dos investidores fazendo com que os preços subam além de seu valor objetivo.³¹ Um subconjunto de investidores, por exemplo, pode sofrer de uma inclinação de excesso de confiança, pela qual superestima o desempenho futuro das ações de uma empresa, ou pode ter um viés de representatividade, pelo qual extrapola incorretamente uma série de anúncios de boas notícias e reagem exageradamente.³² Outros investidores podem simplesmente seguir ou imitar esse subconjunto de investidores apenas por causa do comportamento de manada e da ingenuidade de sua parte.³³

A visão de que as bolhas são em grande parte um produto da irracionalidade foi contrariada por economistas que, como o laureado com o Nobel, Eugene Fama, acreditam que os investidores são racionais e os mercados, eficientes.³⁴ Muitas pesquisas recentes sobre o assunto se concentraram, portanto, em estabelecer se uma determinada bolha era “racional” ou não.³⁵ O que é lamentável, porque a estrutura racional/irracional é quase inútil para entender as bolhas. Em parte, isso ocorre porque a palavra “racional” é tão vagamente definida que muitos comportamentos comuns dos investidores podem ser classificados como “racionais” ou “irracionais”, dependendo das preferências do economista.³⁶ Porém, de maneira mais fundamental, a estrutura é muito redutora. Os preços dos ativos em uma bolha são determinados por ações de uma ampla gama de investidores com diferentes informações, cosmovisões, filosofias de investimento e personalidades diferentes. Muitas vezes, eles também enfrentam incentivos diferentes.

Dividir simplesmente esses investidores em categorias rotuladas como “racionais” e “irracionais” não faz jus à complexidade do fenômeno, e, como resultado, tentamos evitar esses termos por completo.

Bolhas Históricas

Abordamos as bolhas históricas neste livro como se fôssemos investigadores em uma área de incêndio, vasculhando as cinzas das bolhas históricas em um esforço para entender suas causas. Em seguida, tentamos usar esse conhecimento para agir como conselheiros de segurança contra incêndios, elaborando políticas que podem impedir a formação de bolhas ou serem socialmente destrutivas no futuro. Primeiro, no entanto, precisamos decidir quais incêndios investigar. Temos dois critérios de seleção. Para sermos coerente com nossa definição de bolha, estamos interessados apenas em bolhas nas quais ocorreu um grande aumento e depois uma queda nos preços dos ativos. Quão grande é grande? Exigimos um aumento nos preços dos ativos de pelo menos 100% em menos de três anos, seguido de um colapso de pelo menos 50% nos preços em um período de três anos ou menos.³⁷ Para bolhas no mercado de ações, não exigimos que todo o mercado tenha sofrido uma reversão; em vez disso, a reversão pode ter ocorrido em setores ou indústrias específicas.³⁸ Esse conjunto de critérios significa que as bolhas incluídas em nosso catálogo são as maiores. No entanto, isso também significa que podemos ter ignorado algumas bolhas simplesmente porque nós ou estudiosos anteriores não conseguimos encontrar e comparar os dados dos preços.

O segundo critério é que a reversão do preço do ativo tem que ter sido acompanhada por um boom promocional, com novas empresas ou títulos financeiros sendo lançados no mercado financeiro. Isso garante que as bolhas que selecionamos sejam aquelas que tiveram impacto na economia além dos efeitos da reversão de preços. Uma implicação desse critério é que excluimos bolhas em commodities ou colecionáveis, como revistas em quadrinhos, ursos de pelúcia e cartões de beisebol. As bolhas imobiliárias são excluídas, a menos que tenham sido acompanhadas por bolhas nas ações ou facilitadas pela emissão de títulos financeiros recém-criados.

A Tabela 1.1 contém uma lista das principais bolhas históricas que atendem a esses critérios e que são estudadas em detalhes neste livro. Essa lista não é extensa, de maneira nenhuma. No entanto, há pelo menos cinco coisas sobre nosso catálogo de bolhas que são dignas de nota. Em primeiro lugar, nossa seleção de bolhas se estende desde o nascimento dos mercados de ações até os dias atuais. Em segundo lugar, nosso catálogo é global em escopo, abrangendo quatro continentes e nove países. Em terceiro lugar, embora a Tabela 1.1 contenha muitas bolhas famosas, há também algumas menos conhecidas: a primeira bolha de mercado emergente de 1824–1826; o boom imobiliário australiano, que estourou na década de 1890; a mania britânica das bicicletas da década de 1890; e as bolhas chinesas em 2007 e 2015. Em quarto lugar, seis de nossas doze bolhas foram seguidas por crises financeiras, e pelo menos cinco foram seguidas por severas crises econômicas. Em quinto lugar, várias das bolhas listadas na Tabela 1.1 estavam explicitamente ligadas ao desenvolvimento de novas tecnologias — ferrovias na década de 1840, bicicletas na década de 1890, automóveis, rádio, aviões e eletrificação na década de 1920 e internet e telecomunicações na década de 1990.

Provavelmente a bolha mais famosa que está ausente em nosso estudo é a Tulipomania holandesa de 1636–1637, que testemunhou a rápida valorização do preço de bulbos de tulipas raras no final de 1636, seguida por uma depreciação de 90% nos preços dos bulbos em fevereiro de 1637.³⁹ Ela é excluída pela simples razão de que a reversão de preços foi confinada exclusivamente a uma mercadoria pouco negociada, sem boom de promoção associado a ela e com um impacto econômico insignificante.⁴⁰ Em outras palavras, a Tulipomania foi muito pouco digna de nota para merecer inclusão. Embora as flutuações de preços sejam impressionantes, elas não são incomuns para mercados de bens raros e incomuns, particularmente aqueles usados predominantemente para sinalizar status.⁴¹ No caso da Tulipomania, essas flutuações foram agravadas pela ambiguidade legal sobre o status dos contratos futuros, sugerindo que os movimentos de preços podem ter uma explicação um tanto mundana.⁴²

A infâmia da Tulipomania é em grande parte culpa de Charles Mackay.⁴³ Ele pintou o quadro de uma sociedade tomada pela insanidade coletiva em relação às tulipas, em que o valor de alguns bulbos excedia o valor das luxuosas casas de Amsterdã. Ele também

ênfatisou a universalidade do mercado, com a população em geral de Amsterdã “investindo” em bulbos de tulipas nas várias tavernas espalhadas pela cidade. Porém, o trabalho de Mackay não é confiável. Suas fontes são baseadas em relatos de segunda mão, que, por sua vez, são baseados em peças contemporâneas de propaganda criticando o mercado de tulipas.⁴⁴ Muito poucas das alegações de Mackay podem ser comprovadas. A narrativa popular da Tulipomania é, portanto, em grande parte ficcional, “baseada quase exclusivamente em propaganda, citada como se fosse um fato”.⁴⁵ Certamente, em vários episódios deste livro podemos ver um processo semelhante de criação de mitos, por meio do qual anedotas de bolhas que eram originalmente sátira ou propaganda são repetidas anos depois como se realmente tivessem acontecido.

Outro conjunto notável que está ausente da nossa lista são as bolhas imobiliárias que ocorreram na Escandinávia na década de 1980 e no Sudeste Asiático na década de 1990.⁴⁶

Tabela 1.1 *As principais bolhas financeiras*

Bolha	País	Anos	Ativo	Crise financeira após a bolha
Bolha do Mississippi	França	1719–1720	Ações da Companhia do Mississippi	Não
Bolha da Mares do Sul	Reino Unido	1719–1720	Ações de empresas (incluindo ações da Companhia dos Mares do Sul)	Não
Bolha da Windhandel	Holanda	1720	Ações de empresas	Não
Primeira bolha de mercado emergente	Reino Unido	1824–1826	Ações de empresas e mineradoras	Sim
Mania Ferroviária	Reino Unido	1844–1846	Ações ferroviárias	Sim
Boom Imobiliário Australiano	Austrália	1886–1893	Ações de empresas e imóveis	Sim
Mania das Bicicletas	Reino Unido	1895–1898	Ações de empresas de bicicleta	Não
Os Loucos Anos 1920	EUA	1920–1931	Ações de empresas de novas tecnologias	Sim
Bolha Japonesa	Japão	1985–1992	Ações de empresas e bens imobiliários	Sim
Bolha pontocom	EUA	1995–2001	Ações de novas tecnologias	Não
Crise do Subprime	EUA, Reino Unido, Irlanda, Espanha,	2003–2010	Imóveis e casas	Sim
Bolhas Chinesas	China	2007, 2015	Ações	Não

Em ambos os casos, os grandes booms de crédito tiveram suas raízes na liberalização financeira e, em ambos os casos, o crash foi seguido por uma crise bancária. A liberalização dos investimentos exacerbou o boom de crédito no Sudeste Asiático, onde quantidades substanciais de capital internacional fluíram para a região, resultando em crises bancárias e cambiais.⁴⁷ No entanto, a única dessas bolhas imobiliárias que foi acompanhada por um grande boom do mercado de ações foi na Tailândia. A escala da bolha do mercado de ações tailandês não atende ao nosso critério de inclusão e parece não ter havido um boom promocional.⁴⁸

Depois de escolher nossos incêndios, como vamos investigá-los? Um bom ponto de partida geralmente são as descobertas de pesquisadores anteriores. Assim, fazemos uso extensivo da literatura existente, grande parte da qual vem de áreas muito além da história ou da economia.⁴⁹ No entanto, a memória e a experiência de um evento são muitas vezes muito diferentes, e também queremos entender os pensamentos e as ações daqueles que estavam em cena naquele momento. Por isso, também investigamos os escritos e discursos de jornalistas, políticos e comentaristas contemporâneos durante cada bolha. O que eles estavam dizendo enquanto o incêndio estava acontecendo? Eles estavam chamando o corpo de bombeiros ou atijando as chamas? Não queremos focar exclusivamente os poderosos — também estamos interessados nas chamadas pessoas comuns que foram apanhadas no fogo. Quem sofreu e quem — se houve alguém — se beneficiou com isso? Finalmente, como economistas financeiros, não queremos que nossas análises sejam puramente descritivas — queremos poder quantificar o tamanho de cada incêndio e a escala dos danos que ele causou. Para bolhas famosas, isso era simples, mas para bolhas menos conhecidas, envolvia compilar meticulosamente nossos próprios dados de registros antigos em arquivos empoeirados. Esperamos que o resultado geral seja uma visão abrangente do assunto contada ao longo de três séculos. Nossa história começa em 1720 com um momento seminal na história financeira: a invenção da bolha.

2) 1720 E A INVENÇÃO DA BOLHA

A nação, então, descobrirá tarde demais,
Calculando todos os seus problemas e custos,
As promessas dos diretores são como vento tais,
A Mares do Sul, uma bolha poderosa, se muito.

*Jonathan Swift*¹

Poucos filmes foram feitos sobre o rei Carlos II da Espanha. Sua vida não é uma história agradável: ele sofreu tremendamente por 38 anos e, no fim, sua morte deflagrou uma guerra. A família Habsburgo, à qual pertencia, casou-se quase exclusivamente com outros membros da família para consolidar sua riqueza e seu poder. Esse propósito foi alcançado, mas com um severo custo físico e mental para Carlos, que herdou uma série de deformidades como consequência de cinco gerações endogâmicas. Sua estrutura óssea fazia com que fosse difícil para ele comer, falar ou andar, e ele sofria de convulsões frequentes; suas dificuldades de aprendizagem eram tão graves que nenhuma tentativa foi feita para educá-lo formalmente. Ele subiu ao trono aos 3 anos de idade, mas mesmo como adulto, governar o país por seus méritos próprios era efetivamente impossível.²

Carlos provavelmente também era infértil, e nenhum de seus dois casamentos gerou filhos. Sua morte em 1700 desencadeou, assim, uma crise de sucessão. Como seu herdeiro, Carlos havia nomeado um neto de Luís XIV da França, Filipe, Duque de Anjou. Como sobrinho-neto de Carlos, Filipe tinha a mais forte reivindicação genealógica ao trono, mas sua ascensão teria unificado os impérios francês e espanhol. Isso ameaçou os impérios britânico, holandês, português e o Sacro Império Romano, que, em vez disso, propuseram que o arquiduque Carlos da Áustria fosse o rei. Em 1702, suas tentativas de resolver a crise por meio da diplomacia fracassaram e a Grã-Bretanha, a Holanda e a Áustria declararam guerra à Espanha.

O conflito resultante, a Guerra da Sucessão Espanhola, durou treze anos e foi resolvido em 1715 pelos Tratados de Utrecht e Rastatt. A resolução era direta: Filipe poderia permanecer sendo rei da Espanha